

Nr 3(100) 2025

eISSN 2544-7068

BEZPIECZNY BANK

SAFE BANK

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

KOMITET REDAKCYJNY

prof. Jan Szambelańczyk – redaktor naczelny (Uniwersytet WSB Merito w Poznaniu)
prof. Janina Harasim (Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach)
prof. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (Szkoła Główna Handlowa w Warszawie)
prof. Ryszard Kokoszczyński (Uniwersytet Warszawski)
prof. Monika Marcinkowska (Uniwersytet Łódzki)
prof. Ewa Miklaszewska (Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie)
dr Ewa Kulińska-Sadłocha (Uniwersytet Łódzki)
Artur Radomski (dyrektor Biura Zarządu BFG)
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA

prof. Andrzej Sławiński (Szkoła Główna Handlowa w Warszawie)
prof. Angel Berges Lobera (Universidad Autonoma Madrid, Hiszpania)
prof. Paola Bongini (Uniwersytet Milano-Bicocca w Mediolanie, Włochy)
prof. Santiago Carbo-Valverde (Bangor University, Wielka Brytania)
prof. Jacek Jastrzębski (Uniwersytet Warszawski, KNF)
prof. Marko Košak (Uniwersytet w Ljubljanie, Słowenia)
dr Magdalena Kosińska (Szkoła Główna Handlowa w Warszawie)
prof. Anzhela Kuznetsova (Uniwersytet Bankowy w Kijowie, Ukraina)
prof. Edgar Löw (Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Frankfurt nad Menem, Niemcy)
dr hab. Leszek Pawłowicz, em. prof. UG (Europejski Kongres Finansowy, Centrum Myśli Strategicznych)
Krzysztof Pietraszkiewicz (Związek Banków Polskich)
prof. Sebastian Skuza (Uniwersytet Warszawski)
dr Olga Szczepańska (Narodowy Bank Polski)

Artykuły publikowane w **BEZPIECZNYM BANKU** są recenzowane.
Czasopismo **BEZPIECZNY BANK** znajduje się w Wykazie czasopism naukowych i wydawnictw MNiSW i MEiN (40 punktów).
BEZPIECZNY BANK eISSN 2544-7068
Wcześniejsze wydania **BEZPIECZNEGO BANKU** miały numer ISSN 1429-2939

REDAKCJA TECHNICZNA

Krystyna Kawerska

WYDAWCA

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

SEKRETARIAT REDAKCJI

Ewa Teleżyńska
Telefon: 22 583 08 78
e-mail: redakcja@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: **www.ojs.bfg.pl**



Opracowanie komputerowe:
Dom Wydawniczy ELIPSA
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel. 22 635 03 01, e-mail: elipsa@elipsa.pl,
www.elipsa.pl

W numerze

.....

CALL FOR PAPERS: Numer tematyczny czasopisma „Bezpieczny Bank” poświęcony listom zastawnym	5
Jan Szambelańczyk – <i>Od Redakcji</i>	6

Problemy i poglądy

Danuta Hübner, <i>Moment konstytucyjny: reformy Lamfalussy’ego i de Larosière’a a wyzwania współczesności</i>	9
Stanisław Kluza, <i>Kształtowanie zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym w Polsce</i>	16
Nicolas Veron, <i>Europejska Unia Oszczędności i Inwestycji: co z niej będzie miała Polska?</i>	33
Łukasz Kurowski, <i>Zmiana klimatu a stabilność finansowa: analiza tematyczna literatury z wykorzystaniem BERTopic</i>	40
Leszek Borowiec, Żaneta Broczkowska, <i>Ryzyko ESG a skłonność banków do finansowania przedsiębiorstw</i>	67
Edgar Löw, <i>Konieczność uzyskania potwierdzeń bankowych na potrzeby badania sprawozdania finansowego na przykładzie działalności TPA Wirecard</i>	93
Arkadiusz Iwanicki, <i>RippleNet jako narzędzie do obsługi przelewów międzynarodowych</i>	122

Miscellanea

Andrzej Reich, Michał Romanowski, <i>Modelowa umowa kredytu hipotecznego jako sposób zakończenia chaosu na rynku kredytów hipotecznych (i nie tylko) wedle zasady win-win</i>	142
Ewa Kulińska-Sadłocha, <i>Rating Investor Relations EKF – indeks relacji inwestorskich banków proponowany przez Europejski Kongres Finansowy</i>	168

Contents

.....

CALL FOR PAPERS: The Thematic Issue of the “Bezpieczny Bank” Magazine Devoted to Covered Bonds	5
Jan Szambelańczyk – <i>From the Editor</i>	6

Problems and Opinions

Danuta Hübner, <i>The Constitutional Moment: The Lamfalussy and de Larosière Reforms and Contemporary Challenges</i>	9
Stanisław Kluza, <i>Shaping Integrated Financial Market Supervision in Poland</i>	16
Nicolas Veron, <i>The European Savings and Investment Union: What Will Poland Get Out of It?</i>	33
Łukasz Kurowski, <i>Climate Change and Financial Stability: A Thematic Analysis of the Literature Using BERTopic</i>	40
Leszek Borowiec, Żaneta Broczkowska, <i>ESG Risk and Banks’ Propensity to Finance Enterprises</i>	67
Edgar Löw, <i>The Problem of Bank Confirmations for the Audit of Financial Statements: The Example of TPA Wirecard’s Operations</i>	93
Arkadiusz Iwanicki, <i>RippleNet as a Tool for Handling International Transfers</i>	122

Miscellanea

Andrzej Reich, Michał Romanowski, <i>A Model Mortgage Agreement as a Win-Win Way to End the Chaos on the Mortgage Market (and Beyond)</i>	142
Ewa Kulińska-Sadłocha, <i>EKF Investor Relations Rating – an index of bank investor relations proposed by the European Financial Congress</i>	168

CALL FOR PAPERS:

Numer tematyczny czasopisma „Bezpieczny Bank” poświęcony listom zastawnym

Rada Programowo-Naukowa i Komitet Redakcyjny czasopisma „Bezpieczny Bank” zapraszają do nadsyłania opracowań do specjalnego numeru „Bezpiecznego Banku” nr 1(102)2026, poświęconego problematyce listów zastawnych jako instrumentów stabilności i rozwoju rynku finansowego. Przy czym listy zastawne traktujemy jako polską odmianę szerszej międzynarodowej klasy instrumentów finansowych określanych w języku angielskim pojęciem ‘covered bonds’. Opiekunem naukowym i redaktorem numeru będzie dr hab. Kamil Liberadzki prof. SGH – Dyrektor Departamentu Analiz Gospodarczych i Ryzyka EBA.

✦ Zakres tematyczny numeru obejmuje m.in. następujące zagadnienia:

- interpretacja przepisów prawnych dotyczących emisji listów zastawnych w Polsce, UE (CRR, Covered Bond Directive) i na świecie,
- rola listów zastawnych (covered bonds) w finansowaniu kredytów hipotecznych i gospodarczych,
- ryzyko i ratingi listów zastawnych (covered bonds) – perspektywa inwestora,
- listy zastawne (covered bonds) jako element zarządzania płynnością i kapitałem banków,
- modele emisji listów zastawnych (covered bonds) w różnych jurysdykcjach,
- wpływ listów zastawnych na stabilność systemu finansowego,
- wykorzystanie listów zastawnych (covered bonds) w operacjach banków centralnych,
- rozwój rynku listów zastawnych w Polsce – bariery i perspektywy,
- listy zastawne w kontekście ESG i zrównoważonego finansowania.

📅 Terminy:

- Termin nadsyłania tytułów z krótką charakterystyką artykułów: 31 stycznia 2026 r.
- Termin nadsyłania opracowań: 28 lutego 2026 r.
- Planowana publikacja numeru: I i II kwartału 2026 r.

📖 Wymogi redakcyjne: artykuły powinny mieć charakter naukowy lub ekspercki, zawierać odniesienia do aktualnych regulacji i danych rynkowych, a także spełniać standardy edytorskie czasopisma „Bezpieczny Bank”. Szczegółowe wymagania edycyjne dostępne są na stronie czasopisma „Bezpieczny Bank”: www.ojs.bfg.pl w zakładce „Informacje dla autorów”.

✉ Zgłoszenia i pytania prosimy kierować na adres: redakcja@bfg.pl

Propozycje tematów oraz artykuły powinny być nadsyłane w dwóch wersjach językowych – w języku polskim i angielskim. W przypadku tekstów nadsyłanych przez autorów zagranicznych tylko w wersji angielskiej. Objętość opracowania nie powinna przekraczać 20 standardowych stron maszynopisu, tj. do 36 000 znaków bez spacji, dla jednej wersji językowej. W razie istotnych rozbieżności miarodajna będzie wersja angielska.

Od Redakcji

Szanowni Czytelnicy,

Rok 2025 jest dla czasopisma „Bezpieczny Bank” naznaczony dwoma symbolicznymi wydarzeniami. W kwietniu obchodziliśmy 30-lecie działalności Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, bez którego nasze czasopismo nie mogłoby powstać, a właśnie oddajemy P.T. Czytelnikom jego setny numer.

Czasopismo powstało w 1997 r. z inicjatywy ówczesnego Przewodniczącego Rady BFG prof. Władysława Baki i od początku stanowiło ważny kanał komunikacji nowej instytucji z interesariuszami, w tym przede wszystkim środowiskiem bankowym oraz akademickim. Wraz z rozwojem funkcji i zadań BFG poszerzał się również zakres tematyczny publikacji w naszym czasopiśmie. Początkowo dominowały opracowania z obszaru gwarantowania depozytów w Polsce i za granicą, pomocy dla banków zagrożonych niewypłacalnością oraz charakterystyka działalności BFG. Sukcesywnie zakres publikacji wykroczył poza ustawowe funkcje i zadania. Współcześnie misja „Bezpiecznego Banku” zdefiniowana jest jako: *popularyzacja wiedzy z zakresu stabilności polskiego i zagranicznych systemów finansowych, a w szczególności rozwiązań regulacyjnych i ich konsekwencji, systemów gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji instytucji kredytowych, zakładów ubezpieczeń, zakładów reasekuracji i firm inwestycyjnych, działalności innych podmiotów rynku finansowego oraz zachowań ich klientów, a przede wszystkim promowanie oryginalnych wyników badań o funkcjonowaniu systemów finansowych.*

Wydanie setnego numeru naszego czasopisma to doskonała okazja, aby wyrazić wdzięczność wszystkim członkom Rady Programowo-Naukowej, Kolegium Redakcyjnego, recenzentom, a przede wszystkim autorom publikacji i czytelnikom, którzy stanowią fundament naszego istnienia. Wszystkim składam serdeczne podziękowania i liczę na dalszą owocną współpracę. Osobne podziękowania kieruję do członków Rady i Zarządu Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, którzy nieprzerwanie wspierają naszą misję popularyzacyjną. Liczę także na dalszy rozwój współpracy z Urzędem Komisji Nadzoru Finansowego, z którym łączą nas zarówno więzi merytoryczne, jak i personalne poprzez członkostwo w Radzie Programowo-Naukowej.

Mając na względzie jubileuszowe wydanie „Bezpiecznego Banku”, zwróciliśmy się do wybitnych przedstawicieli środowiska finansowego z prośbą o przygotowanie opracowań nawiązujących do naszej misji i niemal trzech dekad działalności. Z wielką satysfakcją informuję o powodzeniu tej inicjatywy i przedstawiam jej efekty.

Niniejszy numer „Bezpiecznego Banku” otwiera tekst prof. Danuty Hübner, pierwszej polskiej komisarz w Unii Europejskiej (2004–2009). Autorka zarówno w sposób retrospektywny, jak i prospektywny rozważa ustalenia i rekomendacje reformy Lamfalussy’ego i raportu de Larosièrre’a w kontekście współczesnych wyzwań, określając je mianem „momentu konstytucyjnego”.

Pierwszy Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego – Stanisław Kluza – w swym opracowaniu interesująco charakteryzuje proces kształtowania zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym w Polsce.

Nicolas Veron, senior fellow w Bruegel i Peterson Institute for International Economics (Washington, DC), dzieli się swymi przemyśleniami na temat korzyści dla Polski z projektu Europejskiej Unii Oszczędności i Inwestycji.

„Bezpieczny Bank” wykracza poza wąsko rozumiane bezpieczeństwo finansowe sektora bankowego, czego przykładem jest artykuł reprezentanta młodego pokolenia badaczy Łukasza Kurowskiego, który z wykorzystaniem nowoczesnego narzędzia modelowania tematów w dokumentach tekstowych (BERTopic) analizuje wyniki badań nad wpływem zmian klimatu na stabilność finansową. W nurt problematyki zrównoważonego rozwoju wpisuje się opracowanie Leszka Borowica i Żanety Broczkowskiej pt. „Ryzyko ESG a skłonność banków do finansowania przedsiębiorstw”.

Do jubileuszowego numeru czasopisma wkład wniósł także członek naszej Rady Programowo-Naukowej prof. Edgar Löw (Frankfurt School of Finance and Management, Frankfurt am Main), członek European Banking Authority – Banking Stakeholder Group, podejmując problem potwierdzeń bankowych na potrzeby badania sprawozdania finansowego na przykładzie głośnego skandalu w działalności TPA Wirecard. Dział „Problemy i poglądy” zamyka artykuł Arkadiusza Iwanickiego o RippleNet jako innowacyjnym narzędziu do obsługi płatności transgranicznych, które wyznacza nowe standardy w obszarze finansów i bankowości.

Od pewnego czasu różne środowiska lub grupy interesariuszy podejmują ważny temat pewności postanowień umownych między bankami a kredytobiorcami, poszukując, bądź to ich niedociągnięć, bądź rozwiązań ograniczających ryzyko prawne transakcji. Od kilku lat Klub Odpowiedzialnych Finansów przy Europejskim Kongresie Finansowym (EKF) pracował nad opracowaniem wzorcowej umowy kredytu hipotecznego. Efekty tych prac przedstawia opracowanie Andrzeja Reicha i Michała Romanowskiego. Przyjęcie przez ustawodawcę tej propozycji, przedyskutowanej w różnych gremiach znacząco ograniczyłoby szkodliwe dla rynku finansowego zjawiska – w tym także rozwój lukratywny segmentu usług świadczonych przez kancelarie prawne.

Setny numer zamyka opracowanie Ewy Kulińskiej-Sadłochy dotyczące projektu Akademii Corporate Governance EKF, a mianowicie raportu o indeksie relacji inwestorskich banków. Indeks ten u jednych budzi nadzieje na poprawę tych relacji, a wśród innych spotyka się z rezerwą lub obojętnością.

Pracom nad numerem jubileuszowym przyświecała idea Benjamina Franklina, która w wolnym tłumaczeniu brzmi: między bezpieczeństwem a efektywnością banków nie istnieje sprzeczność – albo będziemy mieć oba te dobrodziejstwa, albo nie będziemy mieli żadnego. Licząc na zaciekawienie Szanownych Czytelników artykułami jubileuszowego numeru, wyrażam nadzieję, że uda się utrwalić zainteresowanie naszą działalnością.

Jan Szambelańczyk
Redaktor Naczelny

Problemy i poglądy

.....

DOI: 10.26354/bb.1.3.100.2025

Danuta Hübner*
biuro@danuta-huebner.pl

Moment konstytucyjny: reformy Lamfalussy’ego i de Larosière’a a wyzwania współczesności

Streszczenie

Opracowanie dotyczy zmian w europejskich regulacjach, a zwłaszcza na sposobie proponowania i wdrażania regulacji gospodarczych – ze szczególnym uwzględnieniem rynków finansowych – od czasu wprowadzenia architektury Lamfalussy’ego i propozycji grupy de Larosière’a. Zawiera także propozycje, jak sprostać przyszłym wyzwaniom. Fragmentacja rynków w UE, protekcjonizm krajowy i rozbieżności w nadzorze utrudniają skuteczne funkcjonowanie jednolitego rynku finansowego. A Europa potrzebuje ogromnych inwestycji prywatnych, by zwiększyć konkurencyjność, potencjał obronny i pozycję technologiczną. Wymaga to m.in. zintegrowanych rynków kapitałowych i głębokich zmian legislacyjnych. Dotyczy to m.in. przejścia od dyrektyw do rozporządzeń oraz wzrostu roli agencji UE (np. ESMA, EBA, EIOPA) w tworzeniu i wdrażaniu prawa na poziomie europejskim. Nadto wzrost transgranicznych powiązań finansowych wymaga scentralizowanego nadzoru, który mógłby obniżyć koszty transakcyjne i zwiększyć efektywność egzekwowania prawa. Niestety, funkcje nadzorcze agencji UE są ograniczone przez krajowe struktury nadzoru i dominację zasady kraju macierzystego. Państwa członkowskie obawiają się jednak utraty suwerenności, a krytycy

* Danuta Maria Hübner – prof. dr hab., polska ekonomistka i polityk, profesor nauk ekonomicznych. W latach 1997–1998 szef Kancelarii Prezydenta RP, w latach 2001–2003 szef UKIE, w latach 2003–2004 minister – członek Rady Ministrów, pierwszy reprezentujący Polskę komisarz w Unii Europejskiej (ds. polityki regionalnej), posłanka do Parlamentu Europejskiego VII, VIII i IX kadencji.

centralizacji powołują się na doktrynę Meroni, twierdząc, że UE nie ma traktatowych uprawnień do nadzoru ostrożnościowego. Dlatego rosnąca rola agencji UE w procesie legislacyjnym rodzi pytania o ich legitymizację i demokratyczną kontrolę.

Słowa kluczowe: fragmentacja rynków UE, Lamfalussy, De Larosière, regulacje UE

Kody JEL: A10, E02, E42, E44, F15, F36, G28

The Constitutional Moment: The Lamfalussy and de Larosière Reforms and Contemporary Challenges

Abstract

This study examines changes in European regulation, particularly the way economic regulations have been proposed and implemented – with a particular focus on financial markets – since the introduction of the Lamfalussy architecture and the proposals of the de Larosière Group. It also offers proposals for addressing future challenges. Market fragmentation within the EU, national protectionism, and divergent supervision hinder the effective functioning of the single financial market. Europe needs massive private investment to increase competitiveness, defense potential, and technological leadership. This requires, among other things, integrated capital markets and profound legislative changes. This includes a shift from directives to regulations and an increased role for EU agencies (e.g., ESMA, EBA, EIOPA) in creating and implementing European law. Furthermore, the growth of cross-border financial interconnections requires centralized supervision, which could reduce transaction costs and increase the efficiency of law enforcement. Unfortunately, the supervisory functions of EU agencies are limited by national supervisory structures and the dominance of the home country principle. However, member states fear a loss of sovereignty, and critics of centralization invoke the Meroni Doctrine, arguing that the EU lacks treaty-based powers over prudential supervision. Hence, the growing role of EU agencies in the legislative process raises questions about their legitimacy and democratic oversight.

Keywords: fragmentation of EU markets, Lamfalussy report, De Larosière Group, EU regulations

JEL Codes: A10, E02, E42, E44, F15, F36, G28

Wstęp

W historii integracji europejskiej istnieją momenty konstytucyjne, które prowadzą do zmian przekształcających strukturę, instytucje i zarządzanie Unii Europejskiej oraz dostosowujących je do wymagań przyszłości. Obecny moment konstytucyjny obejmuje dalekosiężne reformy mające na celu zwiększenie globalnej konkurencyjności europejskiej gospodarki, budowanie jej potencjału obronnego i bezpieczeństwa oraz wzmocnienie pozycji Europy na arenie międzynarodowej. Za wszystkimi tymi wyzwaniami kryją się ogromne potrzeby inwestycyjne i przejście od myślenia opartego na zarządzaniu kryzysowym do myślenia strategicznego. Ważnym czynnikiem wpływającym na tę zmianę może być przebudowa sposobu, w jaki Europa

reguluje swoją rzeczywistość gospodarczą i finansową. Wraz z niedawnymi rozszerzeniami Unii na wschód, jednolity rynek Unii stał się bardziej heterogeniczny i rozdrobniony, charakteryzując się niskim poziomem integracji struktur gospodarczych i wysokim stopniem zróżnicowania podstaw ekonomicznych. Z biegiem lat proces ten był dodatkowo pogłębiany przez utrwalanie się fragmentacji opartej na dążeniach do suwerenności narodowej, powiązanej między innymi z rosnącą rolą instytucji narodowych, które zwiększają swoją rolę na poziomie krajowym. W tym kontekście nic dziwnego, że aby zmniejszyć tendencje fragmentaryzacyjne i wzmocnić jednolity rynek, Komisja od lat inspirowała nowe podejścia do sposobu, w jaki Unia reguluje i stanowi prawo, a w szczególności intensyfikując działania reformatorskie w obszarze regulacji usług gospodarczych i finansowych.

Celem opracowania jest zwrócenie uwagi na zmiany w europejskich regulacjach gospodarczych, sposobie ich proponowania i wdrażania – ze szczególnym uwzględnieniem rynków finansowych. Punktem odniesienia jest reforma Lamfalussy'ego i grupy de Larosièrre'a, a kontekstem wyzwania stojące przed Unią Europejską.

1. Lamfalussy i de Larosièrre

Dobłą wiadomością dla politycznych wysiłków na rzecz przebudowy UE jest to, że istnieją materialne dowody ewolucji regulacji europejskich rynków finansowych. W 1985 roku, zanim podpisano Traktat z Maastricht i powstała Unia Europejska, Biała księga Komisji w sprawie utworzenia jednolitego rynku skupiała się na różnicach w regulacjach, które stanowiły bariery w handlu. Dokument zawierał długą listę rekomendacji uznanych za niezbędne dla rozwoju jednolitego rynku usług finansowych. Jednakże wiele z tych rekomendacji okazało się trudnych do wynegocjowania ze względu na dominujące różnice strukturalne i konflikt interesów między krajowymi sektorami finansowymi. To zmieniło proces harmonizacji w konflikt między różnymi interesami krajowymi, ponieważ państwa członkowskie dążyły do przyjęcia przepisów UE najbardziej odpowiadających ich preferencjom. Z powodu rozbieżnych realiów krajowych państwa członkowskie regularnie decydowały się na niejasne kompromisy, trudne do wdrożenia, ponieważ krajowe organy właściwe miały tendencję do odmiennej interpretacji. Rozbieżne interpretacje, 'połączanie' i niespójne wdrażanie rozdrobniły jednolity rynek zgodnie z preferencjami krajowych jurysdykcji. Rozdrobnienie spowodowane brakiem harmonizacji legislacyjnej pogłębił fakt, że do początku XXI wieku zarządzanie regulacjami gospodarczymi opierało się na Komisji i komitologii¹. Okazało się, że był to nieelastyczny sposób zarządzania, który nie nadążał za szybkim rozwojem rynków finansowych ani nie rekompensował niewystarczającej harmonizacji prawa w ramach rynku wewnętrznego.

¹ W Unii Europejskiej: mechanizm konsultacji Komisji Europejskiej ze specjalnymi komitetami przedstawicieli administracji narodowych, w zakresie przepisów wykonawczych do uchwalonych aktów prawnych.

Aby zaradzić niedociągnięciom w zarządzaniu regulacjami gospodarczymi UE, w lipcu 2000 r. francuska prezydencja Rady zwróciła się do grona doświadczonych praktyków rynkowych, pod przewodnictwem belgijskiego ekonomisty węgierskiego pochodzenia Alexandre'a Lamfalussy'ego, o wskazanie reform, które zwiększyłyby skuteczność procesu regulacji gospodarczej. „Raport Lamfalussy'ego” (2001) zalecał podział regulacji gospodarczej na cztery poziomy:

- na poziomie 1 Parlament Europejski i Rada miałyby przyjmować podstawowe przepisy proponowane przez Komisję w ramach tradycyjnej procedury współdecydowania. Zgodnie z raportem Lamfalussy'ego procedura ta – z uwagi na jej złożoność i czasochłonność – powinna być stosowana wyłącznie do określania zasad ramowych;
- na poziomie 2 Komisja przyjmowałaby i aktualizowała techniczne środki wykonawcze z pomocą organów konsultacyjnych. Innymi słowy, Rada i Parlament mogłyby skupić się na kluczowych decyzjach politycznych, podczas gdy techniczne szczegóły wykonawcze byłyby opracowywane później przez Komisję;
- na poziomie 3 komitety krajowych organów nadzoru byłyby odpowiedzialne za doradzanie Komisji przy przyjmowaniu aktów poziomu 1 i 2 oraz za wydawanie wytycznych dotyczących wdrażania przepisów;
- na poziomie 4 zalecono wzmocnienie roli Komisji w zapewnianiu prawidłowego egzekwowania przepisów UE przez rządy krajowe.

Podejście regulacyjne oparte na 4 poziomach, zalecane w raporcie Lamfalussy'ego, zostało najpierw przyjęte w odniesieniu do papierów wartościowych, a następnie rozszerzone na: bankowość, ubezpieczenia, emerytury pracownicze i zarządzanie aktywami. Umożliwiło ono bardziej elastyczny proces decyzyjny i skutkowało poprawą jakości prawodawstwa. Ogólnie rzecz biorąc, reforma Lamfalussy'ego zrestrukturyzowała system zarządzania i poprawiła jego skuteczność proceduralną, utrudniając także dążenie do stanowienia zbyt szczegółowego i preskryptywnego prawa oraz jego niespójną transpozycję i interpretację. Jednakże, zwiększyła ona również złożoność i koszty wdrażania harmonizacji prawodawstwa EU, a także powiększyła tę samą „sztywność”, która występowała w dotychczasowym systemie.

Reforma Lamfalussy'ego została wdrożona zaledwie kilka lat po rozszerzeniu z 2004 r., nie umożliwiając tym samym znaczącej modyfikacji ram regulacyjnych, które chroniłyby UE-25 przed skutkami kryzysu finansowego z lat 2007–2008. Doświadczenia związane z kryzysem stały się jednak silnym impulsem dla kolejnej reformy regulacyjnej obejmującej zarówno treść regulacji, jak i ramy zarządzania nimi. W 2009 roku komitet doświadczonych ekspertów i polityków, pod przewodnictwem Jacques'a de Larosièrè'a, bazując na procedurze Lamfalussy'ego (powszechnie uważanej za sukces), opracował plan reakcji regulacyjnej na kryzys. Reformy zaproponowane przez de Larosièrè'a zalecały między innymi podniesienie komitetów nadzorczych wprowadzonych przez Lamfalussy'ego do rangi Europejskich Urzędów Nadzoru (ESA). Reformy te zostały uzupełnione około 30 pakietami przepisów finansowych w latach 2009–2014. Powstały liczne instytucje nadzorcze na poziomie europejskim: Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ang. *European Securities and Markets Au-*

thority, ESMA), Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (ang. European Banking Authority, EBA), i Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (ang. *European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA*). Stały się niezależnymi agencjami UE, mającymi osobowość prawną i podlegającymi bezpośredniej odpowiedzialności przed Parlamentem Europejskim i Radą.

Nowością w modelu zarządzania de Larosièrè'a było przyznanie agencjom pewnych zabezpieczonych prawnie ponadnarodowych kompetencji poprzez zastąpienie starych procedur komitologii aktami delegowanymi i wykonawczymi, wprowadzonymi przez Traktat Lizboński. Zgodnie z reformą de Larosièrè'a Europejskie Urzędy Nadzoru mogły w określonych sytuacjach podejmować decyzje skierowane bezpośrednio do organów krajowych, wydawać wiążące decyzje i kierować decyzje bezpośrednio do poszczególnych instytucji finansowych. W takich przypadkach agencje skutecznie zastępują organy krajowe i działają jako organ ponadnarodowy, co jest prawdopodobnie najważniejszą innowacją reformy de Larosièrè'a – i co wzbudziło duże kontrowersje w Radzie.

2. Rozporządzenia, dyrektywy i poziom 2

Reformy Lamfalussy'ego i de Larosièrè'a były konieczne, ponieważ tradycyjna metoda wspólnotowa nie zdołała zharmonizować regulacji jednolitego rynku w latach 90. XX wieku. Metoda wspólnotowa opierała się głównie na dyrektywach jako preferowanym instrumencie prawa, co skutkowało dużą liczbą niejednorodnych rozwiązań. Opierała się również w dużym stopniu na mechanizmach koordynacji, jak komitety, wytyczne i recenzje eksperckie, co sprawiło, że prawo stało się bardziej elastyczne. Podział procesu regulacyjnego na wiele poziomów, wprowadzony przez Lamfalussy'ego i de Larosièrè'a, skutecznie redystrybuował obciążenia regulacyjne, ale także wiedzę ekspercką, umożliwiając Komisji i współprawodawcom skupienie się na podstawowych zasadach zawartych w ustawodawstwie ramowym i delegowanie dalszych prac nad doprecyzowaniem tych przepisów organom przed nimi odpowiedzialnym. Jednocześnie skorzystanie z możliwości delegowania uprawnień do agencji osłabiło demokratyczną legitymację powstałych przepisów. Większa ich część była legitymizowana jedynie pośrednio, poprzez mechanizmy rozliczalności łączące Europejskie Urzędy Nadzoru z Parlamentem Europejskim i Radą. Według krytyków systemu doprowadziło to do przeniesienia władztwa w stronę ekspertów i osób z branży. Z prawnego punktu widzenia pojawiły się pytania dotyczące dopuszczalności i długoterminowej stabilności ram zarządzania gospodarczego, w których istotne szczegóły są delegowane od współprawodawców lub Komisji do organów niewybieralnych, jak Europejskie Urzędy Nadzoru. Podstawę prawną takiego delegowania można znaleźć w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), a w szczególności w art. 114, który przyznaje prawodawcy UE ogólną kompetencję do przyjmowania środków służących zbliżeniu prawa krajowego, gdy ich celem jest ustanowienie i funkcjonowanie rynku wewnętrznego.

Już w 1970 r. Trybunał Sprawiedliwości UE orzekł, że należy dokonać rozróżnienia między aktami prawnymi opartymi bezpośrednio na traktatach, które określają „podstawowe elementy rozpatrywanej sprawy”, a aktami prawnymi pochodnymi, „mającymi na celu zapewnienie ich wdrożenia”. Jednakże traktaty nie zawierają żadnych przepisów opisujących zadania i charakter uprawnień agencji UE, a także brakuje jasności co do ich miejsca w strukturze konstytucyjnej UE. TSUE wielokrotnie potwierdził, że ustawodawca UE może tworzyć agencje i delegować uprawnienia, które umożliwiają im wydawanie aktów prawnych, ale podkreślił również znaczenie ram regulacyjnych i potrzebę, aby ustawodawca UE ograniczył uprawnienia agencji poprzez „kryteria i warunki”. Nadużywanie art. 114 TFUE było często kwestionowane przed Trybunałem Sprawiedliwości UE, zazwyczaj przez jeden lub kilka rządów, którym nie udało się zablokować zatwierdzenia przez Radę konkretnego aktu prawnego. Trybunał wykazał się jednak względną pobłażliwością wobec prawodawców UE, pozwalając im samodzielnie interpretować zakres uprawnień do przyjmowania środków w zakresie zbliżania prawa krajowego dotyczącego ustanowienia i funkcjonowania rynku wewnętrznego. Innym elementem refleksji nad trendami prawnymi, które możemy zaobserwować w regulacjach gospodarczych UE, jest stosowanie dyrektyw w przeciwieństwie do rozporządzeń. W ciągu pierwszych dziesięciu lat po wejściu w życie reformy rynku wewnętrznego (1993 r.) UE wprowadziła do swego porządku prawnego cztery razy więcej dyrektyw niż rozporządzeń, używając jako podstawy prawnej art. 114 TFUE. Następnie tendencja ta zaczęła się odwracać. Punkt kulminacyjny – kiedy rozporządzenia stały się głównym instrumentem – zbiega się z wejściem w życie Traktatu Lizbońskiego oraz z niektórymi deklarowanymi inicjatywami politycznymi, jak unia rynków kapitałowych. Warto zauważyć, że w czasie kryzysu finansowego dominujące stosowanie dyrektyw było coraz bardziej krytykowane. Transpozycja dyrektyw była m.in. postrzegana jako zbyt powolna, aby nadążyć za dynamiką rynku finansowego, co pozwalało na nadmierne zróżnicowanie przepisów.

Uwagi końcowe

Zmiana zapoczątkowana przez Lamfalussy’ego i de Larosière’a przyniosła fundamentalną transformację w sposobie myślenia, tworzenia i wdrażania regulacji gospodarczych. W drodze do głębszej integracji europejskich rynków finansowych, stosowanie rozporządzeń przeważa od lat nad dyrektywami, a ponadnarodowe organy, jak agencje UE, które coraz częściej odpowiadają za ważne prace legislacyjne na poziomie 2, nabrały znaczenia. Jednakże nie ulega wątpliwości, że potrzeba zmian w sposobie stanowienia prawa jest dziś co najmniej tak silna, jak dwie dekady temu. Wyzwania są rzeczywiście realne, związane z zapotrzebowaniem na biliony euro prywatnego kapitału, dla finansowania inwestycji zwiększających konkurencyjność europejskiej gospodarki, budowania potencjału obronnego Unii, zakotwiczenia Europy w zaawansowanych technologiach i konsolidowania jej roli jako globalnego aktora. Wyzwania te wymagają głębokiego, płynnego i zintegrowanego europejskiego rynku kapitałowego, rynku bez barier, stymulującego przepływ

kapitału tam, gdzie jest najbardziej potrzebny. Fragmentacja jednolitego rynku i krótkowzroczna ochrona interesów krajowych hamują potencjał rozwojowy Unii i jej konkurencyjność. Dyskusja nad koniecznością sięgnięcia do europejskich rozwiązań w zakresie nadzoru finansowego, szczególnie w odniesieniu do rynku kapitałowego, trwa od wielu lat. ESMA i inne agencje zostały powołane do współtworzenia polityki. Zostały one zaprojektowane tak, by wzmacniać odporność gospodarki, zwiększać konwergencję interpretacyjną we wdrażaniu prawa UE. Oprócz wkładu w tworzenie przepisów dotyczących rynków finansowych UE, ESMA i inne agencje odgrywają fundamentalną rolę w nadzorowaniu działalności uczestników rynku. Jednak większość europejskich regulacji finansowych ciągle ma swoje korzenie w realiach państwa członkowskiego, w którym zarejestrowana jest lub ma swoją siedzibę firma finansowa, a nadzór opiera się na zasadzie kontroli kraju macierzystego. Wraz ze wzrostem wzajemnych powiązań globalnych rynków finansowych, struktura uczestników rynków uległa znacznej zmianie, a wiele europejskich firm prowadzi obecnie znaczącą działalność w wielu jurysdykcjach, gdzie mogą one stanowić ryzyko systemowe dla państwa przyjmującego. Te zmiany rynkowe stanowią liczne wyzwania dla istniejących ram regulacyjnych i nadzorczych UE. Powiązania transgraniczne nie mogą być skutecznie nadzorowane przez poszczególne państwa członkowskie ze względu na różne możliwości instytucjonalne w zakresie wdrażania i egzekwowania. Zasadnicza różnica między przeszłością a przyszłością polega na tym, że kryzysy finansowe w Europie prawdopodobnie będą miały większe skutki transgraniczne w porównaniu ze znanymi kryzysami finansowymi z przeszłości. Scentralizowany organ nadzoru wspierałby równe warunki działania w praktykach nadzorczych poprzez nadzorowanie działań organów państw członkowskich oraz koordynację, prowadzenie transgranicznego nadzoru i egzekwowania prawa. Europejski organ nadzoru mógłby potencjalnie obniżyć wysokie koszty transakcyjne związane z monitorowaniem i egzekwowaniem prawa UE w wymiarze transgranicznym. Istnieją uznane korzyści płynące ze scentralizowanej, instytucjonalnej struktury nadzoru na poziomie europejskim w warunkach ekspansji działań transgranicznych w sektorze finansowym, co tworzy naturalne uzasadnienie udziału tych instytucji w kształtowaniu przepisów prawa. Opór polityczny powoduje w Europie rozdrobnienie nadzoru, co osłabia spójność systemu i egzekwowanie przepisów, a także niesie ze sobą ryzyko arbitrażu regulacyjnego i nieefektywności. Konieczność wykorzystania pełnego potencjału rozwojowego Unii, wszystkich jej atutów, nakazuje zakończyć dyskusję nad postrzeganiem zintegrowanej Europy jako sumy państw członkowskich i zbudować europejski rynek kapitałowy.

Stanisław Kluza*

ORCID: 0000-0003-3265-1425

skluza@sgh.waw.pl

Kształtowanie zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym w Polsce

Streszczenie

Nadzór nad rynkiem finansowym w Polsce zaistniał wraz z początkiem transformacji systemowej i budową rynkowego systemu instytucji finansowych. W pierwszej fazie miał on charakter sektorowy. Następnie ewoluował i nabierał kolejnych uprawnień wraz z rozwojem instytucji finansowych, wzrostem gospodarczym oraz potrzebą dostosowania polskiego prawa do standardów UE. W 2006 roku został utworzony zintegrowany nadzór nad całością rynku finansowego oraz powierzony Komisji Nadzoru Finansowego.

Zintegrowany nadzór nad rynkiem finansowym w Polsce to wynik dążenia do zwiększenia spójności i efektywności nadzoru poprzez konsolidację kompetencji w ramach jednej instytucji – Komisji Nadzoru Finansowego. Proces ten odzwierciedla międzynarodowe trendy oraz konieczność dostosowania krajowego systemu regulacyjnego do standardów Unii Europejskiej i wyzwań współczesnych i globalnych rynków finansowych. Jednocześnie stawia przed państwem wyzwania związane z koordynacją instytucjonalną, zapewnieniem niezależności nadzoru i skutecznym egzekwowaniem regulacji, a także na okoliczność zarządzania kryzysowego.

Słowa kluczowe: nadzór nad rynkiem finansowym, sektor bankowy, stabilność finansowa, Komisja Nadzoru Finansowego, kryzys finansowy

Kody JEL: G28, G21, K23, H81, G18, G38, K22, K24, K42, F36, D73, H11

Shaping Integrated Financial Market Supervision in Poland

Abstract

Financial market supervision in Poland began with the start of systemic transformation and the development of a market-based system of financial institutions. In its initial phase, it was sector-specific. It then evolved and gained additional powers as financial institutions

* Stanisław Kluza – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

developed, the economy grew, and Polish law needed to be brought into line with EU standards. In 2006, integrated supervision of the entire financial market was established and entrusted to the Financial Supervision Authority. Integrated supervision of the financial market in Poland is the result of efforts to increase the consistency and effectiveness of supervision by consolidating competences within a single institution – the Financial Supervision Authority. This process reflects international trends and the need to adapt the national regulatory system to European Union standards and the challenges of contemporary and global financial markets. At the same time, it poses challenges for the state in terms of institutional coordination, ensuring the independence of supervision and effective enforcement of regulations, as well as crisis management.

Keywords: financial market supervision, banking sector, financial stability, Financial Supervision Authority, financial crisis

JEL Codes: G28, G21, K23, H81, G18, G38, K22, K24, K42, F36, D73, H11

Wstęp

Utworzenie Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) w 2006 roku stanowiło jedno z najważniejszych wydarzeń w rozwoju nadzoru finansowego i rynku finansowego w Polsce w okresie transformacji i obok utworzenia Giełdy Papierów Wartościowych (1991) oraz Rady Polityki Pieniężnej (1998). Kształtowanie zintegrowanego nadzoru było m.in. reakcją na przemiany na polskim rynku finansowym, w tym wejście Polski do Unii Europejskiej oraz zaawansowaniu w integracji europejskiej, a także międzynarodowych trendów w obszarze regulacji finansowych. Utworzenie KNF stworzyło nową infrastrukturę nadzoru nad rynkiem finansowym oraz przybliżyło Polskę do preferowanego globalnie – na rozwiniętych rynkach finansowych modelu nadzoru. Zarazem pierwszy test dla zintegrowanego nadzoru przyszedł niespodziewanie szybko, bo wraz z wybuchem globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009. Polska poradziła sobie z nim nadzwyczaj dobrze.

1. Przesłanki i cechy początków zintegrowanego nadzoru w Polsce

Geneza organizacji nadzoru nad rynkiem finansowym w Polsce sięga początku procesu transformacji systemowej, w szczególności zaś wydzieleniu dziewięciu niezależnych banków komercyjnych z NBP w 1989 r. Utworzono je na bazie oddziałów NBP i nadano im status samodzielnych podmiotów gospodarczych. Umożliwiono również tworzenie zupełnie nowych podmiotów na rynku finansowym. Dotyczyło to nie tylko sektora bankowego, ale także ubezpieczeniowego i rynku kapitałowego. Tego symbolicznym dowodem była inauguracja Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) wiosną 1991 r.

Pojawienie się nowej kategorii podmiotów na rynku finansowym wymagało stworzenia ram regulacyjnych dla ich bezpiecznej działalności, a w tym ochrony interesów klientów. Wówczas powołano pierwsze organy nadzorcze: Państwowy Urząd

Nadzoru Ubezpieczeń¹ (PUNU), Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG)² oraz Komisję Nadzoru Bankowego (KNB)³. Dla sektora bankowego dodatkowo utworzono system gwarantowania depozytów, realizowany przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG)⁴. Do tej grupy instytucji nadzorczych w 1998 roku dołączył również Urząd Nadzoru Funduszy Emerytalnych (UNFE)⁵.

Pierwsze instytucje nadzorcze miały charakter sektorowy. Były dedykowane bezpośrednio podmiotom działającym w wybranych segmentach rynku finansowego: bankowym, ubezpieczeniowym, kapitałowym, emerytalnym. Jednak po kilku kolejnych latach doszło do połączenia nadzoru ubezpieczeniowego i emerytalnego, tworząc dla nich wspólny urząd Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE)⁶.

Dalszy rozwój rynku finansowego w Polsce, przystąpienie Polski do UE oraz sukcesy kilkunastu lat transformacji systemowej postawiły pytania o infrastrukturę nowoczesnego i docelowego modelu nadzoru nad rynkiem finansowym. W 2006 roku uchwalono ustawę o nadzorze nad rynkiem finansowym⁷, której celem było zintegrowanie nadzoru nad różnymi segmentami rynku (banki, ubezpieczenia, rynek kapitałowy) oraz poszerzanie kompetencji tej instytucji wraz z pojawianiem się nowych usług finansowych. Tak powstała Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)⁸ oraz obsługujący ją Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF). W debacie towarzyszącej integracji nadzoru poruszana była kwestia jego niezależności od polityki pieniężnej i fiskalnej oraz korzyści wynikających z utworzenia jednej instytucji łączącej kompetencje nadzorów sektorowych. Kluczowe z nich to:

¹ PUNU istniał w latach 1995–2002. Został powołany ustawą z dnia 28 lipca 1990 r. (w praktyce rozpoczął działalność kilka lat później). Do roku 1995 bezpośredni nadzór nad rynkiem ubezpieczeń odbywał się z poziomu Ministerstwa Finansów.

² KPWiG została utworzona w 1991 roku. Był to pierwszy polski niezależny organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym po transformacji ustrojowej. Jej zadaniem było nadzorowanie giełdy papierów wartościowych, działalności maklerskiej oraz innych podmiotów działających na rynku kapitałowym. Poprzednikiem KPWiG była KPW (Komisja Papierów Wartościowych), która działała jedynie w okresie 1989–1991 jako instytucja powołana do nadzoru nad obrotem papierami wartościowymi i do ochrony inwestorów na początku tworzenia się rynku kapitałowego w Polsce.

³ KNB rozpoczęła działalność w 1998 roku jako organ nadzoru bankowego obsługiwany w obrębie Narodowego Banku Polskiego. Wcześniej, od 1989 roku nadzór nad bankami sprawował Minister Finansów. Zarazem w 1994 roku powołano GINB (Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego), który był organem wykonawczym dla nadzoru bankowego, działającym w strukturach NBP, pod kierownictwem Prezesa NBP.

⁴ BFG powstał na mocy ustawy z dnia 14 grudnia 1994 roku o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, a swoją działalność rozpoczął w 1995 roku. W roku 2016 istotnie rozszerzono rolę BFG o obszar przymusowej restrukturyzacji banków/SKOK-ów (*resolution*), w tym możliwość przejęcia instytucji, umorzenia zobowiązań (*bail-in*), planów naprawczych (analizuje i ocenia plany banków oraz tworzy własne plany *resolution*, czyli „plany awaryjne” na wypadek niewypłacalności banku).

⁵ UNFE powołano w 1998 r., ale faktycznie rozpoczęło działalność w 1999 r. wraz z reformą systemu emerytalnego w Polsce, która wprowadziła Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE).

⁶ KNUiFE powstało w 2002 roku z połączenia PUNU i UNFE.

⁷ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U. 2006 Nr 157 poz. 1119.

⁸ Proces integracji był dwuetapowy: w 2006 r. KNF połączyło KPWiG oraz KNUiFE, a z początkiem 2008 r. objęło również nadzór nad sektorem bankowym.

- standaryzacja praktyk nadzorczych pomiędzy sektorami (m.in. w obszarach licencjonowania, nakładania sankcji, wymogów kapitałowych i bezpieczeństwa);
- zapobieganie ryzyku międzysektorowego arbitrażu regulacyjnego (zarówno w obszarze podmiotów, jak i typów produktów);
- spójność stanowiska nadzoru w procesie legislacyjnym;
- przejrzystość i jednoznaczność stanowiska regulatora w procesie dialogu z podmiotami rynku;
- reprezentowanie polskiej polityki regulacyjnej na arenie międzynarodowej;
- zarządzanie kryzysowe;
- odpowiedź na procesy globalizacyjne i powstawanie dużych międzynarodowych grup finansowych działających we wszystkich segmentach rynku finansowego;
- silniejsza pozycja instytucjonalna i społeczno-polityczna w istotnych debatach publicznych (niż w przypadku rozproszonych instytucji).

Powstanie jednej instytucji nadzorczej było dodatkowo uzasadnione racjonalizacją kosztów funkcjonowania nadzoru.

Organizacja instytucji zintegrowanego nadzoru stwarzała szanse refleksji nad jej podstawową misją. Zwrócono wówczas uwagę m.in. na:

- zmianę podejścia nadzoru z typu „literalnej zgodności z regulacją” (*compliance*) w kierunku monitorowania ryzyka (*risk based*);
- analizę procesów nadzorczych w wymiarze funkcjonalnym vs. sektorowym, czego przykładem było późniejsze tworzenie zespołów, departamentów i pionów dedykowanych całemu rynkowi finansowemu, a nie poszczególnym sektorom;
- wykonywanie nadzoru w ujęciu mikro- i makroostrożnościowym⁹;
- konieczność wzmocnienia regionalnej współpracy międzynarodowej w celu reprezentowania stanowiska szerszej grupy państw (w szczególności krajów Europy Środkowej i Wschodniej będących członkami UE), w unijnych i globalnych instytucjach zrzeszających nadzorców;
- odchodzenie od nadzoru sprawozdawczo-analitycznego sektora finansowego na rzecz egzekucji przestrzegania regulacji.

2. Trzy modele nadzoru

Kamieniem milowym w rozwoju koncepcji nadzoru zintegrowanego w Polsce było przystąpienie do Unii Europejskiej w 2004 roku. Członkostwo w strukturach europejskich wymusiło harmonizację polskich regulacji z dyrektywami unijnymi, co sprzyjało modernizacji systemu nadzorczego. Dodatkowo rosnąca złożoność pro-

⁹ Terminy „nadzór makroostrożnościowy” (*macroprudential supervision*) i „nadzór mikroostrożnościowy” (*microprudential supervision*) zostały spopularyzowane i pojawiły się w terminologii nadzorczej po kryzysie finansowym zapoczątkowanym w 2008 r. Wcześniej posługiwano się tożsamymi pojęciami spojrzenia nadzorczego z perspektywy systemowej vs. pojedynczego podmiotu lub grupy podmiotów. Terminy te i założenia sprawowania mikro- i makroostrożnościowego nadzoru pojawiały się w materiałach i debatach Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) i Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW).

duktów finansowych i powstawanie konglomeratów finansowych działających w różnych segmentach rynku wymagały nowego podejścia regulacyjnego.

W teorii i praktyce międzynarodowej wykształciły się trzy główne modele nadzoru finansowego: sektorowy, zintegrowany oraz model *twin peaks*. Model sektorowy zakładał istnienie odrębnych instytucji nadzorujących poszczególne segmenty finansowe – sektor bankowy, ubezpieczeniowy i rynek kapitałowy, przy czym funkcję nadzoru bankowego sprawował zazwyczaj bank centralny. Model zintegrowany polegał na całkowitym lub częściowym łączeniu funkcji nadzorczych nad wszystkimi segmentami rynku finansowego w jednej instytucji o charakterze „meganadzorcy”. Model *twin peaks* przewidywał podział kompetencji między dwie instytucje – np. jedną odpowiedzialną za nadzór ostrożnościowy, drugą za ochronę konsumentów.

W Polsce koncepcja nadzoru zintegrowanego była traktowana jako reakcja na powstawanie coraz bardziej złożonych produktów i usług finansowych oraz konglomeratów finansowych, zacieranie się granic pomiędzy poszczególnymi segmentami rynku finansowego i ich produktami. Zintegrowany nadzór nad rynkiem finansowym miał mieć silniejszą pozycję w strukturze instytucjonalnej kraju niż nadzory sektorowe, a nadto pozwalał uniknąć powtarzania i pokrywania się kompetencji poszczególnych instytucji nadzorczych, a także zwiększyć przejrzystość celów działalności odpowiedzialności oraz stosowania przepisów. Wiązało się to z racjonalizacją nakładów i korzyściami skali w działalności nadzorczej.

Zwolennicy nadzoru sektorowego podnosili, że specyfika instytucji finansowych w poszczególnych sektorach przemawia przeciw integracji, szczególnie wobec różnych profili ryzyka czy charakteru sprawozdawczości, które znacznie utrudniają nadzorowanie na jednolitych zasadach. Przy czym przy odpowiednim podejściu do umocowania prawnego i organizacji nadzoru te przeciwwskazania można było traktować jako ambitne cele, których osiągnięcie potwierdzałoby w pełni zasadność budowy nadzoru zintegrowanego.

3. Proces legislacyjny i spory polityczne

Na tle sporów o wyższość jednego z modeli nadzoru istotne znaczenie miały procesy polityczne i siła głosów dominującej opcji politycznej¹⁰. Główną oś sporów politycznych była kwestia struktury organizacyjnej nowego nadzoru oraz jego uprawnień. Spory dotyczyły przede wszystkim tego, czy nadzór zintegrowany ma obejmować również sektor bankowy, czy pozostawić go w Narodowym Banku Polskim. Byli także zwolennicy usytuowania nadzoru zintegrowanego w NBP, jak i przeciwnicy tego rozwiązania. Ostatecznie zdecydowano o stopniowym integrowaniu wszystkich segmentów rynku finansowego. KNUiFE i KPWiG zostały scalo-

¹⁰ Proces tworzenia zintegrowanego nadzoru zapoczątkowały wybory parlamentarne jesienią 2005 r. Kierownictwo Ministerstwa Finansów było gotowe z propozycją ustawy w połowie roku 2006. Projekt ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym trafił do Sejmu w 2006 roku za rządu Kazimierza Marcinkiewicza, ale został ostatecznie przyjęty już za premierowania Jarosława Kaczyńskiego.

ne w KNF od razu, natomiast proces włączenia KNB został odłożony do 1 stycznia 2008 roku. W ramach dyskusji o nadzorze zintegrowanym podnoszono także potrzebę powołania sądu polubownego¹¹ przy KNF, objęcie nadzorem systemu spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych (SKOK)¹² oraz włączenie urzędu Rzecznika Ubezpieczonych¹³.

Proces legislacyjny ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym przebiegał bardzo sprawnie¹⁴.

4. Koncepcja nadzoru zintegrowanego w Polsce

Główne założenia ustawy o zintegrowanym nadzorze nad rynkiem finansowym w Polsce z 2006 r. wynikały z analizy doświadczeń międzynarodowych oraz uwzględnienia specyfiki krajowej. W szczególności KNF miała zapewniać prawidłowe funkcjonowanie, stabilność, bezpieczeństwo i przejrzystość rynku finansowego w celu ochrony interesów jego podmiotów i klientów. Przy czym ustawa była zwięzła i zawierała przede wszystkim przepisy ogólne, z możliwością ich konkretyzacji w innych aktach normatywnych, co z jednej strony czyniło odpowiedzialne za nie kierownictwo KNF, a z drugiej pozwalało na elastyczność operacyjną urzędu w sytuacjach szczególnych czy kryzysowych.

KNF miała sprawować nadzór nad sektorem bankowym, rynkiem kapitałowym, ubezpieczeniowym oraz emerytalnym, a także instytucjami płatniczymi i biurami usług płatniczych. W tym celu została wyposażona w szerokie uprawnienia obejmujące m.in. wydawanie zezwoleń na prowadzenie działalności przez instytucje finansowe, nakładanie kar w przypadku naruszenia prawa czy wydawanie zaleceń dla podmiotów nadzorowanych.

¹¹ Ostatecznie przyjęta w 2006 r. ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym przewidywała utworzenie sądu polubownego przy KNF.

¹² Przez wiele lat SKOK-i były nadzorowane głównie wewnętrznie przez Kasę Krajową SKOK. Kasa Krajowa pełniła funkcję koordynacyjno-paranadzorczą wewnątrz sektora. 5 listopada 2009 r. została uchwalona ustawa o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych („ustawa o SKOK”) jako regulacja ramowa działania kas. Jednakże na początkowym etapie ta ustawa nie oznaczała pełnego nadzoru KNF nad SKOK-ami. W październiku 2012 r. weszła w życie nowelizacja ustawy o SKOK, która formalnie objęła SKOK-i nadzorem KNF. Data: 27 października 2012 r. – od niej SKOK-i zostały objęte nadzorem KNF.

¹³ Instytucja Rzecznika Ubezpieczonych została utworzona w 1995 roku przy nowelizacji ustawy o działalności ubezpieczeniowej z 8 czerwca 1995 r. Wprowadzono wówczas do ustawy rozdział „Rzecznik Ubezpieczonych”, który formalnie określał jego zadania i kompetencje. 11 października 2015 r. weszła w życie ustawa z 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym. To ta ustawa przekształciła urząd Rzecznika Ubezpieczonych w szerszą instytucję – Rzecznika Finansowego.

¹⁴ Projekt ustawy trafił do Komisji Finansów Publicznych 13 lipca, a ustawa weszła w życie 4 września 2006 r., co umożliwiło powołanie pierwszego przewodniczącego KNF już 29 września 2006 r., a pierwsze posiedzenie KNF zorganizowano 9 października 2006 r.

Struktura organizacyjna KNF została oparta na modelu kolegialnym, z przewodniczącym – silnie umocowanym w procesie powoływania i odwoływania, jego zastępcach, a także przedstawicielami wskazanych w ustawie instytucji publicznych.

5. Wyzwania organizacyjne

Pierwszym wyzwaniem dla nowoutworzonego UKNF było zapewnienie ciągłości sprawowania nadzoru w okresie łączenia instytucji. Zmianie regulaminów i procedur towarzyszyła zmiana struktur organizacyjnych ukierunkowana na efekty synergii w ramach kompleksowego podejścia do rynku finansowego i ograniczenie kosztów działalności (np. pion polityk międzysektorowych, pion prawny, księgowość, kadry) z uwzględnieniem późniejszej inkorporacji do nadzoru bankowego.

Działania te pozwoliły na opracowanie jednolitego systemu raportowania i nadzoru nad całym rynkiem finansowym, co wiązało się z lepszym monitorowaniem powiązań między poszczególnymi segmentami rynku oraz identyfikacją ryzyka systemowego.

6. KNF wobec wyzwań globalnego kryzysu finansowego

Wkrótce po zorganizowaniu KNF i UKNF zostały skonfrontowane z wyzwaniami globalnego kryzysu finansowego (GKF) lat 2007–2009, zapoczątkowanego kryzysem kredytów subprime w Stanach Zjednoczonych, który błyskawicznie rozprzestrzenił się na inne rynki. Skutki GKF zaczęły być odczuwalne w Polsce w drugiej połowie 2008 r. m.in. poprzez działalność na krajowym rynku podmiotów zależnych od międzynarodowych grup finansowych. Dlatego priorytetowym działaniem nadzorcy krajowego było niedopuszczenie zainfekowania spółek-córek problemami z granicznych spółek-matek¹⁵.

KNF wymagała od banków codziennego raportowania o transakcjach zawieranych z zagranicznymi instytucjami, w tym z bankami-matkami, aby móc zapobiegać odpływowi środków z banków-córek do ich zagranicznych właścicieli. Regulacje i działania nadzorcze przyczyniły się do tego, wraz z innymi politykami publicznymi, że Polska była jedynym krajem w Unii Europejskiej, który uniknął recesji w latach 2008–2009, a wręcz przeciwnie, legitymowała się wzrostem gospodarczym. Nadto sektor bankowy nie wymagał pomocy publicznej, a średni współczynnik wypłacalności wzrósł o ponad jedną czwartą¹⁶.

¹⁵ Od lipca 2008 r. obowiązywała Uchwała nr 9/2007 KNB, nakładająca na banki obowiązek utrzymywania i raportowania nadzorowi ilościowych norm płynności, co poprawiło płynność banków i ograniczyło ryzyko kryzysu zaufania ze strony klientów.

¹⁶ W latach globalnego kryzysu finansowego (GKF) w państwach G20 pomoc publiczna dla sektora instytucji finansowych osiągnęła 3,7% PKB.

Oceniając syntetycznie powodzenie zarządzania kryzysowego w Polsce w latach 2007–2009, można przypisać:

- integracji procesów nadzorczych (wymiar instytucjonalny),
- wprowadzeniu norm płynności dla sektora bankowego (wymiar narzędzi nadzorczych),
- uprawnienia w zakresie obowiązku stosowania standardów nadzorczych (wymiar skuteczności egzekwowania).

7. Nadzór zintegrowany w perspektywie międzynarodowej

Doświadczenia polskie w zakresie nadzoru zintegrowanego wpisywały się w szerszy trend obserwowany w Europie. Koncepcja zintegrowanego nadzoru łączyła ze sobą elementy nadzoru mikroostrożnościowego oraz makroostrożnościowego, co wynikało z kompleksowego spojrzenia na rynek finansowy. Integracja rynków finansowych zarówno według kryterium produktów, jak i instytucjonalnego w ujęciu niemal globalnym, prowadziła do odpowiednich reakcji infrastruktury regulacyjnej i nadzorczej, ze szczególnym uwzględnieniem Unii Europejskiej. Klasycznym przykładem zintegrowanego nadzoru finansowego były rozwiązania brytyjskie, gdzie utworzono Financial Services Authority (FSA). Jednak GKF ujawnił pewne słabości tego modelu, co doprowadziło do jego reformy w Wielkiej Brytanii i przywrócenia części uprawnień nadzorczych Bankowi Anglii. Natomiast nadzór zintegrowany wprowadzono w następstwie GKF w Finlandii (2009 r.) i na Litwie (2012 r.). W strefie euro w tym okresie utworzono jednolity mechanizm nadzorczy (ang. Single Supervisory Mechanism – SSM), w ramach którego bezpośredni nadzór nad największymi bankami zaczął sprawować Europejski Bank Centralny¹⁷.

8. Ewolucja roli i zadań KNF

Rola i zadania KNF ewoluowały, dostosowując się do zmieniających się wyzwań rynkowych i regulacyjnych. Po okresie konsolidacji instytucji nadzoru KNF skupiła się na wzmacnianiu swojej pozycji jako nowoczesnego regulatora i nadzorcy. Struktura organizacyjna KNF została rozbudowana o nowe departamenty odpowiadające na pojawiające się wyzwania. Ilustruje to np. utworzenie Departamentu Cyberbezpieczeństwa, Departamentu Innowacji Finansowych FinTech, czy Departamentu Przeciwdziałania Praniu Pieniędzy.

Od początku KNF rozwijała także działalność w zakresie edukacji finansowej i komunikacji z uczestnikami rynku. Została wprowadzona „lista ostrzeżeń publicznych” (potocznie zwana „czarną listą”) zawierająca podmioty, których działalność budzi wątpliwości. Przy KNF utworzono także sąd polubowny, który rozpatruje spory pomiędzy instytucjami finansowymi a ich klientami.

¹⁷ Obecnie bezpośredniemu nadzorowi EBC podlega 113 podmiotów.

9. Niezależność nadzoru finansowego w Polsce

Kwestia niezależności KNF stanowi jeden z kluczowych aspektów jego funkcjonowania polskiego nadzoru finansowego. Przewodniczący KNF jest powoływany przez Prezesa Rady Ministrów, a jego odwołanie jest obwarowane przesłankami ustawowymi, co może zawierać w sobie ryzyko polityczne. Jednak kadencja przewodniczącego wynosi pięć lat, co zapewnia istotny poziom stabilności i niezależności operacyjnej. Warto zarazem podkreślić, że działalność KNF jest zdeterminowana jej statusem jako organu administracji publicznej, z konieczną autonomią w zakresie podejmowania decyzji nadzorczych i regulacyjnych.

W ostatnich latach ryzyko upolitycznienia nadzoru przejawiało się m.in. w próbach angażowania KNF w stymulowanie realizacji programów rządowych czy inicjatyw określonych grup klientów (np. wakacje kredytowe), co można uznać za niepokojący symptom, a jednocześnie pokusę nadużywania takiego wpływu w przeszłości.

10. KNF jako regulator i nadzorca

Podwójna rola KNF jako regulatora i nadzorcy oznacza, że instytucja ta nie tylko nadzoruje przestrzeganie przepisów, ale także aktywnie uczestniczy w tworzeniu nowych regulacji, szczególnie poprzez udział Ministra Finansów w składzie Komisji, a jednocześnie wykorzystując jego prawo inicjatywy legislacyjnej. Nadto istotną rolę odgrywają uchwały i rekomendacje KNF. Dualna rola KNF, jako regulatora i nadzorcy, zawiera w sobie ryzyko konfliktu interesów, gdy regulacje podlegają jej ocenie z punktu widzenia skuteczności. Przykładem tego są Zasady Ładu Korporacyjnego wydane przez KNF, których status prawny budził kontrowersje w środowisku prawniczym.

11. Proces zarządzania kryzysowego

Upadłość instytucji finansowych może mieć różnorodne skutki w zależności od wielkości i znaczenia danego podmiotu w systemie finansowym. W Polsce system ochrony został zorganizowany w sposób minimalizujący negatywne skutki takich zdarzeń.

W przypadku upadłości banku najważniejszą ochroną dla klientów jest system gwarantowania depozytów. Bankowy Fundusz Gwarancyjny gwarantuje zwrot środków zgromadzonych na rachunkach bankowych do wysokości równowartości 100 tys. euro. System ten sprawdza się w praktyce – w ostatnich latach wszystkie upadłości banków zostały obsłużone bez strat dla deponentów objętych gwarancją.

Dla kredytobiorców skutki upadłości banku są zazwyczaj ograniczone, ponieważ prawa i zobowiązania wynikające z umów kredytowych są zazwyczaj przejmowane przez inne instytucje finansowe. W przypadku firm ubezpieczeniowych funkcjonuje podobny system ochrony zarządzany przez Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny.

Polski system zarządzania kryzysowego sprawdził się dobrze. Od 1989 r. do 2024 r. w Polsce upadło łącznie 137 banków spółdzielczych i SKOK-ów, a także 6 banków komercyjnych. W większości przypadków upadłości te zostały obsłużone sprawnie, bez znaczących strat dla deponentów czy destabilizacji systemu finansowego.

W tym czasie polski system zarządzania kryzysami finansowymi ewoluował znacząco od czasu utworzenia KNF. Obecnie kluczową rolę odgrywa Komitet Stabilności Finansowej, w którego skład wchodzi przedstawiciele NBP, Ministerstwa Finansów, KNF i Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

System zarządzania kryzysowego w Polsce opiera się na kilku filarach. Pierwszym jest system gwarantowania depozytów zarządzany przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny, który chroni depozyty do wysokości 100 tys. euro na deponenta w jednym banku. Drugim filarem jest system przymusowej restrukturyzacji banków, który pozwala na uporządkowaną likwidację upadających instytucji bez narażania stabilności systemu finansowego.

12. Wyzwania związane z kierunkami przyszłej ewolucji modelu nadzoru nad rynkiem finansowym:

12.1. Stabilność finansowa jest dobrem publicznym

Stabilność finansowa jest uznawana za dobro publiczne, ponieważ korzyści z niej płynące są dostępne dla wszystkich uczestników gospodarki, niezależnie od ich bezpośredniego wkładu w jej utrzymanie. System finansowy pełni kluczową funkcję w alokacji kapitału i zarządzaniu ryzykiem, dlatego jego stabilność ma fundamentalne znaczenie dla funkcjonowania całej gospodarki.

Współcześnie wykluczenie podmiotów gospodarczych i ludności z korzystania z usług sektora finansowego jest niezasadne. W szczególności podstawowe usługi płatnicze, rozliczeniowe oraz związane z produktami depozytowymi i kredytowymi powinny być dostępne i bezpieczne dla wszystkich klientów instytucji finansowych, bez względu na ich poziom wiedzy ekonomicznej i cyfrowej, a jednocześnie ze względu na znaczenie pośrednictwa finansowego dla sprawnego funkcjonowania systemu społeczno-gospodarczego dostarczane przez profesjonalne podmioty i nadzorowane przez państwo.

Ta natura dobra publicznego uzasadnia interwencję państwa w postaci regulacji i nadzoru finansowego. KNF jako instytucja publiczna ma za zadanie chronić stabilność systemu finansowego przed działaniami podmiotów, które mogłyby zagrozić stabilności systemu poprzez maksymalizację wyłącznie krótkoterminowych zysków, pomijając potencjalne długofalowe negatywne konsekwencje swoich działań. Odnosi się to zarówno do spełniania standardów ostrożnościowych, jak i innych wymaganych prawem warunków, a także reputacji podmiotów rynkowych, pozwalającej zachować zaufanie klientów do systemu finansowego *en bloc*.

Zasada „Stabilność finansowa jest dobrem publicznym”¹⁸ była jednym z motywów przewodnich tworzenia nadzoru zintegrowanego oraz misją kierownictwa pierwszej kadencji w latach 2006–2011. Sformułowanie to kształtowało poczucie celu i sensu pracy osób zatrudnionych w nadzorze nad rynkiem finansowym.

12.2. Utopia samoregulacji

Koncepcja samoregulacji rynków finansowych zakłada, że mechanizmy rynkowe są wystarczające do zapewnienia stabilności i efektywności systemu finansowego, w szczególności sektora bankowego, który przez długi okres aspirował, aby banki traktować jako instytucje zaufania publicznego. Bankowcy wywodzili z tego, że cały sektor, a zwłaszcza duże banki, zaliczane do kategorii TBTF, SIFI, TITF, są zdolne do samoregulacji i przestrzegania najwyższych standardów zarówno etycznych, jak i ostrożnościowych, a ich działalność ma głównie na celu interes klientów, zaś w wymiarze makroekonomicznym – interes społeczeństwa i gospodarki. Tak postawiona teza wpadała w pułapkę kilku typów konfliktów interesów. Przykładowo, kierownictwo banku (każdej spółki handlowej) w pierwszej kolejności powinno działać w interesie swoich akcjonariuszy (oczywiście nie naruszając prawa). Po wtóre rozstrzyganie ewentualnych sporów pomiędzy podmiotami z wybranego sektora a ich klientami (w tym nieprofesjonalnymi) powinno być rozstrzygane poza izbami gospodarczymi zrzeszającymi te podmioty.

Koncepcja samoregulacji była popularna w domenie publicznej wielu krajów rozwiniętych, m.in. legitymizując zaufanie do podmiotów rynku finansowego przez instytucje państwa. Kryzys finansowy 2007–2009 drastycznie unaoczniał słabości a nawet wady tego podejścia, ujawniając, że rynki finansowe są podatne na m.in. bańki spekulacyjne, nadmierną koncentrację ryzyka i zachowania stadne. Ryzyka te mogą, i powinny być, monitorowane i zarządzane z poziomu profesjonalnego organu nadzoru, a nie pozostawione samym podmiotom czy sektorowi finansowemu. Nie wyklucza to współpracy i dialogu nadzorca z sektorem finansowym, choć nie w partnerskich ale zhierarchizowanych relacjach.

12.3. Średnioterminowa sprzeczność między polityką makroostrożnościową i polityką pieniężną w Polsce po 2015 r.

Polityka pieniężna prowadzona przez NBP koncentruje się przede wszystkim na utrzymaniu stabilności cen, podczas gdy polityka ostrożnościowa realizowana przez KNF ma na celu zapewnienie stabilności finansowej. Te cele mogą być rozłączne, a nawet sprzeczne, szczególnie w średnim horyzoncie czasowym. Stawia to na porządku dziennym pytanie o zasadność usytuowania uprawnień w zakresie

¹⁸ Sformułowanie „Stabilność finansowa jest dobrem publicznym” zostało ponadto upamiętnione jako napis w holu głównym nowego budynku KNF przy ul. Moniuszki i ul. Jasnej, oddanego do użytkowania w 2011 r. Towarzyszyło to jubileuszowi 5-lecia utworzenia KNF.

polityki makroostrożnościowej w KSF, z powierzeniem kierowania działalnością w zakresie polityki makroostrożnościowej NBP, a zarządzania kryzysowego Ministrowi Finansów¹⁹. Chodzi np. o konflikt interesów między stymulowaniem niskich stóp procentowych, jako czynnika wzrostu gospodarczego (jeżeli jest zgodny z celem inflacyjnym), a z drugiej strony może prowadzić do nadmiernego wzrostu akcji kredytowej i pogarszania wskaźników bezpieczeństwa banków. Z kolei w sytuacjach kryzysowych preferencje polityki pieniężnej mogą polegać na jej łagodzeniu, zaś polityka ostrożnościowa nadzoru wymaga wręcz jej zaostżenia. Zarysowane przykłady konfliktu interesów eksponują potrzebę merytorycznej współpracy NBP i KNF przy marginalizowaniu, a najlepiej braku obciążenia politycznego. Odpowiedniego zaadresowania wymaga także kwestia odpowiedzialności członków KSF, szczególnie w przypadkach materializacji ryzyka i zdarzeń kryzysowych.

12.4. Nadzór oparty na ryzyku vs. nadzór klasyczny

Zmiany w praktyce wymagają, aby klasyczna polityka nadzorcza, koncentrująca się na badaniu zgodności z regulacjami (ang. *compliance-based supervision*), była zastępowana nadzorem opartym na ryzyku (ang. *risk-based supervision*), w którym intensywność i zakres działań nadzorczych są dostosowywane do profilu ryzyka nadzorowanej instytucji. Polityka KNF i działania UKNF konsekwentnie rozwijają w praktyce model nadzoru oparty na ryzyku. Wprowadzane są bardziej zaawansowane metody oceny ryzyka, testy warunków skrajnych i indywidualne plany nadzorcze dla największych instytucji. Jednak proces ten jest ciągle rozwijany i wymaga dalszego doskonalenia metodologii i narzędzi analitycznych.

12.5. Prywatyzacja zysków i upublicznianie strat

Banki w swojej podstawowej działalności pełnią funkcję pośredników finansowych, transformujących termin (krótkie depozyty w znacznie dłuższe kredyty) i ryzyko (dywersyfikacja dawców kapitału i profesjonalizacja oceny zdolności kredytowej). W tym sensie banki można postrzegać jako „kupców ryzyka”, którzy zarabiają na przekształcaniu różnych rodzajów ryzyka (zasobu, terminu, jakości).

To podejście podkreśla, że przyjmowanie ryzyka jest naturalną funkcją banków, ale jednocześnie wymaga odpowiedniego zarządzania tym ryzykiem. Rola KNF polega na zapewnieniu, że banki dysponują kompetentnymi kadrami, odpowiednimi metodami i uprawnieniami do zarządzania przyjmowanym ryzykiem.

¹⁹ Ustawa o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym z dnia 5 sierpnia 2015 r. przeniosła kompetencje nadzoru makroostrożnościowego z KNF do Komitetu Stabilności Finansowej (KSF), któremu przewodniczy Prezes NBP, a obsługę KSF zapewnia NBP. W tej formule Przewodniczący KNF stał się jednym z czterech członków KSF.

Z drugiej strony coraz więcej unijnych i krajowych regulacji nadzorczych istotnie ogranicza poziom i sposób podejmowania ryzyka, w szczególności przez sektor bankowy. Przekroczenie tych granic, jak w przypadku instytucji finansowych w okresie GKF, prowadzi do kosztownych skutków, nie zawsze możliwych do zaabsorbowania przez podmiot, który je generuje. A skala lub powszechność wystąpienia kryzysu w podmiotach sektora finansowego zatracą rynkową istotę ich działania i może przekształcać się z kryzysów w skali mikro w kryzys makro. Materializacja kryzysu w skali makro wymaga interwencji państwa, choć po GKF podjęto działania na rzecz ograniczania ryzyka takiej interwencji zarówno poprzez odpowiednie instrumenty buforujące (np. MREL), instytucjonalne systemy ochrony (ang. *institutional protection scheme* – IPS), jak i wdrożenie koncepcji przymusowej restrukturyzacji (ang. *resolution*), która angażuje kapitały właścicieli i wybranych kategorii wierzycieli w pokrywanie strat niewypłacalnego banku. Jest to rozwiązanie, które ogranicza udział przeciętnego podatnika w kosztach przymusowej restrukturyzacji.

Ponadto odpowiednia polityka ostrożnościowa nadzoru może istotnie ograniczać ryzyko, które byłyby skłonne podejmować podmioty w warunkach rynkowych. Jednak nadzorca nie może zmusić podmiotów finansowych do podejmowania wyższego ryzyka niż same są w stanie zaakceptować. Zasada ta rzutuje na niesymetryczność możliwości prowadzenia polityki antycyklicznej przez nadzór nad rynkiem finansowym.

Zasada „prywatne zyski – publiczne straty” dotyczy sytuacji, w której zyski z działalności gospodarczej podmiotów są należne akcjonariuszom, natomiast w sytuacji wystąpienia straty w różny sposób zabiega się o interwencję państwa – środkami podatników – do ratowania bankrutów. W szczególności odnosi się to do banków, których aktywa są zwykle wielokrotnie wyższe od kapitałów akcjonariuszy spółek akcyjnych czy udziałowców w bankach spółdzielczych i finansowane ze środków obcych, głównie depozytów. sektora bankowego, którego kapitały (pieniądze akcjonariuszy) są nieproporcjonalnie mniejsze od poziomu depozytów, którymi zarządzają. W hipotetycznej sytuacji poniesienia istotnych strat i zagrożenia upadłością, państwo musi interweniować, aby nie doprowadzić do upadłości takiego podmiotu. Dotyczy to nie tylko wypłat depozytów, ale również ryzyka zarażenia całego systemu finansowego poprzez wzajemne powiązania. W rezultacie koszty i konsekwencje gospodarcze takiego zdarzenia byłyby dalece boleśniejsze niż punktowa pomoc publiczna. O ile nie istnieje możliwość pełnego zabezpieczenia się przed ryzykiem upadłości banków, to państwo w interesie podatników jest uprawnione do działań, które takie ryzyko obniżają, a także przenoszenia kosztów ewentualnych zdarzeń kryzysowych na sektor finansowy. Przykładem takich dodatkowych opłat może być podatek bankowy lub składki na Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG). KNF stara się przeciwdziałać temu problemowi również poprzez odpowiednie regulacje dotyczące kapitalizacji banków, systemów wynagrodzeń i zarządzania ryzykiem. Istnieją też mechanizmy typu *ex-post*. Wprowadzenie narzędzi *bail-in* w ramach systemu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków ma na celu przerzucenie części kosztów kryzysu na akcjonariuszy i wierzycieli banków, a nie na podatników.

12.6. Jedność uprawnień i odpowiedzialności

Czy państwo (dysponujące pieniędzmi podatników) powinno być odpowiedzialne za zdarzenia, na których zapobieganie realnie nie ma wpływu? Dylemat ten bardzo nabrał na znaczeniu po kryzysie finansowym lat 2007–2009. Wówczas rozpoczęto prace nad nową architekturą nadzorczą w Unii Europejskiej. Szczególnie w pierwszej fazie tworzenia nowych rozwiązań nadzorczych w UE dało się zauważyć silną skłonność państw goszczących (ang. *host-country*), w których działają spółki córki dużych, a nawet wielkich grup finansowych, do przenoszenia uprawnień nadzorczych nad tymi grupami do ich krajów macierzystych (ang. *mother-country*). A ponadto, co wystąpiło np. w Polsce – nadzorcy zadbali o nietransferowanie oszczędności z kraju goszczącego do macierzystego lub spółek córek w innych krajach. W rezultacie niektóre krajowe uprawnienia nadzorcze zostały przeniesione na poziom instytucji unijnych, co w przypadku dużych grup finansowych zwiększa szansę na skuteczne zarządzanie problemami w sytuacjach kryzysowych. W przypadku zdarzeń nagłych lub ewentualnych sporów na poziomie unijnym nadal otwarta jest kwestia zabezpieczenia się przed skalą i sposobem sięgnięcia do pieniędzy lokalnych podatników w procesie ratowania dużych międzynarodowych podmiotów.

Ubočną konsekwencją problemu umiędzynarodowienia krajowego systemu finansowego, a szczególnie bankowego, było zintensyfikowanie debaty i faktycznych działań na rzecz udomowienia banków, a w Polsce ich repolonizacji.

12.7. Równowaga regulacyjna

Polityka regulacyjna to „zbiór reguł gry”, które ustalają instytucje państwa. Sposób ich opracowywania, finalna treść, wreszcie egzekwowanie mogą stanowić istotne narzędzia polityki regulacyjnej. Zarówno nadmiar, jak i niedobór regulacji jest szkodliwy. Równowaga regulacyjna to stan, w którym regulacje są na tyle silne, by zapewniać stabilność i bezpieczeństwo systemu, ale jednocześnie na tyle elastyczne, by nie hamować rozwoju i innowacji. Zarówno ich nadmiar, jak i niedobór, prowadzą do niepożądanych skutków gospodarczych i systemowych. Szkodliwa jest również zbyt duża częstotliwość zmian regulacyjnych bo generuje niestabilność oraz niepewność co do kierunku polityki regulacyjnej, zwłaszcza gdy wprowadzana jest przez „zaskakiwanie”. W uproszczeniu.

Doświadczenia kryzysu finansowego lat 2007–2009 wskazują, że przed jego ujawnieniem w wielu krajach, zwłaszcza w USA, dominował niedobór regulacji, szczególnie w zakresie instrumentów pochodnych i rynku hipotecznego. W konsekwencji skutkowało to ogromnymi stratami i upadkiem instytucji finansowych. W reakcji na te procesy, po kryzysie nastąpiło zdecydowane zaostrzenie regulacji (np. Bazylea III, Dodd-Frank Act). A niektóre sektory oceniały je za zbyt kosztowne, a zwłaszcza ograniczające elastyczność działania. Szczególnie w tych krajach, gdzie instytucje finansowe nie były przygotowane na tak drastyczny zwrot w nastawieniu państwa do regulacji.

Nadmiar regulacji (tzw. *overregulation*) zwiększa koszty funkcjonowania dla instytucji finansowych, ogranicza innowacje i konkurencyjność, a także może prowadzić do przenoszenia działalności do mniej regulowanych jurysdykcji (*regulatory arbitrage*) albo powstawania instytucji, które oferują podobne usługi ale nie podlegają tak drastycznym wymaganiom. Z drugiej strony, niedobór regulacji (tzw. *underregulation*) sprzyja nadużyciom, spekulacjom i sytuacjom kryzysowym. Zwiększa się ryzyko upadłości instytucji finansowych, co może prowadzić do utraty zaufania do systemu finansowego.

Równowaga regulacyjna oznacza taki poziom i zakres regulacji, który chroni stabilność systemu (w tym przypadku dla rynku finansowego), zapewnia bezpieczeństwo uczestników rynku (np. konsumentów, inwestorów), nie tłumi innowacyjności i konkurencyjności sektora. Termin „równowaga regulacyjna” odnosi się do stanu, w którym system regulacji prawnych i instytucjonalnych (np. dotyczących rynku finansowego) jest optymalnie wyważony – tzn. nie jest ani zbyt rozbudowany i restrykcyjny, ani zbyt słaby i liberalny²⁰. Poszukiwanie „złotego środka” w regulacjach to jednak nie tylko kwestia ich liberalności lub restrykcyjności. Dodatkowe czynniki to ich przejrzystość, jednoznaczność, poziom złożoności.

Równowaga regulacyjna może być traktowana jako zagadnienie zdecydowanie szersze i wykraczające poza obszar nadzorowania rynku finansowego. Przykładowo może dotyczyć również sfery podatkowej i wielu aspektów codziennego funkcjonowania firm i obywateli. Jest to problematyka o szczególnym znaczeniu z perspektywy konkurowania rozwiniętych gospodarek o kapitał ludzki i podstawy do dalszego rozwoju w XXI w. W kontekście globalnej konkurencji w XXI wieku, państwa będą konkurować o obywateli i przedsiębiorców zarówno jakością życia (dostęp do szkół, opieki zdrowotnej, kultury, łatwość i koszt załatwiania podstawowych spraw urzędowych), ale także przyjaznym systemem podatkowym i innymi ograniczeniami o charakterze regulacyjnym.

Podsumowanie i perspektywy

Utworzenie KNF w 2006 roku stanowiło przełomowy moment w rozwoju polskiego nadzoru finansowego. Proces tworzenia zintegrowanego nadzoru był długotrwały i nie był pozbawiony polemik co do jego optymalnego charakteru i struktury w Polsce, ale ostatecznie przyniósł wymierne korzyści dla stabilności i rozwoju krajowego systemu finansowego. Dowodzi tego m.in. brak perturbacji na rynku finansowym w okresie GKF. Ponadto warto podkreślić zdolność tej instytucji do szybkiego reagowania na zagrożenia i efektywnej koordynacji działań w ramach systemu

²⁰ W 1998 roku Ricki Helfer – była Przewodnicząca FDIC, na Światowym Kongresie Gwarantów Depozytów w Waszyngtonie mówiła: *Między bezpieczeństwem a swobodą nie ma żadnej sprzeczności. Albo będziemy mieli oba te dobrodziejstwa, albo żadnego*. Sens tej idei jest często przypisywany Benjaminowi Franklinowi, który w XVIII wieku, pisał: *Those who would give up essential Liberty, to purchase a little temporary Safety, deserve neither Liberty nor Safety*.

bezpieczeństwa finansowego. Nie zawsze jednak zidentyfikowane zagrożenia były odpowiednio traktowane przez instytucje poza siecią bezpieczeństwa finansowego.

Skuteczność działania KNF w modelu zintegrowanego nadzoru nie powinna przesłaniać ryzyka politycznego wpływu na preferowane rozwiązania czy decyzje, wyzwania efektywnego dostosowywania do rewolucji technologicznej w sektorze finansowym i towarzyszących temu ryzyk, w tym nabierającego coraz większego znaczenia cyberbezpieczeństwa. Dochodzą do tego nowe wyzwania, jak np. zarysowujący się trend deglobalizacji, budowanie odporności na konsekwencje napięć globalnych czy konfliktów zbrojnych. Nie bez znaczenia jest bardzo silna polaryzacja społeczeństwa, a także populistyczne wspieranie roszczeniowych postaw klientów. *Last but not least* racjonalne a nie emocjonalne podejście do koncepcji zrównoważonego rozwoju a w szczególności realizacji celów i zadań ESG.

Bibliografia

Bełdowski J. *Zintegrowany nadzór nad rynkiem finansowym – przypadek Komisji Nadzoru Finansowego w Polsce*, Ośrodek Myśli Politycznej, Forum polsko-czeskie, www.omp.org.pl (dostęp 8.01.2014).

Cichocki M.A., *Władza w czasach kryzysu*, Ośrodek Myśli Politycznej, www.omp.org.pl (dostęp 29.12.2012).

EBC, *Opinia Europejskiego Banku Centralnego z 9 marca 2006 r.*, CON/2006/15.

Góral L. (2006), *Opinia do projektu ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym*, Biuro Analiz Sejmowych, druk nr 654, Warszawa.

Grodziska-Modzelewska B. (2023), *Zintegrowany model nadzoru nad rynkiem finansowym w Polsce jako wypadkowa historycznych koncepcji nadzoru*, Uniwersytet Wrocławski.

Gromek T., Pawlikowski A., Reich A., Szczepańska O. (2009), *Instytucjonalna organizacja nadzoru finansowego w krajach Unii Europejskiej*, Departament Systemu Finansowego NBP, listopad, Warszawa.

Holzer R., *Jak rozwijał się kryzys 2007–2009 – infografika, kalendarium*, www.obserwatorfinansowy.pl (dostęp 18.10.2009).

Kluza S. (2011), *Mechanizm narastania niestabilnej akcji kredytowej w krajach konwergujących do strefy euro*, Ekonomiczno-Informatyczny Kwartalnik Teoretyczny, październik-grudzień 30, Uczelnia Vistula, Warszawa.

Kluza S. (2011), *The financial crisis of 2008–2009: the financial supervision perspective*, Poznan University of Economics Review 1(11), Poznan University of Economics Press.

Kluza S. (2012), *Stabilność finansowa jako dobro publiczne*, [w:] *Przygotowania obronne w działaniach administracji rządowej*, Z. Piątek, S. Olearczyk (red.), Warszawa.

Kluza S., Wędrychowski M. (2012), *Financial Supervision Independence*, [w:] *Kryzys finansowy – przebieg i skutki społeczno-gospodarcze w Europie Środkowej i Wschodniej*, S. Partycki (red.), Wydawnictwo KUL.

KNB, Uchwała Komisji Nadzoru Bankowego nr 9/2007 z dnia 13 marca 2007 r. w sprawie ustalenia wiążących banki norm płynności, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/u9_2007_8540.pdf (dostęp 1.10.2025).

KNF (2011), *Komisja Nadzoru Finansowego. Pięć lat działalności*, Materiały i opracowania Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa, czerwiec.

KNF (2010), *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2010*, UKNF, Warszawa.

KNF (2019), „Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego”; UKNF.

Marchewka-Bartkowiak K. (2018), *Nowa architektura europejskiego systemu finansowego*, Studia BAS nr 1(53), Biuro Analiz Sejmowych, Kancelaria Sejmu, Wydawnictwo Sejmowe Kancelarii Sejmu, Warszawa.

Minister Finansów, Zarządzenie nr 25 Ministra Finansów z dnia 14 września 2006 r. w sprawie utworzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego (t.j. Dz. Urz. MF z 2014 r., poz. 50).

NBP (2020), Raport o stabilności systemu finansowego.

NBP (2025), Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.

Nowak-Far A. (2008), *Stosowanie acquis de l'Union przez administrację publiczną państw członkowskich Unii Europejskiej*, [w:] *Administracja publiczna. Wyzwania w dobie integracji europejskiej*, J. Czaputowicz (red.), Warszawa.

Nowak-Far A. (2009), *Narzędzia Unii Europejskiej w przeciwdziałaniu skutkom światowego kryzysu finansowego*, [w:] *Unia Europejska wobec kryzysu ekonomicznego*, J. Osiński (red.), Warszawa.

Nowak-Far A. (2009), *Przeciwdziałanie skutkom światowego kryzysu finansowego w Unii Europejskiej*, [w:] *Wymiary kryzysu. Między praktyczną teorią a wirtualną praktyką*, J. Osiński (red.).

Nowak-Far A., Itrich-Drabarek J. (2008), *Polska administracja publiczna w procesie dostosowania do Unii Europejskiej*, „Przegląd Europejski”, nr 1.

Romanowski M., Weber-Elżanowska A.M. (2016), *Kilka refleksji na temat kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego do wydania Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 3.

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. z 2023 r., poz. 753 ze zm.).

Ustawa z dnia 7 listopada 2008 r. o Komitecie Stabilności Finansowej (Dz. U. z 2008 r., nr 209, poz. 1317).

https://www.knf.gov.pl/o_nas/urzed_komisji/dane_teleadresowe_struktura (dostęp 1.10.2025).

Nicolas Veron^{*}
n.veron@bruegel.org

Europejska Unia Oszczędności i Inwestycji: co z niej będzie miała Polska?

Streszczenie

Projekt utworzenia jednolitego rynku usług finansowych Unii Europejskiej (UE), niedawno przemianowanego na Unię Oszczędności i Inwestycji (SIU), ma na celu przełamanie barier izolujących systemy finansowe poszczególnych krajów UE od reszty gospodarki UE. Biorąc pod uwagę dynamiczny rozwój gospodarczy wymagający dużego kapitału oraz stosunkowo słaby rozwój sektora finansowego, Polska ma więcej do zyskania niż większość innych państw członkowskich UE na postępach w kierunku utworzenia SIU.

Słowa kluczowe: Unia Oszczędności i Inwestycji, Unia Europejska, integracja rynku kapitałowego

Kody JEL: G15, G28, G30

The European Savings and Investment Union: What Will Poland Get Out of It?

Abstract

The project of building a single European Union (EU) market for financial services, recently rebranded as Savings and Investments Union (SIU), aims at breaking the barriers that isolate each EU country's financial system from the rest of the EU economy. Given its capital-hungry economic dynamism and relative lack of financial development, Poland has more to gain than most other EU member states from progress towards SIU.

Keywords: capital market integration, Savings and Investments Union, European Union

JEL Codes: G15, G28, G30

^{*} Nicolas Véron – pracownik naukowy w Bruegel oraz w Peterson Institute for International Economics w Waszyngtonie.

1. Czym jest Unia Oszczędności i Inwestycji?

Koncepcja i terminologia SIU zostały zapoczątkowane w raporcie na temat jednolitego rynku autorstwa Enrico Letty z kwietnia 2024 r., a następnie poparte przez ponownie wybraną przewodniczącą Komisji Europejskiej Ursulę von der Leyen w jej inauguracyjnym przemówieniu programowym przed Parlamentem Europejskim w lipcu (Letta 2024, s. 11; von der Leyen 2024, s. 11).

Chociaż nazwa jest nowa, koncepcja nie jest nowością. Pierwsze dogłębne badania i działania Komisji Europejskiej na rzecz ponadnarodowej integracji systemu finansowego sięgają 1966 r., kiedy to opublikowano szczegółowy dokument zatytułowany „Rozwój europejskiego rynku kapitałowego”, znany również jako raport Segré, ponieważ został napisany przez grupę kierowaną przez urzędnika Komisji Claudio Segré (Komisja EWG 1966). Komentując raport Segré w tamtym czasie, znany naukowiec Charles Kindleberger stwierdził, że w Europie: *wiele wad funkcjonowania krajowych rynków kapitałowych i słabości instytucjonalnych można przezwyciężyć poprzez ich stopniową integrację, ponieważ wady funkcjonowania krajowych rynków papierów wartościowych wynikają głównie z ich wąskiego zakresu i rozdrobnienia* (Kindleberger 1967, s. 657–658). Prawie sześćdziesiąt lat później ta sama diagnoza jest powszechnie podzielana przez europejską społeczność analityczną i stanowi podstawę wizji SIU.

Obserwacja ta nie oznacza jednak, że w międzyczasie nie osiągnięto żadnego postępu. Główne inicjatywy polityczne UE, szczególnie w ciągu ostatnich trzydziestu lat, zbliżyły europejski system do ideału jednolitego rynku finansowego. Przepisy dotyczące usług finansowych i obowiązujące regulacje zostały stopniowo zharmonizowane, co zwiększyło wiarygodność koncepcji „jednolitego zbioru przepisów”, po raz pierwszy oficjalnie sformułowanej w przełomowym raporcie grupy kierowanej przez byłego bankiera centralnego Jacques’a de Larosièrę w szczytowym momencie wielkiego kryzysu finansowego (Komisja Europejska 2009).

Oprócz tworzenia przepisów wprowadzono mechanizmy zapewniające spójne wdrażanie i egzekwowanie przepisów, zazwyczaj w wyniku kryzysów. Na początku 2011 r. UE utworzyła trzy agencje w celu wspierania konwergencji praktyk nadzorczych w całej Europie, zastępując poprzednie komitety, które nie miały żadnej wiążącej władzy. Te trzy agencje to: Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) w Londynie (przeniesiony później do Paryża w następstwie brexitu), Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) we Frankfurcie oraz Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), również w Paryżu. ESMA wkrótce uzyskała bezpośrednie uprawnienia nadzorcze w odniesieniu do ograniczonych segmentów rynku, na przykład agencji ratingowych w 2011 r. i repozytoriów transakcji w 2013 r.¹ Następnie strefa euro połączyła mikroostrożnościowy nadzór bankowy pod nadzorem Europejskiego Banku Centralnego (EBC), który zaczął obowiązywać od listopada 2014 r. Wkrótce

¹ Ujawnienie informacji: autor od dawna pełni funkcję niezależnego dyrektora niewykonawczego w jednym z repozytoriów transakcji nadzorowanych przez ESMA, spółce zależnej należącej w całości do amerykańskiej Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

potem w Brukseli utworzono Jednolitą Radę ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (SRB), aby pomóc w zarządzaniu przyszłymi upadłościami znaczących banków strefy euro. W 2024 r. we Frankfurcie rozpoczęła działalność Unijna Agencja ds. Przeciwdziałania Praniu Pieniędzy (AMLA), która od 2028 r. ma pełnić bezpośrednią funkcję nadzorczą w zakresie przeciwdziałania praniu pieniędzy (AML) w odniesieniu do wybranych podmiotów w całej UE, w tym w Polsce.

W obecnej sytuacji ramy polityki UE są jednak dalekie od pełnej integracji. W wielu segmentach rynku przepisy są dalekie od jednolitości, a między przepisami krajowymi i unijnymi zachodzą złożone interakcje. Większość zadań nadzorczych jest wykonywana na poziomie krajowym, w tym w odniesieniu do większości segmentów rynków kapitałowych (takich jak zarządzający aktywami, firmy inwestycyjne i infrastruktury rynkowe), audytu i rachunkowości, ubezpieczeń, nadzoru makroostrożnościowego i ochrony konsumentów w bankach, a także nadzoru mikroostrożnościowego i restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków spoza strefy euro. Poza przeciwdziałaniem praniu pieniędzy UE nie podjęła w ciągu ostatnich dziesięciu lat żadnych znaczących kroków legislacyjnych w kierunku integracji polityki finansowej, mimo że od 2014 r. zaczęła promować pozornie ambitny program unii rynków kapitałowych (CMU). W semantyce Komisji Europejskiej CMU jest obecnie podzbiorem wszechstronnej SIU, która obejmuje również sektory bankowości i ubezpieczeń.

Komisja, kierując się słusznymi względami, przed przedstawieniem wniosków legislacyjnych dotyczących nowych inicjatyw przeprowadza szerokie konsultacje, w związku z czym ogłoszenie w zeszłym roku inicjatywy SIU nie przełożyło się jeszcze na konkretne działania w momencie sporządzania niniejszego dokumentu. W marcu 2025 r. Komisja opublikowała komunikat określający ogólną strategię i kolejność działań mających na celu realizację wizji SIU, wraz z załącznikiem zawierającym 22 poszczególne działania, z których 14 wiąże się (przynajmniej potencjalnie) z nowymi przepisami (Komisja Europejska 2025, s. 18–19). Spośród tych ostatnich tylko przegląd przepisów dotyczących sekurytyzacji został już opublikowany w połowie czerwca. (W lutym 2025 r. Komisja zaproponowała wprowadzić zmiany w przepisach dotyczących obowiązkowych ujawnień informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem, ale wykracza to poza zakres SIU w jej rozumieniu). Jak zwykle w UE, inicjatywy nielegislacyjne, takie jak sprawozdania, zalecenia i komunikaty, mogą mieć pewną wartość jako inspiracja dla reform krajowych lub przygotowanie gruntu pod kolejne inicjatywy na szczeblu UE, ale ich wpływ i znaczenie są zazwyczaj mniejsze niż w przypadku prawodawstwa UE, czy to w formie dyrektyw lub rozporządzeń (mających bezpośrednie zastosowanie), czy też dyrektyw (wymagających transpozycji do prawa krajowego każdego z państw członkowskich).

Po dokładnym przeanalizowaniu załącznika do komunikatu Komisji Europejskiej z marca dotyczącego SIU, dwa tematy wydają się potencjalnie istotne. Po pierwsze, przed końcem 2025 r. Komisja przedstawi wniosek ustawodawczy w sprawie „bardziej zintegrowanego i skutecznego nadzoru” nad rynkami kapitałowymi. Po drugie, w ciągu 2026 r. opublikuje „sprawozdanie na temat systemu bankowego na jednolitym rynku, w tym ocenę konkurencyjności”. Powszechnie oczekuje się,

że ten ostatni będzie zawierał przegląd ram unii bankowej w strefie euro, co może pociągać za sobą utworzenie ponadnarodowego systemu gwarancji depozytów (wspomnianego w komunikacie jako prace „w toku”), ale także reformy regulacyjne dotyczące skoncentrowanej ekspozycji banków na dług państwowy w strefie euro (Véron 2024). Jednocześnie oczekuje się, że raport będzie zawierał ocenę mikro- i makroostrożnościowych wymogów wobec banków, opartą między innymi na ramach Bazylea III, które zostały ustanowione na poziomie globalnym przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego w kilku etapach w latach 2010–2017.

Nadzór nad rynkiem kapitałowym i reforma polityki sektora bankowego, która dotyczy głównie strefy euro, wydają się być najbardziej istotnymi obszarami dyskusji legislacyjnej w ramach SIU w bieżącej kadencji legislacyjnej UE, kończącej się w 2029 r. – zakładając, że w międzyczasie nie dojdzie do niestabilności finansowej, która spowodowałaby ponowną ocenę priorytetów. Natomiast obszary, które cieszą się dużym zainteresowaniem retorycznym, ale ostatecznie dotyczą krajowych modeli społecznych, takie jak reforma prawa upadłościowego, ramy emerytalne, finansowanie mieszkalnictwa i oczywiście opodatkowanie i finansowanie rządowe, wydają się mało prawdopodobne, aby w najbliższym czasie stały się przedmiotem ambitnych przepisów UE, nawet jeśli w niektórych z tych dziedzin można rozważać wprowadzenie znaczących reform na poziomie poszczególnych państw członkowskich.

2. Stanowisko i interesy Polski

Z potencjalnego programu UE aspekty unii bankowej nie mają wpływu na Polskę, a przynajmniej nie w najbliższej przyszłości, ponieważ wydaje się, że kraj ten nie jest skłonny do przystąpienia do unii bankowej, a tym bardziej do przyjęcia euro jako swojej waluty. Polska opinia publiczna podchodzi ostrożnie do przyjęcia euro, podobnie jak w Czechach, a znacznie bardziej niż na Węgrzech i w Rumunii (Bar-tuśek 2025). Tymczasem postrzeganie przyjęcia euro w Danii i Szwecji ewoluuje w zmieniającym się kontekście geopolitycznym Europy Północnej. Coraz bardziej prawdopodobne staje się, że Polska może być ostatnim krajem UE, który kiedykolwiek przyjmie wspólną walutę.

Zasadniczo istnieje możliwość przystąpienia do unii bankowej bez decyzji o przyjęciu euro. Jednak dotychczasowe doświadczenia wskazują, że jest to atrakcyjne tylko dla krajów, które obrały drogę do ostatecznego przyjęcia euro, jak miało to miejsce w przypadku Chorwacji i Bułgarii, które przystąpiły do unii bankowej w 2020 r. W rezultacie w dającej się przewidzieć przyszłości podstawowym scenariuszem dla Polski jest pozostanie poza strefą euro i unią bankową.

Interesy Polski i perspektywy polityczne są bardziej niejednoznaczne w zbliżającej się debacie UE na temat integracji nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Z jednej strony wśród polskich elit i opinii publicznej panuje powszechna opinia, że *status quo* w tej dziedzinie służy dobrze interesom kraju. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest kultowym narodowym liderem o znacznej sile symbolicznej, o czym świadczy

fakt, że początkowo miała ona siedzibę w dawnym budynku polskiej partii komunistycznej, co stanowi metaforę transformacji postkomunistycznej. Większość udziałów w niej posiada państwo polskie, a powiązane infrastruktury rynkowe (centralna izba rozliczeniowa, centralny depozyt papierów wartościowych, repozytorium transakcji) są w dwóch trzecich własnością państwa. Po pewnych zawirowaniach w połowie pierwszej dekady XXI wieku krajowy organ nadzoru finansowego (KNF, Komisja Nadzoru Finansowego) ma ugruntowaną pozycję i cieszy się szacunkiem.

Z drugiej strony, większa integracja transgranicznych rynków kapitałowych przyniosłaby Polsce większe korzyści niż większości innych krajów UE ze względu na dynamikę jej sektora przedsiębiorczości, który ze względu na swoją strukturę potrzebuje do rozwoju kapitału wysokiego ryzyka. W najnowszym badaniu przeprowadzonym przez ekonomistów z Banku Francji podjęto próbę ilościowego określenia tego intuicyjnego wpływu (Gossé, Jehle 2024). Według symulacji autorów, na rynku ogólnounijnym, na którym zniknęła obecna tendencja do preferowania krajowych akcji, a wielkość rynków kapitałowych w stosunku do PKB uległa dalszej konwergencji, udział polskich akcji w optymalnym portfelu europejskim wzrósłby ponad trzykrotnie, a w portfelach francuskich lub niemieckich nawet ponad dwudziestokrotnie. Innymi słowy, popyt na polskie akcje notowane na giełdzie wzrósłby dramatycznie, przyczyniając się do łatwiejszego dostępu do kapitału wysokiego ryzyka dla bardziej dynamicznej części polskiej gospodarki. Polscy oszczędzający i inwestorzy skorzystaliby jednocześnie z lepszych i bardziej zróżnicowanych możliwości inwestycyjnych². Poprawa warunków finansowania miałaby największy wpływ na przedsiębiorstwa wysokiego ryzyka, które nie mogą polegać wyłącznie na tradycyjnych kredytach bankowych, w tym na nowe lub rozwijające się polskie firmy związane z sektorem obronnym i/lub rynkami ukraińskimi.

Ponadto odpowiedni program polityczny można wdrożyć w sposób, który nie podważa dalszego istnienia polskiego rynku krajowych liderów – oczywiście pod warunkiem, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie będzie skutecznie konkurować na równych zasadach. W tym kontekście zalecenie zawarte w raporcie Draghiego, aby: *UE dążyła do stworzenia jednej platformy centralnego kontrahenta (CCP) i jednego centralnego depozytu papierów wartościowych (CSD) dla wszystkich transakcji papierami wartościowymi* (Draghi 2024, s. 65), jest zbyt ogórne i niepotrzebne. Potrzebny jest projekt nadzoru rynku kapitałowego, który: po pierwsze zapewni lepsze zachęty do stworzenia prawdziwego jednolitego rynku kapitałowego, który zapewniłby równy i lepszy dostęp do finansowania dla przedsiębiorstw oraz lepsze możliwości dla inwestorów, a po drugie zwiększy lub przynajmniej utrzyma poziom skuteczności nadzoru w każdym środowisku krajowym, a mianowicie osiągnie co najmniej taką samą wydajność jak *status quo* w zakresie zrozumienia lokalnych specyfik i praktyk, egzekwowania obowiązujących przepisów i zarządzania odpowiednim ryzykiem.

² Autor jest wdzięczny Jean-Baptiste Gossé za wyjaśnienia i uzupełniające obliczenia oparte na opublikowanym artykule, do którego odwołuje się w niniejszym tekście.

Pierwsze z tych dwóch kryteriów sugeruje odejście od *status quo*, w którym istnieje 27 krajowych organów nadzoru rynku kapitałowego uzupełnionych przez ESMA, na rzecz jednego organu nadzoru. W tym celu istniejąca ESMA zostałaby przekształcona w znacznie większą organizację. Drugie kryterium sugeruje, że organizacja ta powinna opierać się na zasadach decentralizacji operacyjnej i tzw. neutralności lokalizacji, czyli nie powinna faworyzować żadnego konkretnego centrum finansowego w ramach rynku kapitałowego, który prawdopodobnie przez długi czas pozostanie wielośrodkowy: kilka centrów finansowych UE, które nadal będą ze sobą konkurować. Warszawa prawdopodobnie pozostanie jednym z nich, ponieważ wykazała się zdolnością do pokonania konkurentów w segmentach, w których nie występują zakłócenia konkurencji ze strony krajowych organów nadzoru, takich jak hurtowe usługi bankowe typu *back-office* na jednolitym rynku UE (McMurray 2025).

Wbrew powszechnym błędnym przekonaniom, dwa wyżej wymienione kryteria w żadnym wypadku nie wykluczają się wzajemnie. Ewentualny projekt jednolitego organu nadzoru rynku kapitałowego UE lub wzmocnionej ESMA przewiduje utworzenie krajowych biur we wszystkich państwach członkowskich; niektóre z tych biur krajowych przejęłyby ogólnounijne uprawnienia koordynacyjne w odniesieniu do danego segmentu rynku objętego nadzorem. Rozbudowana ESMA zastąpiłaby krajowe organy nadzoru rynku kapitałowego w każdym państwie członkowskim, a przeniesienie obowiązków zostałoby zakończone we wszystkich odpowiednich segmentach rynku pod koniec dziesięcioletniego okresu przejściowego. Byłaby ona prawdopodobnie od dziesięciu do dwudziestu razy większa niż obecna, a ponad dwie trzecie jej pracowników znajdowałoby się poza krajem siedziby głównej we Francji. Łączyłaby ona znajomość rynku, neutralność lokalizacyjną i powiązania z lokalnymi interesariuszami z podejściem opartym na jednolitym rynku, co jest strukturalnie niemożliwe do osiągnięcia w przypadku krajowych organów nadzoru odpowiedzialnych przed krajowymi interesariuszami (Véron 2025).

Oczywiście organy krajowe nie znikną z krajobrazu. W przypadku Polski KNF zachowa swoje uprawnienia w zakresie nadzoru ostrożnościowego i nadzoru nad prowadzeniem działalności przez banki, ubezpieczycieli i fundusze emerytalne. Polska, będąca największym krajem UE spoza strefy euro, może również spodziewać się odgrywania znaczącej roli w nowej, wzmocnionej ESMA, w tym w zakresie kluczowych stanowisk w jej zarządzie i wśród personelu.

Podsumowując, w ostatnich debatach w Polsce pojawiały się sporadyczne tendencje do utrzymania *status quo* w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Jednak opcja ta nie leży w najlepszym interesie Polski, ponieważ kraj ten ma wiele do zyskania dzięki integracji rynków kapitałowych UE. Być może nadszedł czas, aby polskie zainteresowane strony, podobnie jak ich odpowiedniki w innych krajach UE, rozważyły przyjęcie bardziej przyszłościowego stanowiska w trwającej dyskusji na temat przekształcenia europejskiej unii oszczędności i inwestycji z wizji w rzeczywistość.

Bibliografia

- Bartůšek P. (2025), *Able but unwilling, willing but unable: Central Europe's euro dilemma*, *VoxEurop*, maj, <https://voxeurop.eu/en/central-europe-euro-dilemma/>
- Draghi M. (2024), *Przyszłość europejskiej konkurencyjności – część A: Strategia konkurencyjności dla Europy* – raport dla Komisji Europejskiej, wrzesień, https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en
- Komisja EWG (1966), *Rozwój europejskiego rynku kapitałowego* – raport grupy ekspertów powołanej przez Komisję Europejskich Wspólnot Gospodarczych (raport Segré), listopad, <https://aei.pitt.edu/31823/>
- Komisja Europejska (2009), *Raport grupy wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE pod przewodnictwem Jacques'a de Larosiére'a* (raport Larosiére'a), luty, https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf
- Komisja Europejska (2025), *Strategia unii oszczędności i inwestycji mająca na celu zwiększenie możliwości finansowych obywateli i przedsiębiorstw UE*, Komunikat COM(2025) 124, marzec, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025DC0124>
- Gossé J.-B., Jehle C. (2024), *Korzyści z dywersyfikacji na rynkach kapitałowych UE: dowody z portfeli akcji*, *Economic Modelling* 135, czerwiec, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0264999324000816>
- Kindleberger C. (1967), *Recenzja pracy: Le développement d'un marché européen des capitaux – Rapport d'un Groupe d'Experts constitué par la Commission de la CEE*, *American Economic Review* 57(3), czerwiec, <https://www.jstor.org/stable/1812157?seq=1>
- Letta E. (2024), *Wiele więcej niż rynek* – raport dla Rady Europejskiej, kwiecień, <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- von der Leyen U. (2024), *Wybór Europy: wytyczne polityczne dla następnej Komisji Europejskiej na lata 2024–2029*, Komisja Europejska, lipiec, https://commission.europa.eu/document/download/e6cd4328-673c-4e7a-8683-f63ffb2cf648_en
- McMurray A. (2025), *Czy musisz przeprowadzić się do Polski, aby zachować pracę w branży technologii finansowych?*, *eFinancialCareers*, luty, <https://www.efinancialcareers.com/news/tech-jobs-finance-poland-warsaw>
- Véron N. (2024), *Dziesięć lat unii bankowej w Europie: niedokończona, ale transformacyjna*, Bruegel, czerwiec, <https://www.bruegel.org/book/europes-banking-union-ten-unfinished-yet-transformative>
- Véron N. (2025), *Przełamanie impasu: jeden organ nadzoru, aby uwolnić europejską unię rynków kapitałowych*, Bruegel Blueprint 35, czerwiec, <https://www.bruegel.org/book/breaking-deadlock-single-supervisor-unshackle-europes-capital-markets-union>

Łukasz Kurowski*

ORCID: 0000-0002-3306-4276

lkurow@sgh.waw.pl

Zmiana klimatu a stabilność finansowa: analiza tematyczna literatury z wykorzystaniem BERTopic¹

Streszczenie

Artykuł analizuje powiązania pomiędzy zmianą klimatu a stabilnością finansową w literaturze naukowej. Zastosowano metodę BERTopic do analizy ponad tysiąca abstraktów publikacji indeksowanych w Scopus, a uzyskane wyniki zweryfikowano na zbiorze abstraktów z Web of Science. Wyniki wskazują na dominację tematów związanych z polityką klimatyczną i ryzykiem transformacji, których znaczenie wyraźnie wzrosło po 2015 roku. Jednocześnie w badaniach naukowych zauważalne są wątki dotyczące ryzyka fizycznego – m.in. katastrof klimatycznych, zasobów wodnych czy ryzyka powodziowego – choć są one słabiej reprezentowane. Szczególnie widoczna jest luka w zakresie bezpośrednich odniesień do celów polityki makroostrożnościowej. Analiza porównawcza ujawnia także zróżnicowanie geograficzne: w krajach prowadzących intensywną politykę klimatyczną (np. kraje UE) dominują badania nad ryzykiem transformacji, podczas gdy w regionach szczególnie narażonych na ekstremalne zdarzenia pogodowe (np. Indie) akcent kładziony jest na ryzyko fizyczne. Analizy przeprowadzone na bazie abstraktów z Web of Science potwierdzają wnioski wyciągnięte przy wykorzystaniu artykułów z bazy Scopus. Wyniki badania podkreślają potrzebę dalszego rozwijania badań nad integracją ryzyk klimatycznych w polityce makroostrożnościowej.

Słowa kluczowe: zmiana klimatu, stabilność finansowa, BERTopic, polityka makroostrożnościowa

Kody JEL: G01, G28, Q54, Q58

* Łukasz Kurowski – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Uniwersytet Warszawski.

¹ Tekst został napisany w ramach badań realizowanych w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie (nr KZiF/S25:1.26.).

Climate Change and Financial Stability: A Thematic Analysis of the Literature Using BERTopic

Abstract

This article examines the links between climate change and financial stability in the scientific literature. The BERTopic method was applied to analyze over one thousand abstracts of publications indexed in Scopus, and the results were validated using a dataset from Web of Science. The findings indicate the dominance of topics related to climate policy and transition risks, whose importance has increased significantly after 2015. At the same time, issues concerning physical risks – such as climate-related disasters, water resources, and flood risk – are also present, though less prominently represented. A particularly notable gap concerns direct references to macroprudential policy objectives. The comparative analysis also reveals geographical differentiation: in countries pursuing intensive climate policies (e.g., EU member states), research is predominantly focused on transition risks, whereas in regions particularly exposed to extreme weather events (e.g., India), the emphasis is placed on physical risks. Analyses based on Web of Science abstracts confirm the conclusions drawn from Scopus publications. The findings highlight the need for further research on the integration of climate-related risks into macroprudential policy.

Keywords: climate change, financial stability, BERTopic, macroprudential policy

JEL Codes: G01, G28, Q54, Q58

Wstęp

Stabilność systemu finansowego staje się coraz częściej analizowanym tematem w kontekście zmiany klimatu. Zmiana ta generuje zarówno ryzyko fizyczne (związane przede wszystkim z ekstremalnymi zdarzeniami pogodowymi), jak i transformacji (wynikające z kosztów polityki klimatycznej). Literatura wskazuje, że oba te wymiary ryzyka mogą w istotny sposób oddziaływać na banki, rynki kapitałowe, sektor ubezpieczeniowy oraz gospodarkę realną, a przez to kształtować ryzyko systemowe. Mimo rosnącej liczby badań, brakuje całościowych ujęć porządkujących zagadnienia zmiany klimatu w literaturze naukowej dotyczącej stabilności finansowej.

Celem artykułu jest sprawdzenie, w jakim stopniu literatura naukowa identyfikuje i opisuje mechanizmy łączące zmianę klimatu ze stabilnością finansową. Podstawą analizy był zbiór ponad tysiąca abstraktów artykułów naukowych pozyskanych z bazy Scopus. Do modelowania tematów zastosowano metodę BERTopic (Grotenendorst 2022), opartą na reprezentacjach językowych typu BERT, która znajduje szerokie zastosowanie w literaturze naukowej dotyczącej modelowania tematów (np. Aristei i in. 2025; Tang i in. 2024). Przyjęte podejście pozwoliło na identyfikację i interpretację głównych wątków badawczych oraz ich powiązań z kategoriami ryzyka klimatycznego (fizycznego i transformacji), celami polityki makroostrożnościowej oraz wymiarem geograficznym badań. W celu oceny trwałości uzyskanych wniosków przeprowadzono dodatkową analizę porównawczą (tzw. *robustness check*) na zbiorze abstraktów z bazy Web of Science.

Artykuł wnosi istotny wkład do literatury dotyczącej powiązań między zmianą klimatu a stabilnością finansową. Po pierwsze, porządkuje istniejące badania poprzez systematyzację głównych tematów, co ułatwia zrozumienie dominujących wątków oraz ich wzajemnych relacji. Po drugie, analiza wykazuje luki badawcze, zwłaszcza w zakresie odniesień do zarządzania ryzykiem klimatycznym w ramach polityki makroostrożnościowej, podkreślając potrzebę dalszych badań w tym obszarze. Po trzecie, artykuł podkreśla geograficzne zróżnicowanie w podejściu do ryzyka klimatycznego – od badań akcentujących zagrożenia fizyczne po te koncentrujące się na ryzykach transformacyjnych związanych z polityką klimatyczną. Zestawienie afiliacji autorów pozwala dostrzec, że różne regiony w odmienny sposób lokują swoje priorytety badawcze, co pośrednio odzwierciedla, które rodzaje ryzyka są szczególnie istotne z perspektywy poszczególnych gospodarek.

Artykuł składa się z kilku części. Część druga obejmuje przegląd literatury, którego celem jest przedstawienie teoretycznych podstaw dla późniejszych analiz. Część trzecia zawiera opis metody badawczej i obejmuje proces pozyskania danych, przygotowanie tekstów abstraktów oraz zastosowanie modelu BERTopic. W części czwartej zaprezentowano wyniki analiz, w tym strukturę wyodrębnionych tematów, ich powiązania z kategoriami ryzyka klimatycznego i celami polityki makroostrożnościowej, a także wymiar geograficzny. Część piąta podsumowuje przeprowadzone badania i formułuje wnioski dalszych badań nad systemowym znaczeniem ryzyka klimatycznego

1. Przegląd literatury

Przegląd literatury w niniejszym artykule podporządkowany jest przyjętej metodzie badawczej i pełni funkcję podstawy teoretycznej dla dalszych analiz. Jego struktura odzwierciedla kolejne kroki badania i została zorganizowana w sposób umożliwiający późniejsze porównania semantyczne abstraktów z wybranymi definicjami i kategoriami analitycznymi. W pierwszej części przeglądu literatury zostaje omówione pojęcie ryzyka systemowego, które stanowi punkt odniesienia nie tylko dla rozważań nad stabilnością finansową, lecz także dla właściwego doboru literatury poddanej dalszej analizie. Następnie zostaną przedstawione cele polityki makroostrożnościowej, stanowiące ramy regulacyjne zarządzania ryzykiem systemowym. Kolejna część poświęcona jest ryzyku klimatycznemu, z uwzględnieniem jego dwóch podstawowych wymiarów – fizycznego i transformacji (często też określanego jako ryzyko przejścia) – oraz ich potencjalnego wpływu na stabilność finansową. Ostatni fragment przeglądu literatury zwraca uwagę na geograficzne zróżnicowanie ryzyka klimatycznego i jego konsekwencje dla systemu finansowego w skali globalnej. Tak skonstruowany przegląd pozwala na wyraźne powiązanie części teoretycznej z częścią empiryczną artykułu.

Punktem wyjścia do rozważań nad stabilnością systemu finansowego jest pojęcie ryzyka, które należy do najbardziej fundamentalnych kategorii w ekonomii i finansach. W kontekście stabilności finansowej ryzyko utożsamiane jest z czynnikami, które mogą prowadzić do zaburzeń w funkcjonowaniu systemu jako całości. Szczegółowo

gólne znaczenie zyskuje w tym kontekście pojęcie ryzyka systemowego. Zgodnie z definicją przedstawioną w art. 4 ust. 15 ustawy z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym: *ryzyko systemowe rozumie się jako ryzyko zakłócenia w funkcjonowaniu systemu finansowego, które w razie jego materializacji zaburza działanie systemu finansowego i gospodarki narodowej jako całości, którego źródłem mogą być w szczególności tendencje związane z nadmierną dynamiką akcji kredytowej lub zadłużenia i związane z nimi nierównowagi w zakresie cen aktywów, niestabilne modele finansowania, rozkład ryzyka w systemie finansowym, powiązania pomiędzy instytucjami finansowymi lub nierównowagi makroekonomiczne i sektorowe*. Jak wskazuje Smaga (2020), ryzyko systemowe cechuje się kilkoma właściwościami, które odróżniają je od innych rodzajów ryzyka finansowego. Należą do nich m.in.: gwałtowność i trudna przewidywalność zmian, zaburzenie podstawowych funkcji systemu finansowego, znacząca skala zjawiska, zmienny charakter jego źródeł, efekt zarażania (ang. *contagion*) wynikający z silnych powiązań pomiędzy instytucjami, a także możliwość doprowadzenia do niewypłacalności wielu podmiotów jednocześnie. Szczególnie istotne jest to, że materializacja ryzyka systemowego nie tylko prowadzi do spadku zaufania wobec instytucji finansowych, lecz także wywołuje konsekwencje dla gospodarki realnej, powodując istotne koszty społeczne i gospodarcze.

Przytoczenie definicji ryzyka systemowego ma w tym kontekście znaczenie metodologiczne – stanowi ono punkt odniesienia do dalszych analiz, w których badana będzie literatura naukowa dotycząca powiązań między stabilnością finansową a ryzykiem klimatycznym. Jasne zdefiniowanie kategorii ryzyka systemowego umożliwia później precyzyjne wykorzystanie słów kluczowych w procesie eksploracji abstraktów, a tym samym pozwala uchwycić, w jaki sposób badania nad zmianami klimatu odnoszą się do zagadnień stabilności finansowej.

Nierozzerwalnie z pojęciem ryzyka systemowego wiąże się konieczność wypracowania odpowiedniej struktury jego ograniczania i zarządzania nim, co znalazło odzwierciedlenie w rozwoju polityki makroostrożnościowej (MFW 2013; ESRB 2014). Zgodnie z podejściem Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB), podstawowym celem polityki makroostrożnościowej jest ochrona stabilności systemu finansowego jako całości poprzez zapobieganie i łagodzenie ryzyk systemowych. Wyróżnia się pięć głównych obszarów, z których mogą wynikać te ryzyka (ESRB 2014):

1. Nadmierny wzrost akcji kredytowej i dźwigni finansowej.
2. Nadmierna luka terminowa i niedostateczna płynność rynku.
3. Koncentracja ekspozycji bezpośrednich i pośrednich.
4. Niewłaściwe bodźce prowadzące do ryzyka pokusy nadużycia (*moral hazard*).
5. Niewystarczająca odporność infrastruktury finansowej.

Obszary te stanowią zarazem cele pośrednie polityki makroostrożnościowej. Ich wyróżnienie pozwala na uporządkowanie i dopasowanie odpowiednich instrumentów tej polityki w taki sposób, aby skutecznie ograniczać ryzyko systemowe

i wzmacniać odporność całego systemu. Co więcej, w kontekście przedstawionej w dalszej części analizy, precyzyjne wydzielenie tych celów ma znaczenie metodologiczne – zidentyfikowane cele posłużą bowiem następnie jako punkt odniesienia w porównaniach semantycznych literatury naukowej, co umożliwi ocenę, w jakim stopniu badania akademickie podejmują temat priorytetów polityki makroostrożnościowej.

Nowym rodzajem ryzyka, które coraz częściej jest wymieniane w kategoriach ryzyka systemowego, jest ryzyko klimatyczne. W literaturze rozróżnia się dwa rodzaje ryzyka klimatycznego – ryzyko fizyczne i ryzyko transformacji (NGFS 2019; Kurowski 2024). Ryzyko fizyczne odnosi się do konsekwencji finansowych wywołanych przez skutki zmiany klimatu. Obejmuje ono zarówno nagłe i ekstremalne zjawiska pogodowe, jak powodzie, huragany czy długotrwałe susze, jak i procesy o charakterze chronicznym – wzrost średnich temperatur, podnoszenie się poziomu mórz czy postępującą degradację ekosystemów. Zjawiska te mogą skutkować znacznymi stratami materialnymi, rosnącymi obciążeniami dla sektora ubezpieczeniowego oraz obniżeniem wartości aktywów, które stanowią zabezpieczenie dla zobowiązań finansowych. Lamperti i in. (2019) podkreślają, że zmiana klimatu znacząco zwiększy częstotliwość kryzysów bankowych – od 26% do nawet 248%. Ratowanie niewypłacalnych banków na skutek zmiany klimatu może obciążyć finanse publiczne dodatkowymi kosztami rzędu 5–15% PKB rocznie. W efekcie relacja długu publicznego do PKB może się podwoić. Około jedna piąta tych skutków wynika z pogorszenia jakości bilansów banków wywołanego przez zmianę klimatu. Narzędzia makroostrożnościowe zmniejszają koszty ratunkowe, lecz tylko w ograniczonym zakresie. Autorzy podkreślają, że nieuwzględnianie systemu finansowego w zintegrowanych modelach klimatyczno-ekonomicznych prowadzi do niedoszacowania skutków zmiany klimatu. Postępująca zmiana klimatu sprawia, że ryzyko klimatyczne zyskuje na znaczeniu, m.in. z powodu rosnącej częstotliwości i intensywności ekstremalnych zjawisk pogodowych (IPCC 2021).

Drugim kluczowym typem ryzyka klimatycznego jest ryzyko transformacji. Odnosi się ono do konsekwencji finansowych wynikających z procesów dostosowania gospodarki do wymogów polityki klimatycznej i przejścia w kierunku niskoemisyjnej formy rozwoju (NGFS 2019; Kurowski 2024). Ryzyko to obejmuje takie zmiany regulacyjne, jak wprowadzenie opłat za emisję CO₂ (ang. EU-ETS – EU Emissions Trading System) (Osorio i in. 2021), zaostrzenie norm środowiskowych (Wang, Wang 2024), postęp technologiczny (Daumas 2024) i zmieniające się preferencje konsumentów (Rai i in. 2019). Transformacja gospodarki wiąże się z możliwością deprecjacji aktywów wysokoemisyjnych i powstaniem aktywów osieroconych (ang. *stranded assets*). Zjawisko to może istotnie obniżyć wartość portfeli inwestycyjnych i pogorszyć sytuację finansową przedsiębiorstw, które pozostają zależne od paliw kopalnych (Caldecott i in. 2016; Cahen-Fourot 2024). Battiston i in. (2017) wskazują z kolei, że sektory szczególnie narażone na zmiany regulacji klimatycznych stanowią istotny udział w portfelach udziałowych inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Co więcej, ekspozycja portfeli kredytowych banków na te sektory jest porównywalna z poziomem ich fun-

duszy własnych. Transformacja gospodarki, choć wiąże się z istotnymi kosztami dla systemu finansowego, pozostaje rozwiązaniem mniej obciążającym dla gospodarki niż potencjalne straty wynikające z narastania ryzyka fizycznego w przypadku braku zdecydowanej polityki klimatycznej (EUNB 2021).

Ryzyko klimatyczne ma wyraźny wymiar geograficzny, który różnicuje jego skalę oraz charakter w poszczególnych krajach i regionach. W przypadku ryzyka fizycznego zróżnicowanie to wynika przede wszystkim z odmiennych warunków klimatycznych oraz podatności na ekstremalne zjawiska pogodowe. Kraje tropikalne i wyspiarskie są szczególnie narażone na cyklony, powodzie czy podnoszenie się poziomu mórz (Lal i in. 2002), podczas gdy regiony południowej Europy częściej odczuwają skutki długotrwałych fal upałów i susz (Tripathy, Mishra 2023). Oznacza to, że instytucje finansowe funkcjonujące w różnych częściach świata mierzą się z odmiennym profilem ryzyka fizycznego. W przypadku ryzyka transformacji źródłem geograficznego zróżnicowania są przede wszystkim różnice w polityce klimatycznej i regulacjach poszczególnych państw (Truffer i in. 2015). Wprowadzenie wysokich cen emisji CO₂ w jednych gospodarkach może prowadzić do deprecjacji aktywów wysokoemisyjnych i zwiększonej presji na sektor finansowy, podczas gdy kraje opóźniające działania regulacyjne w krótkim okresie mogą zyskać przewagę konkurencyjną dla niektórych branż. Zjawisko to określane jest w literaturze mianem „efektu jazdy na gapę” (ang. *free-rider effect*) – część państw korzysta z działań innych, nie ponosząc od razu kosztów transformacji, choć w długim okresie wiąże się to z większym ryzykiem gwałtownej i kosztownej adaptacji (Roy 2020). Zróżnicowanie geograficzne w zakresie obu typów ryzyka oznacza, że skutki zmiany klimatu dla stabilności finansowej nie są jednorodne. Globalny system finansowy staje się przez to bardziej podatny na efekty przenoszenia ryzyka pomiędzy regionami, a brak skoordynowanej polityki klimatycznej zwiększa ryzyko niestabilności o charakterze systemowym (FSB 2023).

W dalszej części artykułu obydwa typy ryzyka zostaną przeanalizowane w ujęciu bibliometrycznym i semantycznym na podstawie zbioru abstraktów publikacji naukowych. Analizie zostanie poddany nie tylko sposób, w jaki literatura odnosi się do systemowego znaczenia ryzyka fizycznego i transformacji, ale również to, w jakim stopniu widoczne są różnice geograficzne w badaniach prowadzonych w różnych regionach świata.

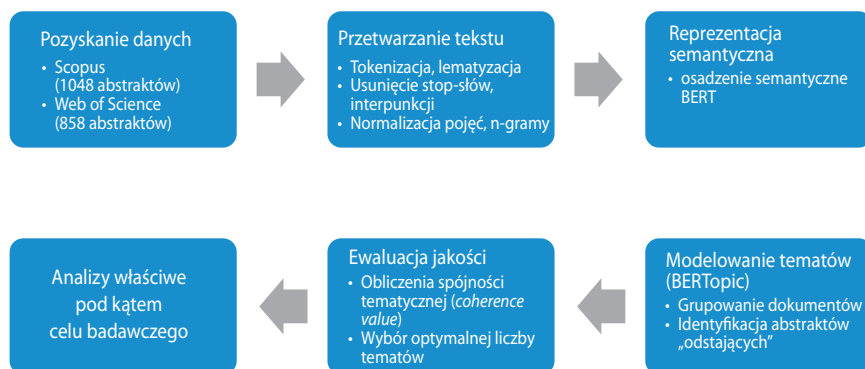
2. Metoda badawcza

W literaturze dotyczącej modelowania tematów w zbiorze tekstów szeroko stosowana jest metoda LDA (ang. *Latent Dirichlet Allocation*), która grupuje dokumenty na podstawie współwystępowania słów w korpusie (Blei i in. 2003). Choć LDA pozostaje ważnym narzędziem, jej ograniczeniem jest to, że opiera się głównie na analizie częstotliwości i współwystępowania wyrazów, przez co trudniej uchwycić subtelne zależności semantyczne między tekstami. W niniejszym badaniu zastosowano metodę BERTopic (Grootendorst 2022), która łączy klasyczne podejście

oparte na wektorach słów z nowoczesnymi modelami językowymi typu BERT. Dzięki temu możliwe jest uwzględnienie znaczenia słów w kontekście, co pozwala na dokładniejsze rozróżnienie tematów i lepszą interpretowalność wyników. Dodatkową zaletą BERTopic jest możliwość identyfikacji dokumentów, które nie pasują jednoznacznie do żadnego tematu i są oznaczane jako tzw. outliersy. W naszym przypadku do tej kategorii model zaklasyfikował około 19% abstraktów. Jest to wynik mieszczący się w akceptowalnym zakresie w badaniach nad tekstami o wysokiej różnorodności treści, a jednocześnie świadczy o tym, że zdecydowana większość publikacji daje się przypisać do spójnych klastrów tematycznych.

Przyjęta metoda BERTopic obejmuje kilka następujących etapów: przygotowanie i wstępne przetwarzanie danych, utworzenie reprezentacji semantycznej abstraktów, modelowanie tematów, ocena jakości uzyskanych wyników oraz analizy właściwe (trendów czasowych, wymiaru geograficznego i powiązań z polityką makroostrożnościową). Dla przejrzystości procedura analizy tekstu została przedstawiona schematycznie na rysunku 1.

Rysunek 1. Podejście do analizy abstraktów



Źródło: opracowanie własne.

Pierwszym krokiem analizy było zgromadzenie materiału źródłowego w postaci abstraktów artykułów naukowych. W tym celu wykorzystano dwie wiodące bazy publikacji – Scopus oraz Web of Science. Bazę Web of Science wykorzystano jako analizę porównawczą dla bazy Scopus w celu oceny „odporności” uzyskanych rezultatów. Kryterium wyszukiwania stanowiły frazy odnoszące się zarówno do ryzyka klimatycznego (w tym jego wymiaru fizycznego i transformacyjnego), jak i do stabilności finansowej oraz powiązanych pojęć regulacyjnych. Wyszukiwanie przeprowadzono na podstawie logicznie zbudowanej kwerendy, obejmującej m.in. takie terminy, jak: *climate risk*, *transition risk*, *physical risk*, *emissions trading system*, *EU ETS*, *CBAM*, *climate policy*, *climate stress test*, w zestawieniu z pojęciami z obszaru stabilności finansowej: *financial stability*, *systemic risk*, *macroprudential*, *pruden-*

tial supervision, czy stranded assets. W rezultacie uzyskano 1048 abstraktów z bazy Scopus oraz 858 abstraktów z bazy Web of Science, co zapewnia reprezentatywny zbiór publikacji do dalszej analizy. W załączeniu przedstawiono wyniki wstępnej analizy zbioru danych: (1) łączną liczbę tokenów w abstraktach w ujęciu rocznym dla Scopus i Web of Science oraz (2) rozkład długości abstraktów (liczba tokenów na dokument) pokazany jako histogram wraz z krzywą gęstości (*kernel density estimation*, KDE).

W kolejnym etapie przygotowano teksty abstraktów do analizy metodą BERTopic. Proces ten obejmował tokenizację tekstów², sprowadzenie wyrazów do form podstawowych (np. *banks* → *bank*, *emissions* → *emission*) oraz kanonizację pojęć w celu ujednolicenia wariantów zapisu (np. *heat wave* → *heatwave*). Zastosowano rozbudowane listy stop-słów, obejmujące zarówno najczęstsze słowa funkcjonalne, jak i terminy techniczne oraz powtarzające się frazy domenowe, jak *climate change* czy *financial stability*, które nie wносиły wartości różnicującej (tj. występowały w niemalże wszystkich abstraktach). Teksty zostały także poddane normalizacji polegającej m.in. na usunięciu interpunkcji, cyfrowych zapisów. W analizie uwzględniono również n-gramy (do bigramów), co pozwoliło uchwycić złożone konstrukcje semantyczne, jak *carbon price* czy *renewable energy*. Dzięki temu powstała znormalizowana reprezentacja tekstów, odpowiednia do dalszego modelowania semantycznego i tematycznego.

W trzecim etapie każdy abstrakt został przekształcony w wektor liczb opisujących jego znaczenie semantyczne. W tym celu wykorzystano model językowy typu BERT, należący do rodziny modeli transformatorowych (Reimers oraz Gurevych, 2019). Modele te uczą się kontekstu słów na podstawie ogromnych zbiorów tekstów, dzięki czemu potrafią wychwytywać nie tylko pojedyncze terminy, lecz także relacje między nimi. W efekcie każdy dokument otrzymuje tzw. embedding, czyli wielowymiarową reprezentację liczbową, która zachowuje podobieństwa semantyczne pomiędzy tekstami. Oznacza to, że abstrakty poruszające podobne zagadnienia (np. dotyczące ryzyka fizycznego klimatu czy regulacji transformacyjnych) będą miały wektory bliskie względem siebie w przestrzeni semantycznej. Taka reprezentacja stanowi podstawę dalszej analizy tematycznej i pozwala na grupowanie tekstów według treści, a nie tylko powierzchownych słów kluczowych.

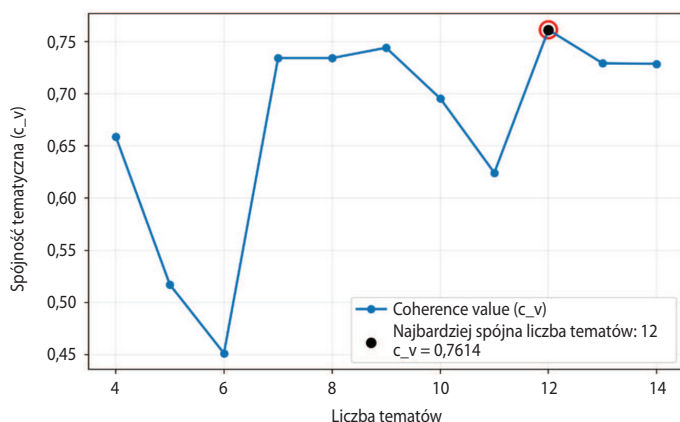
Przed ostatecznym wyborem liczby wiodących tematów obecnych w abstraktach przeprowadzono analizę modeli z różną liczbą tematów (od 5 do 15). Każdy wariant oceniono przy pomocy miary coherence value c_v ³, która mierzy spójność semantyczną tematu na podstawie współwystępowania jego słów kluczowych

² Tokenizacja to proces dzielenia tekstu na mniejsze jednostki – tzw. tokeny. Najczęściej tokenem jest pojedyncze słowo, ale w zależności od reguł tokenizacji mogą to być również liczby, symbole, a nawet połączenia słów (np. bigramy typu *carbon price*). Pojęcie „token” jest więc szersze od „słowa”, ponieważ obejmuje wszystkie jednostki tekstowe, które zostają wydzielone i przekazane do dalszej analizy.

³ Im wyższe c_v , tym częściej słowa opisujące dany temat współwystępują w dokumentach, co wskazuje na większą spójność tematu.

w korpusie (tj. zbioru wszystkich abstraktów wykorzystanych w badaniu). Na rysunku 2 przedstawiono zależność wartości c_v od liczby tematów; jako model finalny przyjęto wariant maksymalizujący c_v . Taka procedura ogranicza arbitralność wyboru liczby analizowanych tematów występujących w literaturze i zapewnia, że uzyskane tematy są zarówno spójne językowo, jak i sensowne merytorycznie. Na podstawie wskaźnika spójności tematycznej (coherence c_v) optymalną strukturą okazał się model z 12 tematami.

Rysunek 2. Spójność semantyczna (c_v) w zależności od liczby tematów w modelu BERTopic (Scopus)



Źródło: opracowanie własne.

Każdy z 12 tematów wyodrębnionych przy użyciu modelu BERTopic został opisany zestawem słów kluczowych (*top-n words*), które w największym stopniu oddają jego treść. Efektem końcowym zastosowania modelu BERTopic było przypisanie każdego abstraktu do jednego z wyodrębnionych tematów.

Ostatnim etapem było przyporządkowanie abstraktów do kategorii ryzyka i celów polityki makroostrożnościowej. Na początku, w odniesieniu do ryzyka fizycznego i transformacji, zastosowaliśmy definicje z raportu EUNB (2020) jako punkt odniesienia semantycznego: każdy abstrakt porównywano z tymi definicjami i przypisywano do kategorii ryzyka klimatycznego o najwyższym podobieństwie. Następnie, aby przypisać abstrakty do jednego z pięciu celów makroostrożnościowych, użyliśmy hybrydowego wzorca: średnia z dwóch miar podobieństwa liczonych z równą wagą (50/50) – (i) do definicji regulacyjnych z ESRB/2013/1 oraz (ii) do reprezentatywnych artykułów naukowych wybranych dla każdego celu (wzrost akcji kredytowej i dźwigni: Alessi, Detken 2018; luka terminowa i płynność: Bai i in. 2018; koncentracje ekspozycji: Giudici i in., 2020; niewłaściwe bodźce i pokusa nadużycia: Farhi, Tirole 2012; odporność infrastruktury: Vargas-Herrera i in. 2023).

Jeśli żaden cel nie osiągał minimalnego kosinusowego podobieństwa 0,45⁴, abstrakt oznaczaliśmy jako „brak odniesienia do celu”. Taka procedura łączy zgodność z intencją regulacyjną ESRB z językiem i akcentami obecnymi w aktualnej literaturze.

3. Wyniki analiz

Wyniki przeprowadzonych analiz zostaną przedstawione w kilku uzupełniających się krokach. W pierwszej kolejności zostaną zaprezentowane zestawy słów kluczowych charakterystycznych dla poszczególnych tematów wyodrębnionych w zbiorze abstraktów z bazy Scopus, co pozwoli uchwycić ich podstawowy profil semantyczny. Następnie zostanie wykorzystana miara podobieństwa kosinusowego, aby określić wzajemne relacje i podobieństwo semantyczne pomiędzy tematami. Kolejnym elementem jest analiza dynamiczna, ukazująca, w jaki sposób znaczenie poszczególnych tematów zmieniało się w czasie. W dalszej części sprawdzono, w jakim stopniu tematy można powiązać z kategoriami ryzyka fizycznego i transformacji, a także z celami polityki makroostrożnościowej określonymi przez Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego. Uzupełnieniem jest perspektywa geograficzna, pozwalająca na wskazanie regionalnych różnic w zakresie poruszanych zagadnień. Ostatecznie w celu oceny odporności uzyskanych rezultatów (tzw. *robustness check*) wyniki uzyskane na podstawie bazy Scopus zostały porównane z analogiczną analizą przeprowadzoną dla abstraktów z Web of Science.

W pierwszym etapie analiz omówiono wyniki modelowania tematycznego przeprowadzonego na zbiorze abstraktów z bazy Scopus. Każdy z wyodrębnionych tematów został opisany zestawem reprezentatywnych słów kluczowych, a następnie otrzymał etykietę opisową odzwierciedlającą jego główną treść. W ten sposób możliwe było uchwycenie głównych nurtów badawczych w literaturze dotyczącej powiązań między stabilnością finansową a ryzykiem klimatycznym. Zestawienie słów kluczowych oraz przypisanych nazw tematów przedstawiono w tabeli 1.

⁴ Zbliżone podejście, również z zastosowaniem progu 0,45, przyjęli Boutaleb i in. (2024), uzasadniając ten wybór koniecznością uchwycenia powiązań semantycznych w sytuacji, gdy analizowane kategorie są niepełne i ogólne. Podobnie w naszym badaniu próg 0,45 pozwala wychwycić treści semantycznie związane z ogólnie sformułowanymi celami ESRB.

Tabela 1. Tematy badawcze poruszane w abstraktach (Scopus)

Nr tematu	Reprezentatywne słowa na podstawie modelu BERTopic	Przypisana nazwa tematu
1.	'climate policy', 'impact climate', 'macroeconomic', 'climate transition', 'bank sector', 'equity', 'firms', 'regulation', 'sector', 'portfolio'	Polityka klimatyczna i makroekonomia
2.	'climate policy', 'energy sector', 'fossil_fuel reserves', 'fossil_fuel industry', 'renewable_energy', 'renewable', 'coal power', 'fossil_fuel', 'power generation', 'developing country'	Energetyka i paliwa kopalne
3.	'resilience', 'natural disaster', 'disaster management', 'natural hazard', 'resilient', 'infrastructures', 'ecosystem', 'infrastructure', 'disaster', 'climate adaptation'	Katastrofy klimatyczne i odporność
4.	'supply_hydropower generation_environment', 'water availability', 'water resource', 'water management', 'water supply_hydropower', 'water utilities', 'hydropower generation', 'supply_hydropower', 'hydrological', 'water supply'	Zasoby wodne i energetyka wodna
5.	'china carbon', 'carbon efficiency', 'enterprise emission', 'carbon market', 'environmental regulation', 'carbon neutrality', 'green innovation', 'green development', 'carbon credit', 'inequality renewable_energy'	Rynki węglowe i transformacja Chin
6.	'bank regulation', 'bank supervision', 'bank stability', 'bank liquidity', 'bank', 'bank capital', 'affected bank', 'supervision central_bank', 'loan', 'bank albania'	Regulacje bankowe i stabilność sektora bankowego
7.	'global institutions', 'global governance', 'international relations', 'global public_policy', 'globalization', 'global challenges', 'emerging powers', 'foreign relations', 'global public', 'governance'	Globalne zarządzanie zmianą klimatu
8.	'tropical cyclone', 'weather', 'monsoon', 'severe cyclone', 'cyclone', 'wind_speed intensity', 'range weather', 'cyclone amphan', 'cyclone track', 'indian ocean'	Ekstremalne zjawiska pogodowe – cyklony i monsuny
9.	'natural_resource threats', 'ecosystem services', 'traditional resource', 'reforestation', 'forest_based micro_entrepreneurs', 'grazing', 'forestry', 'forest_based bioeconomy', 'agroforestry', 'conservation'	Ekosystemy i zasoby naturalne
10.	'insurance policy', 'insurer explicitly', 'insurer margin', 'insurance stability', 'insurer', 'affects insurer', 'insurer profits', 'insurance', 'insurers', 'insurance instability'	Stabilność sektora ubezpieczeniowego
11.	'crop_insurance', 'area_yield insurance', 'yield insurance', 'index_insurance', 'crop yield', 'insurance subsidy', 'mutual insurance', 'insurance', 'yield variability', 'yield_yield dependence'	Ubezpieczenia rolnicze
12.	'flood households', 'flood hazard', 'flood estimates', 'costs flood', 'flood resilience', 'challenges housing', 'uncertain flood', 'responsibility flood', 'flooded populations', 'flood'	Ryzyko powodziowe i ekspozycja gospodarstw domowych

Źródło: opracowanie własne.

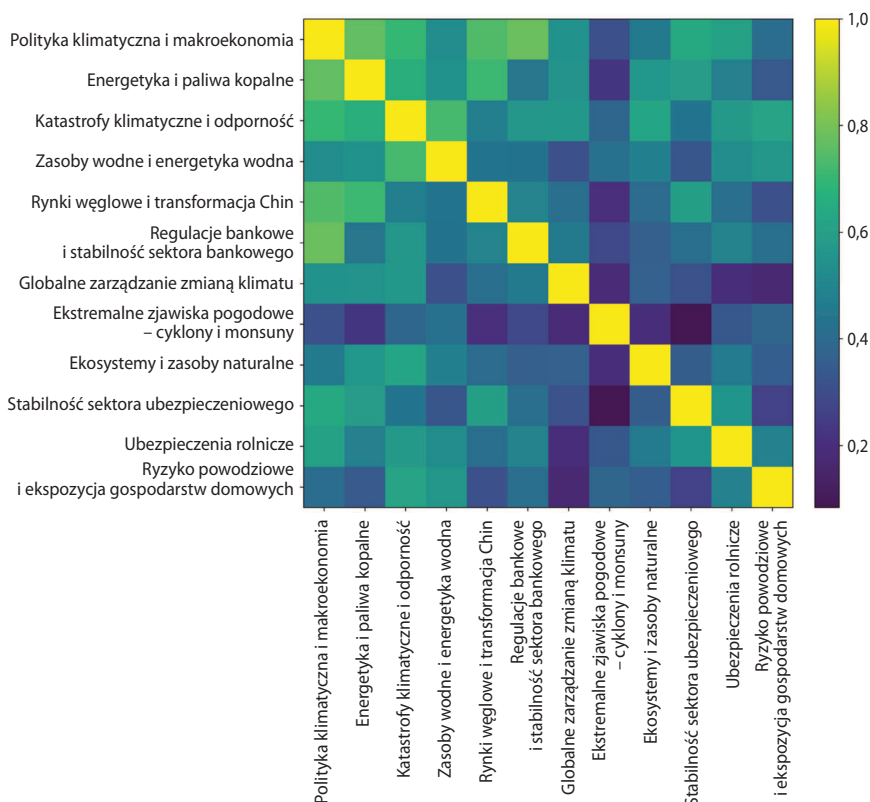
Analiza wyodrębnionych tematów wskazuje, że część z nich w sposób bezpośredni i oczywisty odwołuje się do kluczowych zagadnień łączących zmianę klimatu ze stabilnością finansową. Należą do nich m.in. *polityka klimatyczna i makroekonomia* (temat 1), w którym wyraźnie widoczne są kwestie regulacyjne oraz wpływ polityki klimatycznej na sektor finansowy i portfele inwestorów, czy *regulacje bankowe i stabilność sektora bankowego* (temat 6), koncentrujące się na instytucjonalnym wymiarze odporności systemu finansowego. Jednak niektóre tematy ujawniają mniej oczywiste, a zarazem niezwykle interesujące obszary badań nad powiązaniem między zmianą klimatu a stabilnością systemu finansowego. Wskazać tu można chociażby *zasoby wodne i energetykę wodną* (temat 4) czy *ekosystemy i zasoby naturalne* (temat 9). Analiza tematu *zasoby wodne i energetyka wodna* ujawniła istotne powiązania pomiędzy zmianami hydrologicznymi a bezpieczeństwem energetycznym oraz potencjalnymi konsekwencjami dla stabilności finansowej. Prognozowane spadki i rosnąca zmienność przepływów wodnych oddziałują bezpośrednio na wydajność hydroenergetyki, co w przypadku krajów silnie uzależnionych od tego źródła energii może prowadzić do wzrostu ryzyka zakłóceń w dostawach i zwiększenia podatności gospodarki na szoki energetyczne (Senni i in. 2024). Mając świadomość, że zasoby wodne stanowią fundament dla funkcjonowania wielu sektorów gospodarki, a tym samym dla kondycji finansowej podmiotów obsługiwanych przez instytucje finansowe, zarówno Network for Greening the Financial System (NGFS 2023), jak i De Nederlandsche Bank w swoich analizach dotyczących ryzyk związanych z naturą (*nature-related risks*) podkreślają konieczność uwzględniania zagrożeń hydrologicznych w ramach oceny stabilności finansowej (Tiems i in. 2024).

Drugim z mniej oczywistych, a jednocześnie niezwykle istotnych mechanizmów powiązań między zmianą klimatu a stabilnością finansową jest utrata bioróżnorodności oraz degradacja zasobów naturalnych. Temat ten został wyraźnie uchwycony przez model BERTopic w postaci kategorii *ekosystemy i zasoby naturalne*. Analiza tego wątku poszerza tradycyjne spojrzenie na stabilność finansową, wykraczając poza zagadnienia czysto regulacyjne i rynkowe, a obejmując perspektywę ekologiczną. Degradacja środowiska – np. wylesianie czy utrata jakości gleb – przekłada się na realne ryzyka finansowe, zwłaszcza dla sektorów gospodarki zależnych od kapitału naturalnego. W badaniach De Nederlandsche Bank oszacowano, że inwestycje o wartości 510 mld euro, co odpowiada 36% analizowanego portfela banków, funduszy emerytalnych i zakładów ubezpieczeń w Holandii, są krytycznie uzależnione od usług ekosystemowych (van Toor i in. 2020). Z kolei Ceglar i in. (2024), w opracowaniu opublikowanym w *Economic Bulletin Europejskiego Banku Centralnego*, wskazują, że około 75% wszystkich kredytów korporacyjnych w strefie euro zostało udzielonych przedsiębiorstwom, które są uzależnione od co najmniej jednej usługi ekosystemowej. Autorzy podkreślają przy tym, że: *ryzyka wynikające z degradacji środowiska naturalnego i utraty bioróżnorodności stanowią potencjalnie istotne wyzwanie dla traktatowego celu ESBC, jakim jest utrzymanie stabilności cen i stabilności finansowej* (Ceglar i in. 2024).

Analiza macierzy podobieństwa kosinusowego między tematami (rysunek 3) sugeruje, że większość zidentyfikowanych tematów jest wyraźnie rozróżnialna seman-

tycznie (tj. ma niską wartość podobieństwa kosinusowego). Oznacza to, że model BERTopic uchwycił odmienne i wspólne obszary literatury. Z drugiej strony, w kilku przypadkach widoczne są wyższe wartości podobieństwa, np. pomiędzy tematami związanymi z polityką klimatyczną i energetyką czy też między zagadnieniami katastrof klimatycznych i ryzyka powodziowego. Jest to zjawisko w dużej mierze oczywiste, ponieważ polityka klimatyczna wprost oddziałuje na sektor energetyczny poprzez regulacje dotyczące emisji i transformacji źródeł wytwarzania energii, natomiast ryzyko powodziowe stanowi szczególny przykład skutków katastrof klimatycznych, odzwierciedlający bardziej szczegółowy wymiar tego szerszego zagadnienia.

Rysunek 3. Podobieństwo kosinusowe między analizowanymi tematami

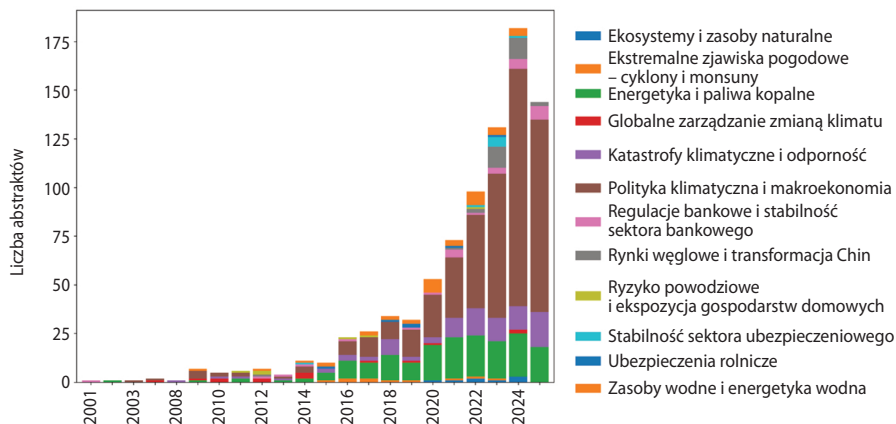


Objaśnienie: podobieństwo kosinusowe jest miarą zbliżenia semantycznego między wektorowymi reprezentacjami tematów; wartości bliższe 1 oznaczają większe podobieństwo treściowe, natomiast wartości niższe – wyraźniejsze odróżnienie pomiędzy tematami.

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym krokiem jest analiza zmian liczby abstraktów przypisanych do poszczególnych tematów w czasie. Na rysunku 4 przedstawiono skumulowaną liczbę abstraktów w podziale na dwanaście tematów zidentyfikowanych przez model BERTopic. Ujęcie to pozwala uchwycić, które zagadnienia zyskiwały na znaczeniu w kolejnych latach, a także wskazać momenty przełomowe w rozwoju literatury.

Rysunek 4. Skumulowana liczba abstraktów według tematów w latach 2000–2025



Objaśnienie: spadek liczby abstraktów w ostatnim roku (tj. 2025) nie oznacza rzeczywistego osłabienia zainteresowania badawczego, lecz wynika z faktu, że dane zostały pobrane w sierpniu 2025 r., a zatem nie obejmują całego roku kalendarzowego.

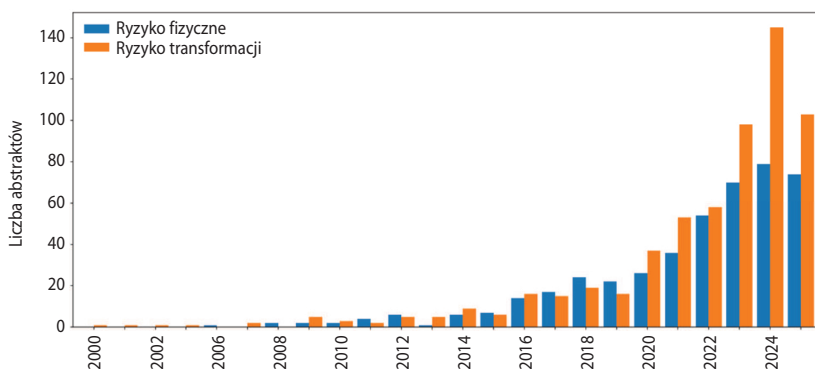
Źródło: opracowanie własne.

Do roku 2015 liczba publikacji pozostawała stosunkowo niska, a zainteresowanie tematami związanymi ze stabilnością finansową i ryzykiem klimatycznym miało charakter niszowy. Sytuacja zmienia się wyraźnie po 2015 roku, kiedy przyjęto Porozumienie Paryskie. Od tego momentu obserwuje się gwałtowny wzrost liczby publikacji – szczególnie w obszarze polityki klimatycznej, a także energetyki i paliw kopalnych. Jest to naturalna konsekwencja rosnącej presji regulacyjnej oraz włączenia sektora finansowego w realizację celów dekarbonizacji. Z punktu widzenia ryzyka polityka klimatyczna wiąże się z wieloma obciążeniami finansowymi dla przedsiębiorstw wysokoemisyjnych, które często korzystają z usług instytucji finansowych. Przykładem mogą być regulacje w zakresie mechanizmu EU-ETS oraz podatku węglowego, które, zgodnie z wynikami w literaturze, istotnie pogarszają sytuację podmiotów objętych tymi mechanizmami i wpływają na wzrost ryzyka kredytowego w bankach (np. Chherawala 2024; Nehrebecka 2025; Carbone i in. 2022). Warto też podkreślić, że skala tych regulacji może zagrażać stabilności finansowej. Przykładem mogą być badania Li i in. (2022). Autorzy ci analizują skutki podatku węglowego dla sektora bankowego w Chinach. Zgodnie z wynikami badania, istnieje wykładnicza zależność między poziomem podatku węglowego a ryzykiem

systemowym, przy czym powyżej określonego progu ryzyko to gwałtownie rośnie. Wyniki Li i in. (2022) wskazują także na istotne zróżnicowanie sektorowe i regionalne, co oznacza, że skuteczna polityka podatku węglowego wymaga uwzględnienia heterogeniczności w celu minimalizacji ryzyka systemowego.

Jak pokazuje tabela 1, wśród wyodrębnionych tematów obecne są zarówno wątki odnoszące się do ryzyka fizycznego – na przykład temat *ekstremalne zjawiska pogodowe – cyklony i monsuny* czy *ryzyko powodziowe i ekspozycja gospodarstw domowych* – jak i kwestie związane z ryzykiem transformacji, takie jak *polityka klimatyczna i makroekonomia* czy *rynki węglowe i transformacja Chin*. To potwierdza, że literatura naukowa dotycząca stabilności finansowej analizuje oba wymiary ryzyka klimatycznego. W kolejnym etapie przeanalizowano podobieństwo semantyczne abstraktów do definicji ryzyka fizycznego i ryzyka transformacji, zawartych w opracowaniu Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EUNB 2020). Takie podejście pozwoliło ocenić, w jakim stopniu badane publikacje wpisują się w dominujący w literaturze i praktyce nadzorczej podział ryzyka klimatycznego.

Rysunek 5. Liczba abstraktów odnoszących się do ryzyka fizycznego i ryzyka transformacji w latach 2000–2025



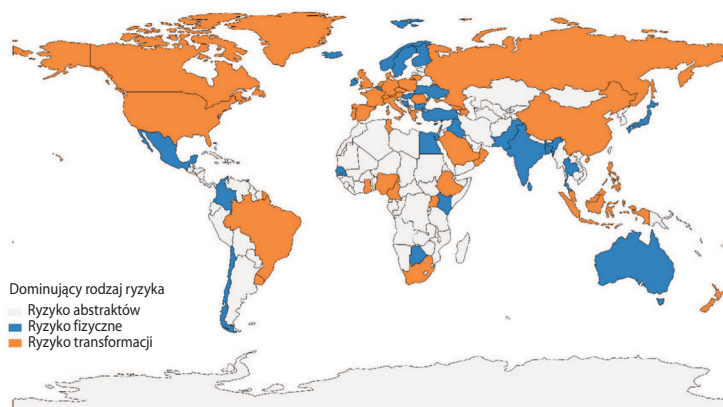
Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z tendencjami zilustrowanymi na rysunku 5 warto zaznaczyć, że choć ryzyko fizyczne (np. skutki ekstremalnych zjawisk pogodowych czy długotrwałych zmian klimatu) pozostaje istotnym przedmiotem badań, to od 2022 roku coraz większą uwagę zaczyna przyciągać ryzyko transformacji. W latach 2022–2025 liczba abstraktów podejmujących temat ryzyka transformacji znacząco przewyższa liczbę publikacji dotyczących ryzyka fizycznego, co wskazuje na rosnącą rolę zagadnień związanych z polityką klimatyczną, regulacjami emisyjnymi oraz transformacją sektorów gospodarki w dyskusji o stabilności finansowej.

Kolejnym etapem analizy jest ujęcie geograficzne, które pozwala uchwycić, jak rozkłada się zainteresowanie poszczególnymi typami ryzyka klimatycznego w literaturze

w zależności od kraju afiliacji autorów. Rysunek 6 przedstawia mapę świata, na której zaznaczono dominującą kategorię ryzyka klimatycznego – fizycznego (kolor niebieski) lub transformacyjnego (kolor pomarańczowy) – w badanych abstraktach przypisanych do poszczególnych państw. Szare pola oznaczają brak abstraktów w próbie.

Rysunek 6. Geograficzne zróżnicowanie dominującej kategorii ryzyka klimatycznego (fizycznego i transformacji)

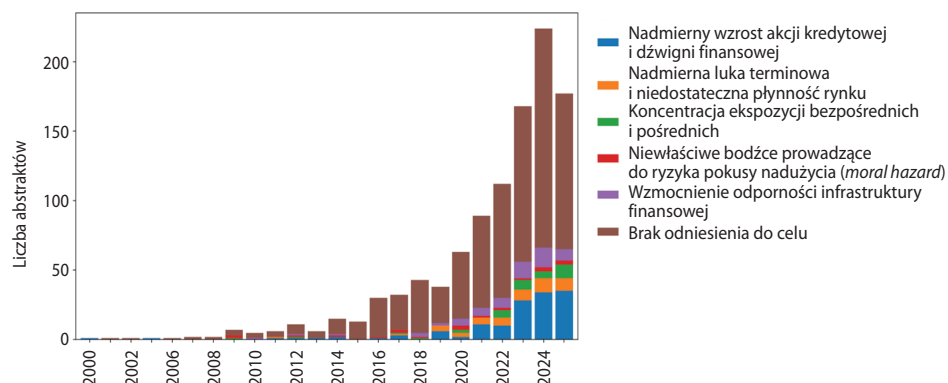


Źródło: opracowanie własne.

Analiza geograficzna uwidacznia zróżnicowanie przestrzenne badań nad ryzykiem klimatycznym. W krajach wysoko rozwiniętych, zwłaszcza w Europie Zachodniej i Ameryce Północnej, dominuje problematyka ryzyka transformacyjnego, co wiąże się z intensywnymi procesami regulacyjnymi i polityką dekarbonizacji. Natomiast w państwach bardziej narażonych na skutki bezpośrednie zmian klimatycznych – jak Indie (m.in. w wyniku pór monsunowych), czy Australia (m.in. w wyniku pożarów i powodzi) – większe znaczenie zyskuje ryzyko fizyczne.

Następnym krokiem analizy była ocena, w jakim stopniu badana literatura naukowa odnosi się do celów pośrednich polityki makroostrożnościowej. Punktem odniesienia stały się definicje tych celów zawarte w rekomendacji ESRB z 4 kwietnia 2013 r. (ESRB/2013/1) oraz artykułach naukowych wskazanych w opisie metody badawczej. Opracowania te przekształcono następnie w reprezentacje semantyczne z wykorzystaniem modelu Sentence-BERT. Każdy abstrakt został porównany z tymi definicjami na podstawie miary podobieństwa kosinusowego, a przypisanie następowało do tego celu, którego definicja była najbardziej zbliżona semantycznie do treści danego abstraktu. Wyniki analizy przedstawiono na rysunku 7.

Rysunek 7. Liczba abstraktów odnoszących się do poszczególnych celów pośrednich polityki makroostrożnościowej w latach 2000–2025



Źródło: opracowanie własne.

Tendencja zilustrowana na rysunku 7 podkreśla wyraźną dominację segmentu „Brak odniesienia do celu”. Oznacza to, że w większości abstraktów nie znajdujemy wystarczająco mocnych śladów operacjonalizacji w kategoriach konkretnych celów polityki makroostrożnościowej. Innymi słowy: literatura – mimo rosnącej skali – wciąż częściej opisuje mechanizmy i kanały oddziaływania ryzyka klimatycznego na sektor finansowy (np. wpływ ryzyka klimatycznego na ryzyko kredytowe, płynność czy wyceny), niż odwołuje się wprost do architektury zarządzania ryzykiem systemowym i narzędzi polityki makroostrożnościowej (np. buforów kapitałowych, limitów koncentracji, czy wymogów płynnościowych itd.). Jest to jednocześnie luka badawcza, która powinna stać się przedmiotem kolejnych badań oraz impulsem do prac koncepcyjnych nad nowymi instrumentami ostrożnościowymi dedykowanymi ryzyku klimatycznemu.

Wśród abstraktów, do których udało się przypisać konkretny cel makroostrożnościowy, relatywnie częściej występuje kategoria „nadmierny wzrost akcji kredytowej i dźwigni”, co jest spójne z klimatycznym kanałem ryzyka kredytowego. Mechanizm ten można utożsamiać z nadmiernym finansowaniem sektorów „brown” (np. górnictwa, energetyki węglowej). Literatura w tym zakresie potwierdza, że w części krajów wciąż utrzymują się istotne ekspozycje banków na sektory wrażliwe na regulacje polityki klimatycznej (np. Borsuk 2023; Battiston i in. 2020). Jednocześnie jednak literatura sygnalizuje ryzyko epizodów przewartościowania w segmentach „zielonych” aktywów (np. Malim Franco i in. 2025; Doksaeter, Bøckmann 2021). Ewentualne odwrócenie sentymentu względem tego rodzaju aktywów mogłoby skutkować gwałtownymi korektami cen oraz wzrostem ryzyka kredytowego w instytucjach finansujących transformację. Z perspektywy makroostrożnościowej uzasadnia to konieczność monitorowania tempa ekspansji kredytu zarówno w sektorach wysokoemisyjnych, jak i w obszarach intensywnie finansowanych przez kredyty zrównoważone środowiskowo (np. energetyka odnawialna). Wciąż jednak

udział kategorii „nadmierny wzrost akcji kredytowej i dźwigni” pozostaje skromny na tle „braku przypisania”.

W celu przeprowadzenia kontroli stabilności uzyskanych wyników (tzw. *robustness check*) powtórzono analizę na niezależnym zbiorze danych pochodzącym z bazy Web of Science. Dzięki temu możliwa jest weryfikacja, czy struktura tematyczna zidentyfikowana wcześniej na podstawie abstraktów ze Scopusu znajduje potwierdzenie również w innej bazie literaturowej. Należy przy tym zaznaczyć, że część publikacji indeksowana jest równocześnie w obu bazach, co oznacza, iż pewna liczba analizowanych abstraktów może się powtarzać. Wyniki analizy dla Web of Science zostały przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2. Tematy badawcze poruszane w abstraktach (Web of Science)

Nr tematu	Reprezentatywne słowa na podstawie modelu BERTopic (Web of Science)	Przypisana nazwa tematu
1.	'bank sector', 'climate policy_uncertainty', 'climate policy', 'impact climate', 'economic growth', 'carbon market', 'financing', 'renewable_energy', 'regulation', 'environmental'	Polityka klimatyczna a sektor bankowy
2.	'carbon pricing', 'climate policy', 'fossil_fuel industry', 'carbon price', 'renewables', 'renewable', 'fossil_fuel', 'coal power', 'power generation', 'co2'	Energetyka i paliwa kopalne
3.	'bank sector', 'bank stability', 'bank france', 'bank', 'commercial bank', 'central_bank', 'macroeconomic', 'impact bank', 'inside debt', 'money market'	Stabilność sektora bankowego
4.	'disaster management', 'ecosystem', 'disaster', 'flood', 'critical infrastructures', 'climate impact', 'biodiversity patterns', 'risk_layering', 'resilience', 'biodiversity'	Katastrofy klimatyczne i odporność
5.	'supply_hydropower generation_environment', 'water availability', 'water resource', 'water supply_hydropower', 'supply hydropower', 'water management', 'water supply', 'supply_hydropower', 'hydropower generation', 'hydropower'	Zasoby wodne i energetyka wodna
6.	'international regulation', 'international institutions', 'international regulatory', 'international relations', 'globalization', 'international monetary', 'governance', 'foreign policy', 'institutions', 'international'	Globalne zarządzanie zmianą klimatu
7.	'tropical cyclone', 'monsoon', 'weather', 'severe cyclone', 'cyclone', 'wind_speed intensity', 'range weather', 'cyclone amphan', 'cyclone track', 'indian ocean'	Ekstremalne zjawiska pogodowe – cyklony i monsuny
8.	'insurance industry', 'insurance market', 'insurance companies', 'insurance sector', 'insurance', 'insurers non_financial', 'european insurers', 'insurers', 'insurance company', 'conventional insurance'	Stabilność sektora ubezpieczeniowego

Tabela 2. (cd.)

Nr tematu	Reprezentatywne słowa na podstawie modelu BERTopic (Web of Science)	Przypisana nazwa tematu
9.	'climate discourse', 'political climate', 'climate targets', 'polarization stakeholder', 'international climate', 'stakeholder', 'political debates', 'perceived endangered', 'outputs stakeholder', 'partisan polarization'	Polaryzacja polityczna i dyskurs klimatyczny (nowy temat)
10.	'extreme_weather_events income', 'income inequality', 'large_climate change', 'growth large_climate', 'growing income', 'social resilience', 'impact economic', 'measures income', 'resilience family', 'resilience score'	Nierówności dochodowe i odporność społeczna wobec zmian klimatu (nowy temat)
11.	'flood hazard', 'flood households', 'home flood', 'residential property', 'household exposure', 'flood', 'housing market', 'likely flood', 'housing', 'predict household'	Ryzyko powodziowe i ekspozycja gospodarstw domowych
12.	'utility asset', 'property asset', 'policy property', 'property', 'local governments', 'utilities', 'real estate', 'residential', 'estate', 'utility'	Rynek nieruchomości i aktywa komunalne (nowy temat)

Źródło: opracowanie własne.

Porównanie wyników uzyskanych ze Scopus i Web of Science dowodzi, że zdecydowana większość tematów jest zbieżna, co potwierdza stabilność struktury tematycznej. W analizie Web of Science wyodrębniono jednak trzy nowe wątki: *polaryzacja polityczna i dyskurs klimatyczny*, *nierówności dochodowe i odporność społeczna wobec zmian klimatu* oraz *rynek nieruchomości i aktywa komunalne*. Ich pojawienie się jest uzasadnione ze względu na ich istotne znaczenie dla stabilności finansowej. Polaryzacja polityczna i częste zmiany rządzącej opcji politycznej zwiększają niepewność regulacyjną (Osofsky, Peel 2022). Ponadto rosnąca polaryzacja utrudnia działanie ograniczające zmianę klimatu (Berkebile-Weinberg i in. 2024), prowadząc tym samym do wzrostu ryzyka fizycznego. Z kolei nowy temat nierówności społecznych podkreśla różnice w zdolnościach adaptacyjnych wobec zmiany klimatu. Literatura wskazuje, że klimatyczne zagrożenia oddziałują nieproporcjonalnie na kraje i osoby o niższych dochodach. Społeczeństwa o niższych dochodach borykają się z większą ekspozycją na ekstremalne zdarzenia i mają ograniczone zdolności adaptacyjne. Jest to szczególnie widoczne w krajach rozwijających się, które – mimo że odpowiadają za stosunkowo niewielki wkład emisji – doświadczają największych strat i mają ograniczone zasoby instytucjonalne i finansowe, by je łagodzić (Wildowicz-Szumarska, Owsiak 2024; Taconet i in. 2020; Kurowski, Sokal 2023). Ostatecznie, czynniki te wraz z rosnącymi nierównościami dochodowymi osłabiają stabilność systemów społeczno-ekonomicznych wobec zmiany klimatu. Trzecim nowym tematem wyodrębnionym w analizie Web of Science jest *rynek nieruchomości i aktywa komunalne*. Obszar ten staje się coraz istotniejszy w kontekście

stabilności finansowej, gdyż rynek nieruchomości jest narażony zarówno na skutki ryzyka fizycznego (np. wpływ ryzyka powodziowego na ceny nieruchomości – Miller i Pinter 2022), jak i na konsekwencje regulacyjne wynikające z rosnących wymogów efektywności energetycznej (np. Damen, van Kempen 2025).

Analiza abstraktów z bazy Web of Science prowadzi do następujących wniosków, które pozostają spójne z wynikami uzyskanymi na podstawie bazy Scopus:

1. W badaniach dominuje tematyka powiązań polityki klimatycznej ze stabilnością finansową.
2. W ostatnich latach wyraźnie wzrasta znaczenie zagadnień związanych z ryzykiem transformacji (w znacznie większym zakresie niż ryzyko fizyczne).
3. Literatura koncentruje się przede wszystkim na mechanizmach oddziaływania zmian klimatu na stabilność finansową, natomiast w ograniczonym stopniu odwołuje się do kwestii zarządzania tym ryzykiem w ramach polityki makroostrożnościowej.

W Aneksie 2 przedstawiono wykresy ilustrujące powyższe wnioski na podstawie danych z Web of Science.

Podsumowanie

Zmiana klimatu postępuje w tempie, które coraz wyraźniej nadaje jej charakter ryzyka systemowego (Carney 2015). Skala i złożoność tego zjawiska powodują, że jego skutki przenikają do wszystkich segmentów gospodarki, a poprzez kanały finansowe mogą zagrażać stabilności całych systemów finansowych. Dlatego zrozumienie, w jaki sposób literatura naukowa ujmuje związki między klimatem a stabilnością finansową, jest kluczowe zarówno z perspektywy dalszych badań, jak i dla projektowania skutecznych narzędzi regulacyjnych.

Celem artykułu było sprawdzenie, w jaki sposób literatura naukowa identyfikuje mechanizmy łączące zmianę klimatu ze stabilnością finansową. Cel ten zweryfikowano poprzez analizę semantyczną ponad tysiąca abstraktów z bazy Scopus, uzupełnioną analizą stabilności uzyskanych wniosków na bazie abstraktów Web of Science. Zastosowano metodę BERTopic, umożliwiającą systematyzację wątków badawczych oraz ich przyporządkowanie do kategorii ryzyka klimatycznego i celów polityki makroostrożnościowej. Otrzymane wyniki wskazują, że w literaturze dotyczącej stabilności finansowej dominującym wątkiem pozostają kwestie polityki klimatycznej i jej implikacji dla systemu finansowego. Z perspektywy kategorii ryzyka klimatycznego szczególnego znaczenia w ostatnich latach nabiera ryzyko transformacyjne, które wyraźnie przewyższa zainteresowanie ryzykiem fizycznym. Świadczy to o rosnącym zainteresowaniu konsekwencjami regulacyjnymi i gospodarczymi polityki klimatycznej, które wydaje się, że w oczach badaczy mają obecnie silniejszy wpływ na stabilność systemu finansowego niż skutki ekstremalnych zjawisk pogodowych.

Wyniki analizy podkreślają również, że literatura w ograniczonym stopniu podejmuje problematykę zarządzania ryzykiem klimatycznym w ramach polityki makroostrożnościowej. Stanowi to wyraźną lukę badawczą, zważywszy na systemowy charakter ryzyka klimatycznego i jego potencjalne konsekwencje dla stabilności finansowej. W praktyce oznacza to, że istnieje konieczność rozwijania badań nad rolą instrumentów makroostrożnościowych dedykowanych zmianie klimatu. Refleksja nad tym, w jaki sposób istniejące narzędzia mogą zostać dostosowane do wyzwań klimatycznych, a także, czy konieczne jest wprowadzenie nowych rozwiązań regulacyjnych, wydaje się kluczowa zarówno dla regulatorów, jak i dla praktyki bankowej oraz ubezpieczeniowej.

Badanie ma pewne ograniczenia, które warto zaznaczyć. Po pierwsze, metoda BERTopic została zastosowana do względnie niewielkiej liczby abstraktów w porównaniu z innymi analizami bibliometrycznymi, co samo w sobie wskazuje na relatywnie niskie zainteresowanie naukowe tematyką powiązań między zmianą klimatu a stabilnością finansową. Po drugie, analizie poddano wyłącznie abstrakty, które nie zawsze w pełni oddają treść całych publikacji. Wykorzystanie pełnych tekstów mogłoby ujawnić dodatkowe wątki badawcze oraz pogłębić rozumienie mechanizmów łączących ryzyko klimatyczne i stabilność finansową.

Bibliografia

- Alessi L., Detken C. (2018), *Identifying excessive credit growth and leverage*. „Journal of Financial Stability”, 35.
- Aristei D., Bruno M., Guardabascio B., Ortame F. (2025), *From Financial Stability to Climate Change: A BERTopic Analysis of ECB and National Central Bank Speeches*, [w:] ICES 2025-3rd Italian Conference on Economic Statistics-BOOK OF SHORT PAPERS.
- Bai J., Krishnamurthy A., Weymuller C.H. (2018), *Measuring liquidity mismatch in the banking sector*. „The Journal of Finance”, 73(1).
- Battiston S., Guth M., Monasterolo I., Neudorfer B., Pointner W. (2020), *Austrian banks' exposure to climate-related transition risk*. „Financial Stability Report”, 40(November).
- Battiston S., Mandel A., Monasterolo I., Schütze F., Visentin G. (2017), *A climate stress-test of the financial system*. „Nature Climate Change”, 7(4).
- Berkebile-Weinberg M., Goldwert D., Doell K.C., Van Bavel J.J., Vlasceanu M. (2024), *The differential impact of climate interventions along the political divide in 60 countries*. „Nature communications”, 15(1).
- Blei D.M., Ng A.Y., Jordan M.I. (2003), *Latent dirichlet allocation*. „Journal of machine Learning research”, 3(Jan).
- Borsuk M. (2023), *Climate-policy-relevant sectors and credit risk*. „Journal of Credit Risk”.
- Boutaleb A., Picault J., Grosjean G. (2024), BERTrend: neural topic modeling for emerging trends detection. arXiv preprint arXiv:2411.05930.

Cahen-Fourot L. (2024), *Low-carbon transition, stranded assets, financial stability, and the role of central banks*. The Elgar Companion to Energy and Sustainability.

Caldecott B., Harnett E., Cojoianu T., Kok I., Pfeiffer A. (2016), *Stranded Assets: A Climate Risk Challenge*, A.R. Rios (red.). <https://doi.org/10.18235/0012646>

Carbone S., Giuzio M., Kapadia S., Krämer J.S., Nyholm K., Vozian K. (2022), *The low-carbon transition, climate commitments and firm credit risk* (No. 409), Sveriges Riksbank Working Paper Series.

Carney M. (2015), *Breaking the tragedy of the horizon—climate change and financial stability*. Speech given at Lloyd's of London, 29.

Ceglar A., Parker M., Pasqua C., Boldrini S., Gabet M., van der Zwaag S. (2024), *Economic and financial impacts of nature degradation and biodiversity loss*. „Economic Bulletin Articles”, 6.

Chherawala T. (2024), *Impact of Climate Transition Risk on Firm-Level Credit Risk: The Case of India's Steel Companies*. Prajnān, 53(1).

Damen S., Van Kempen T. (2025), *Mandatory energy efficiency disclosure policies and house prices*. „Journal of Housing Economics”, 67.

Daumas L. (2024), *Financial stability, stranded assets and the low-carbon transition—A critical review of the theoretical and applied literatures*. „Journal of Economic Surveys”, 38(3).

Doksæter E.S., Bøckmann J.A. (2021), *Is there a bubble within ESG stocks on Oslo Stock Exchange? An empirical analysis of the low risk rated ESG stocks in Norway* (Master's thesis, OsloMet—Oslo Metropolitan University).

EUNB (2020), *Guide on climate-related and environmental risks Supervisory expectations relating to risk management and disclosure*. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.en.pdf>

EUNB (2021), *Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot exercise*. European Central Bank. <https://www.eba.europa.eu/eu-wide-pilot-exercise-climate-risk>

ESRB (2013), *Recommendations European Systemic Risk Board Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy* (ESRB/2013/1) (2013/C 170/01) https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf

ESRB (2014), *Flagship report on macro-prudential policy in the banking sector*. Publications Office of the European Union. <https://doi.org/10.2849/26552>

European Central Bank (ECB) Banking Supervision (2020), *Guide on climate-related and environmental risks*. Frankfurt am Main.

Farhi E., Tirole J. (2012), *Collective moral hazard, maturity mismatch, and systemic bailouts*. American Economic Review, 102(1).

FSB (2023), *Progress Report on Climate-Related Disclosures 2023 Report*. <https://www.fsb.org/uploads/P121023-1.pdf>

Giudici P., Sarlin P., Spelta A. (2020), *The interconnected nature of financial systems: Direct and common exposures*. „Journal of Banking & Finance”, 112.

Grootendorst M. (2022), *BERTopic: Neural topic modeling with a class-based TF-IDF procedure*. arXiv preprint arXiv:2203.05794.

IPCC (2021), *Climate change 2021: The physical science basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change* (V. Masson-Delmotte, P. Zhai, A. Pirani, S.L. Connors, C. Péan, S. Berger et al., eds). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781009157896>

Kurowski Ł. (2024), *Ryzyko klimatyczne w sektorze bankowym*. Oficyna Wydawnicza SGH.

Kurowski Ł., Sokal K. (2023), *Polish household default risk and physical risk of climate change*. „Financial Internet Quarterly”, 19(3).

Lal M., Harasawa H., Takahashi K. (2002), *Future climate change and its impacts over small island states*. „Climate Research”, 19(3).

Lamperti F., Bosetti V., Roventini A., Tavoni M. (2019), *The public costs of climate-induced financial instability*. „Nature Climate Change”, 9(11).

Li S., Wang H., & Liu X. (2022), *The impact of carbon tax on financial stability*. „Environmental Science and Pollution Research”, 29(37).

Malim Franco J.P., Barasal Morales A., Laurini M. (2025), *When Green Turns Exuberant: Bubble Detection in Clean-Energy Markets*.

MFW (2013), *Key aspects of macroprudential policy*. IMF Policy Paper. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Key-Aspects-of-Macroprudential-Policy-PP4798>

Miller R.G., Pinter N. (2022), *Flood risk and residential real-estate prices: evidence from three US counties*. „Journal of Flood Risk Management”, 15(2).

Nehrebecka N. (2025), *Short-and long-term effects of environmental factors on credit risk: evidence from polish publicly listed firms*. *Environment, Development and Sustainability*, 1–35.

NGFS (2019), *A Call for Action: Climate Change as a Source of Financial Risk*. London: Network for Greening the Financial System.

NGFS (2023), *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors*. https://www.ngfs.net/system/files/import/ngfs/medias/documents/ngfs_conceptual-framework-on-nature-related-risks.pdf

Osofsky H.M., Peel J. (2022), „*The Grass is Not Always Greener*” Revisited: *Climate Change Regulation Amid Political Polarization*. *Yale J. on Reg.*, 39, 815.

Osorio S., Tietjen O., Pahle M., Pietzcker R.C., Edenhofer O. (2021), *Reviewing the Market Stability Reserve in light of more ambitious EU ETS emission targets*. „Energy Policy”, 158.

Rai R., Kharel S., Devkota N., Paudel U.R. (2019), *Customers perception on green banking practices: A desk*. „The Journal of Economic Concerns”, 10(1).

Reimers N., Gurevych I. (2019), *Sentence-bert: Sentence embeddings using siamese bert-networks*. arXiv preprint arXiv:1908.10084.

Roy N.M. (2020), *Climate Change's Free Rider Problem: Why We Must Relinquish Freedom to Become Free*. *Wm. & Mary Env't L. & Pol'y Rev.*, 45, 821.

Senni C.C., Goel S., von Jagow A. (2024), *Economic and financial consequences of water risks: The case of hydropower*. „Ecological Economic”, 218.

Smaga P. (2020), *Polityka makroostrożnościowa w sektorze bankowym. Teoria i praktyka*. SGH Oficyna Wydawnicza, Warszawa.

Taconet N., Méjean A., Guivarch C. (2020), *Influence of climate change impacts and mitigation costs on inequality between countries*. „Climatic Change”, 160(1).

Tang W., Bu H., Zuo Y., Wu J. (2024), *Unlocking the power of the topic content in news headlines: BERTopic for predicting Chinese corporate bond defaults*. „Finance Research Letters”, 62.

Tiems I., Smid V., Ginter C. (2024), *Nature-related financial risks in our own account investments: An exploratory case study and deep dive in electric utilities*. De Nederlandsche Bank. <https://www.dnb.nl/media/q5jf0td4/dnb-analyse-nature-related-financial-risks-in-our-own-account-investments-an-exploratory-case-study-and-deep-dive-in-electric-utilities.pdf>

Tripathy K.P., Mishra A.K. (2023), *How unusual is the 2022 European compound drought and heatwave event?*. „Geophysical Research Letters”, 50(15).

Truffer B., Murphy J.T., Raven R. (2015), *The geography of sustainability transitions: Contours of an emerging theme*. „Environmental Innovation and Societal Transitions”, 17.

Van Toor J., Piljic D., Schellekens G., van Oorschot M., Kok M. (2020), *Indebted to nature: Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector*. De Nederlandsche Bank.

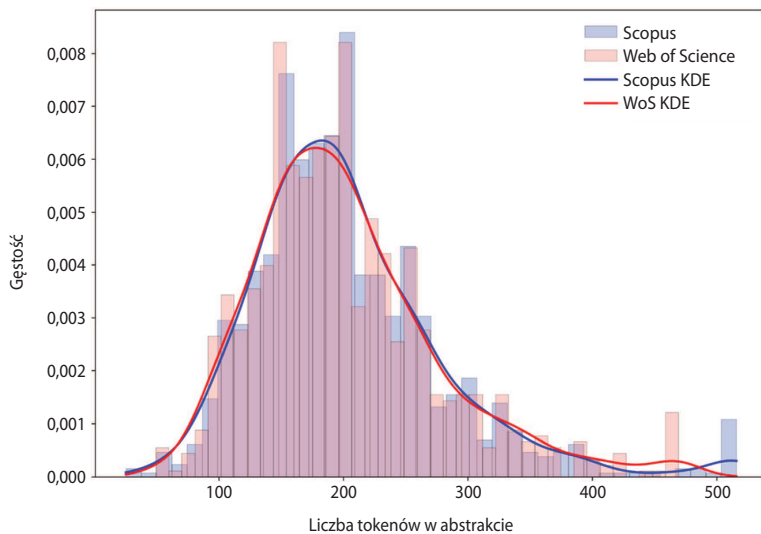
Vargas-Herrera H., Murcia A., Machado-Franco C.L., Cadena-Silva C.A., Cepeda-López F.H., Lemus-Esquivel J.S., ... Villalobos-Perez J. (2023), *Financial Infrastructure Report 2023*.

Wang J., Wang H. (2024), *Environmental regulation and corporate financial risk: The role of credit guarantees*. „Finance Research Letters”, 63.

Wildowicz-Szumarska A., Owsiak K. (2024), *Impact of climate change on income inequality. Implications for rich and poor countries*. Economics and Environment.

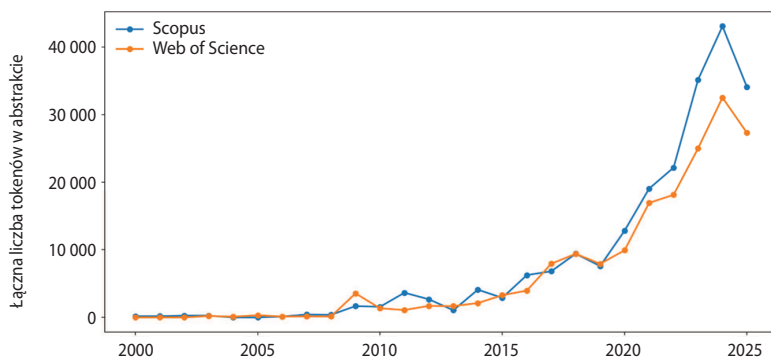
Aneks 1. Statystyki opisowe analizowanych abstraktów

Rysunek A1.1. Rozkład długości dokumentów w bazach Scopus i Web of Science



Źródło: opracowanie własne.

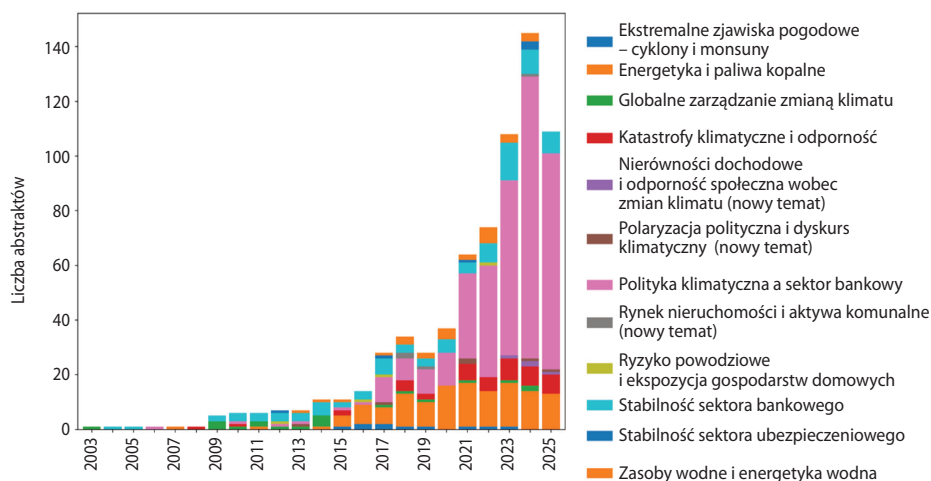
Rysunek A1.2. Łączna liczba tokenów w publikacjach rocznie (Scopus oraz Web of Science)



Źródło: opracowanie własne.

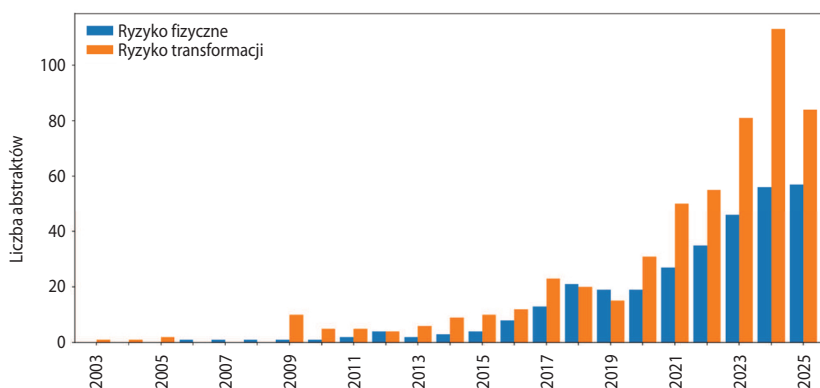
Aneks 2. Wyniki analiz dla bazy Web of Science

Rysunek A2.1. Skumulowana liczba abstraktów według tematów w latach 2003–2025 (Web of Science)



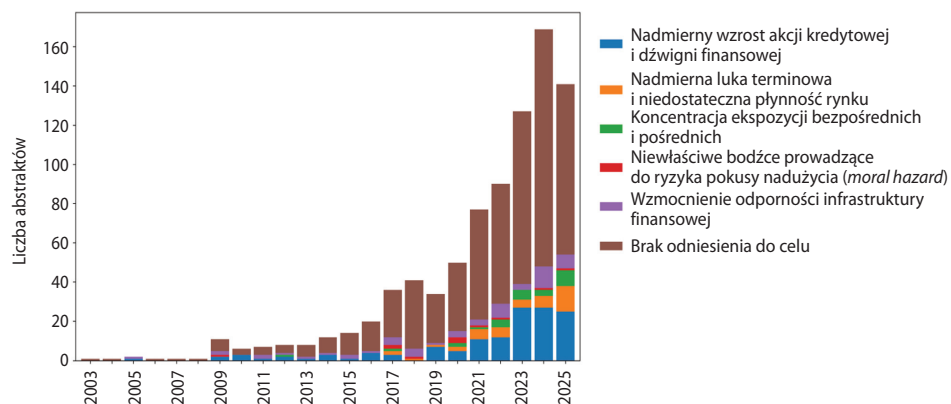
Źródło: opracowanie własne.

Rysunek A2.2. Liczba abstraktów odnoszących się do ryzyka fizycznego i ryzyka transformacji w latach 2003–2025 (Web of Science)



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek A2.3. Liczba abstraktów odnoszących się do poszczególnych celów pośrednich polityki markooostrożnościowej w latach 2003–2025 (Web of Science)



Źródło: opracowanie własne.

Leszek Borowiec*

ORCID: 0000-0002-6113-9191

lborowiec@wz.uw.edu.pl

Żaneta Broczkowska**

zaneta.jaworska@gmail.com

Ryzyko ESG a skłonność banków do finansowania przedsiębiorstw

Streszczenie

Problematyka zrównoważonego rozwoju jest obecna w literaturze i praktyce, a regulacje wymuszają raportowanie, nawet w tych przypadkach gdy rzeczywista skłonność do realizacji celów i zadań tej koncepcji jest ograniczona. Dotyczy to w szczególności raportowania realizacji celów ESG. Stosunkowo niewiele wiadomo o wpływie informacji z zakresu ESG przedsiębiorstwa na podmioty trzecie, zwłaszcza zaś w zakresie udzielania finansowania. Celem opracowania jest ocena wpływu informacji przedsiębiorstwa o ESG na ocenę ryzyka jego finansowania przez banki. W artykule poddano weryfikacji hipotezę, że ujawniane przez przedsiębiorstwo informacje o ESG są kluczowe dla oceny możliwości udzielenia mu finansowania przez banki

W artykule przeprowadzono krytyczną analizę literatury oraz aktów prawnych, a także wewnętrznych dokumentów banków dotyczących ESG, wreszcie wykorzystano dostępne raporty branżowe. Obok kwestii udzielenia lub nie finansowania przez pryzmat stosowanych kryteriów zdolności kredytowej szczególną uwagę przywiązano do oceny ryzyka ESG utratę wartości przyjętych zabezpieczeń (np. nieruchomości). Z punktu widzenia przedsiębiorstw, wyniki badań uprawniają do konstatacji, że zarządzanie ryzykiem ESG, w zależności od sprawności tego procesu, może ograniczać negatywny wpływ na ocenę zdolności kredytowej podmiotu.

Słowa kluczowe: zrównoważony rozwój, ESG, bank, kredyt, zdolność kredytowa

Kody JEL: G15, G18, G20, Q54

* Leszek Borowiec – Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski.

** Żaneta Broczkowska – Wydział Biznesu, Uniwersytet Vizja.

ESG Risk and Banks' Propensity to Finance Enterprises

Abstract

Sustainable development is present in literature and practice, and regulations require reporting, even in cases where the actual willingness to achieve the goals and objectives of this concept is limited. This applies particularly to reporting on the implementation of ESG objectives. Relatively little is known about the impact of a company's ESG information on third parties, especially in the area of providing financing. The aim of this study is to assess the impact of a company's ESG information on the risk assessment of its financing by banks. This article tests the hypothesis that ESG information disclosed by a company is crucial for assessing the possibility of banks providing financing. The article conducts a critical analysis of literature, legal acts, and internal bank documents regarding ESG. Finally, available industry reports are used. In addition to the issue of granting or not granting financing through the prism of the applied creditworthiness criteria, special attention is paid to assessing the ESG risk – the loss of value of accepted collateral (e.g., real estate). From the perspective of companies, the research results support the conclusion that ESG risk management, depending on the effectiveness of this process, can mitigate the negative impact on an entity's creditworthiness.

Keywords: sustainable development, ESG reporting (environmental, social, governance), bank, credit, creditworthiness

JEL Codes: G15, G18, G20, Q54

Wstęp

Koncepcja zrównoważonego rozwoju i jej legitymizacja w dokumentach czy aktach normatywnych organizacji międzynarodowych, a zwłaszcza Unii Europejskiej, wynika z obiektywnych wyzwań cywilizacyjnych XXI w. Niestety, jest coraz częściej kontestowana, głównie ze względu na niezbędne nakłady na jej realizację, w tym szczególnie cele i zadania w triadzie ESG. Niemniej jednak nadal cieszy się poparciem podmiotów (instytucji, przedsiębiorstw, osób) świadomych zagrożeń cywilizacyjnych lub konfliktów. Świadomi klienci oczekują nowych rodzajów usług lub produktów, które spełniają normy środowiskowe, są wytwarzane w sposób etyczny oraz nie wpływają negatywnie na przyszłość planety Ziemia. Część potencjalnych inwestorów czy konsumentów, a bywa, że nawet kandydatów do pracy, przychylniej patrzą na przedsiębiorstwa, które w swej działalności uwzględniają czynniki ESG oraz identyfikują wynikające z nich ryzyka, tworząc narzędzia do ich skutecznej mitygacji. Przyjęcie przez kraje członkowskie rezolucji ONZ (Agenda 2030, 2015) wymusza na podmiotach gospodarczych podejmowanie działań w kierunku transformacji i realizacji celów zrównoważonego rozwoju. Kolejne dyrektywy UE rozszerzają zakres i strukturę obowiązkowych ujawnień, narzucając m.in. konieczność monitorowania i zarządzania wpływem jaki ma działalność przedsiębiorstwa na otoczenie oraz ocenę wpływu jaki otoczenie wywiera na jej funkcjonowanie. Uwzględniając ten szeroki kontekst systemowy, problemem badawczym w tym artykule jest ocena wpływu informacji dotyczących zarządzania ryzykiem ESG;

środowiskowym (*E – Environmental*), społecznym (*S – Social*) oraz zarządczym (*G – governance*), podmiotów niefinansowych na skłonność banków do udzielania im finansowania w formie kredytów gospodarczych.

Celem artykułu jest ocena wpływu informacji w zakresie ESG ujawnianych przez przedsiębiorstwa w procesie ubiegania się o kredyt bankowy. Jednocześnie postawiono hipotezę, że te informacje mają kluczowe znaczenie w procesie rozpatrywania przez banki wniosków kredytowych przedsiębiorstw. W analizie problemu i weryfikacji hipotezy wykorzystano źródła danych, które służą wstępnej ocenie poziomu ryzyka ESG. Zbadano również, jaki zakres informacji Banki pozyskują od klientów w celu pogłębienia analizy ryzyka ESG, jakie stosują metody ograniczania tego ryzyka oraz, w jaki sposób wynik oceny wpływa na ocenę zdolności kredytowej. W końcowej części wskazano kierunki rozwoju oferty finansowej banków jako metodę upowszechniania finansowania zrównoważonego. Metodologia badania obejmowała krytyczną analizę literatury, aktów prawnych oraz sprawozdań niefinansowych wybranych banków. Dokonano także oceny wewnętrznych regulacji prawnych banków z badanego zakresu, jak i nieliczne raporty branżowe dostępne w sektorze finansowym.

1. Przegląd literatury

Tematyka zrównoważonego rozwoju jest popularna w literaturze w szerokim spektrum zagadnień, a zainteresowanie nią jest stymulowane rozległymi regulacjami prawnymi (np. Dyrektywa NFRD 2014; Dyrektywa CSRD 2022) dotyczącymi raportowania i audytu ESG. Kształtuje się konsens, że raportowanie finansowe przedsiębiorstw nie jest już wystarczającym sposobem komunikacji z otoczeniem, ponieważ nie odzwierciedla w pełni rzeczywistości gospodarczej (Rogowski, Lipski 2022). Przedsiębiorstwa są zmuszane przepisami prawa do poszerzania zakresu raportowania niefinansowego o aspekty ESG (Morrison 2021), m.in. dlatego, że dostęp do kapitału zewnętrznego uwarunkowany jest zakresem i charakterem raportowanych informacji (Rau, Yu 2023). Twierdzi się także, że utrzymywanie czy zdobywanie przewagi konkurencyjnej lub dostępu do kapitału wymagać będzie rzetelnego wdrażania zasad ESG we wszystkich podmiotach, z odpowiednim stosowaniem zasady proporcjonalności (Wróbel, Kowalski 2022).

Prowadzone badania wskazują, że inwestorzy – w zasadzie – podzielają pogląd, że zwroty z inwestycji i zrównoważony rozwój firmy wynikający ze strategii ESG idą ze sobą w parze. Dlatego przedsiębiorstwa coraz częściej dostrzegają wartość ekonomiczną włączania kryteriów ESG do swojej działalności (Levantesi, D'Ecclesia, D'Amato 2023). Podejście to szybko staje się filarem strategii rozwoju wielu przedsiębiorstw (DeCotis 2021), a odpowiednia strategia ESG staje się niezbędna dla właściwego zarządzania ryzykiem operacyjnym firmy (Herrera, Brenneis 2020). Niestety, można także znaleźć dowody odmiennego podejścia do tej kwestii, czego przykładem jest ustawodawstwo w niektórych stanach USA zabraniające inwesto-

wania przez podmioty publiczne w fundusze, których polityka inwestycyjna jest zgodna z koncepcją zrównoważonego rozwoju i ESG (Krosinsky 2023).

Wypracowanie polityki raportowania ESG wymaga nakładów na jej opracowanie, należytej, zgodnie z zasadami, staranności i ujawniania informacji, wreszcie wdrożenie (Nizam i in. 2019). Nakłady te powinny być rekompensowane stabilnością lub wzrostem przychodów, niższym ryzykiem biznesowym, zwiększeniem efektywności, wreszcie wzrostem wartości przedsiębiorstwa (Buallay 2019). Zarządzanie ryzykiem ESG powinno też nieść korzyści w zakresie poprawy zdolności kredytowej przedsiębiorstwa.

Polskie banki są coraz bardziej świadome ryzyka ESG i potrzeby jego uwzględnienia w procesach zarządzania ryzykiem (Pyka, Nocoń 2024). Dla banków rozwój zrównoważonych finansów i zarządzanie ryzykiem ma podwójne znaczenie (Buallay i in. 2020). Po pierwsze, banki muszą uwzględniać aspekt społeczny i środowiskowy w swojej działalności biznesowej, aby zminimalizować wpływ ryzyka ESG na otoczenie. Analiza ujawnień (np. środowiskowych wybranych polskich banków pod kątem wytycznych European Sustainability Reporting Standards), wykazała, że wymagane dane znajdują się w różnych dokumentach, a ich dostępność na stronach internetowych jest ograniczona (Broniewicz i in. 2024). Po drugie, banki są zobligowane do uwzględniania czynników ESG w decyzjach kredytowych, finansowych i inwestycyjnych. Ponadto, banki, jako instytucje zaufania publicznego, powinny nadawać większe znaczenie promocji dobra publicznego, w tym ochronie środowiska (Chen, Wan 2020). Tym bardziej, że badania dowodzą wpływu działalności i raportowania ESG na reputację banku (Murè i in. 2020; Dąbkowska 2023).

Banki rozszerzają inicjatywę raportowania niefinansowego ESG również na firmy, którym udzielają finansowania (Zabawa, Łosiewicz-Dniestrzańska 2023). W ten sposób banki polityką w zakresie środowiska, społeczeństwa i ładu korporacyjnego informują otoczenie, że są bardziej skłonne do współpracy z kredytobiorcami, którzy mają wysokie oceny indeksów ESG (Houston, Shan 2022; Chang i in. 2021). W procesie oceny zdolności kredytowej przyjmują działania prośrodowiskowe, promując w ten sposób udzielanie zielonych kredytów dla wnioskodawców. Banki, wykorzystując swoją wiedzę o procesie ekologicznej transformacji przedsiębiorstw, będą w stanie doradzać klientom w wyborze projektów transformacji energetycznej, które prowadzą do neutralności węglowej (Dwojak 2023).

Przewiduje się, że jeśli nawet część banków będzie udzielać kredytów na finansowanie brudnych aktywów, to będą to wyłącznie kredyty krótkoterminowe, przy wysokim koszcie ich obsługi (prowizja, marża, zabezpieczenie prawne i ubezpieczenia) (Kosztowniak 2024). Wynika to z faktu, że portfel z ekspozycjami kredytowymi w tzw. brudnych branżach będzie eskalował wzrostem ryzyka ESG (Adrian i in. 2022; Monasterello 2020; Monasterello, Battiston 2020). Taki portfel z ekspozycjami brudnymi będzie wymagał od banków dodatkowego zabezpieczenia, zwiększał ryzyko sektorowe, co w konsekwencji będzie prowadziło do wzrostu kosztów działalności (ECB 2022; ESRB 2020; Giuzio i in. 2019). Część banków zaprzestanie

finansowania aktywów z branż brudnych, co będzie oznaczać ich likwidację lub porzucenie, ze względu na brak czy wysokie koszty modernizacji, wywołując jednak negatywne konsekwencje społeczno-gospodarcze (Xu, Ramanathan, Victor 2018).

Literatura na temat wpływu ESG na funkcjonowanie przedsiębiorstw jest bogata poczynawszy od pozycji wąsko specjalistycznych do szerokich przeglądów dotychczasowego dorobku (Menicucci, Paolucci 2022). W tabeli 1 zaprezentowano przegląd aktualnych badań w zakresie badania wpływu czynników ESG na różne obszary funkcjonowania przedsiębiorstw.

Tabela 1. Zakres analizy oddziaływania czynników ESG

Zakres badań	Autorzy badań
Badanie zależności między ryzykiem korporacyjnym a czynnikami ESG	Di Tommaso, Thorton 2020; Gangi, Meles, D'Angelo, Daniele 2018; Sassen, Hinze, Hardeck 2016
Badanie związków pomiędzy ESG a wynikami przedsiębiorstwa	Esteban-Sanchez, de la Cuesta-Gonzalez, Paredes-Gazquez 2017; Friede, Busch, Bassen 2015; Xie, Nozawa, Yagi, Fujii, Managi 2018
Ocena wpływu indeksów zrównoważonego rozwoju na wskaźniki rentowności	Utz 2019, Nizam i in. 2019, Siuela, Wang, Deladem 2019, Forcadell, Aracil 2017
Badania wpływu czynników ESG na wyniki rynkowe i strategie portfelowe	Sherwood, Pollard 2018; Verheyden, Eccles, Feiner 2016
Badania ratingów i miar ESG	Berg, Kölbel, Rigobon 2019; Eccles, Strohle 2018; Escrig-Olmedo, Rivera-Lirio, Muñoz-Torres, Fernández-Izquierdo 2017; Huber, Comstock, Polk, Wardwell 2017

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki badań dowodzą pozytywnego wpływu zrównoważonego rozwoju na wzrost kursu akcji banków (Carnevale, Mazzuca 2014) oraz w odniesieniu do wpływu stopnia zaangażowania w działalność CSR na rentowność aktywów oraz rentowność kapitałów własnych (Shen i in. 2016). W odniesieniu do sektora bankowego kilka badań potwierdza istotność wpływu zmian klimatycznych na zarządzanie kredytami (Georgopoulou i in. 2015) oraz konieczność stosowania ram ostrożnościowych, które będą łagodzić potencjalny wpływ na stabilność finansową (Nieto 2019; Marcinkowska 2022; Smoleńska 2023; Kulińska-Sadłocha 2022). Z kolei inne badania (Batten i in. 2016; Campiglio i in. 2018; Monnin 2018) wskazują, że zmiany klimatyczne mogą wpływać nie tylko na działalność banków, ale także na cele banków centralnych w zakresie stabilności finansowej.

Najnowsze badania w zakresie ESG oraz sektora bankowego dotyczą analizy integracji czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego z ratingami kredytowymi, koncentrując się na metodach stosowanych przez zewnętrzne instytucje oceny wiarygodności kredytowej (Reil 2025). Część badań koncentruje się na omówieniu rodzajów ryzyka ESG, jego wzajemnych powiązań z ryzykiem kredytowym przedsiębiorstwa oraz metodologii, z których można skorzystać (Bukreeva, Grishunin 2024). Istnieją również kompleksowe opracowania oceniające wpływ ryzyka środowiskowego na sektor bankowy i strategie jego ograniczania, ze szczególnym uwzględnieniem roli modelowania (Zioło 2023). Modelowanie ryzyka środowiskowego pozwala bankom szacować wzorce i konsekwencje ryzyka środowiskowego dla ich działalności oraz podejmować działania w kontekście zarządzania aktywami i pasywami w celu minimalizacji prawdopodobieństwa strat.

Przytoczone przykłady ilustrują zróżnicowanie w podejściu banków do uwzględniania ryzyka ESG i stosowanych metod czy procedur analitycznych. Jednak trudno o identyfikację badań nad kompleksowym wpływem ryzyka ESG, które należy uwzględnić w analizach i modelach. Dotyczy to w szczególności oceny postrzegania kredytobiorców przez podmioty sektora bankowego w kontekście występowania ryzyka ESG. W dalszej części opracowania podjęto próbę takiego ujęcia w celu skutecznego zarządzania ryzykiem.

2. Ryzyko ESG w działalności banku

Ryzyko jest często definiowane jako prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzeń (pozytywnych i negatywnych), które mogą mieć wpływ na osiągnięcie celów lub oczekiwanych rezultatów (Aven, Renn 2009). Niektórzy autorzy słowem „ryzyko” określają istotę ryzyka polegającą na pojawianiu się prawdopodobieństwa negatywnych efektów decyzji (Gędek 2018). W takim kontekście należy postrzegać ryzyka ESG przy ocenie klienta banku zainteresowanego kredytowaniem.

Ryzyko ESG dla banków to ewentualne negatywne skutki wynikającymi z wpływu czynników ESG na wyniki finansowe czy płynność podmiotu kredytowanego. W szerokim ujęciu należy postrzegać zarówno bezpośredni wpływ czynników ESG na dany podmiot, jak i wpływ pośredni (tj. poprzez jej kontrahentów lub zainwestowane aktywa). W wąskim ujęciu (regulacyjno-nadzorczym) ryzyko ESG postrzegane jest jedynie jako konsekwencje finansowe wpływu czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego na kontrahentów instytucji lub jej zainwestowane aktywa (EBA 2021). Ocena banku, że ryzyko ESG nie występuje lub jest na niskim poziomie, zostanie potraktowana neutralnie (w najlepszym przypadku) jako mniejsze prawdopodobieństwo braku spłaty kredytu/utraty wartości zabezpieczenia. Generalnie nie poprawi to oceny zdolności kredytowej. Praktyka banków wskazuje, że identyfikacja ryzyka ESG może jedynie pogorszyć ocenę kredytobiorcy. Ocena pozytywna przez bank ryzyka ESG skutkuje brakiem pogorszenia łącznej oceny podmiotu.

Aktualnie banki wykonują analizy w ujęciu sektorowym, aby tworzyć listy branż perspektywicznych/preferowanych. Ale zaliczenie podmiotu do tych branż nie daje dodatkowych punktów do oceny zdolności kredytowej. Analizowane są również oceny ryzyka ESG w ujęciu portfelowym, ale służą weryfikacji stosowanych metod oceny tego ryzyka. Np. przy stwierdzonych problemach w terminowości regulowania zobowiązań w grupach klientów, dla których ryzyka ESG ustalono jako wysokie. Nie można wykluczyć, że praktyka banków ulegnie zmianie po pełnym wdrożeniu raportowania ESG przez podmioty gospodarcze.

Szanse z wdrażania koncepcji ESG w kontekście polityki współpracy z klientem można upatrywać w tym, że finansowane będą jedynie inwestycje preferowane (np. transformacja), np. w kierunku zmniejszenia emisyjności (odpowiednio do strategii biznesowej).

Ryzyka wynikające z czynników ESG oznaczają możliwość ich negatywnego wpływu na działalność przedsiębiorstwa, w tym na dostęp do kapitału, gdyż są uwzględniane przez banki na etapie oceny wniosku o przyznanie finansowania. Banki oczekują dostarczenia informacji pozwalających im oszacować, jakie ryzyka ESG występują w przedsiębiorstwie wnoszącym o kredyt oraz, w jakim stopniu mogą one zwiększyć prawdopodobieństwo braku spłaty kredytu lub, jakie mogą być trudności w ewentualnym upłynnieniu zabezpieczeń, jeśli dojdzie do egzekucji.

Ewentualne skutki pojawienia się ryzyka ESG mogą mieć charakter krótko, średnio lub długoterminowy. Ryzyko ESG należy rozpatrywać jako ryzyko przekrojowe o istotnym znaczeniu dla przedsiębiorstwa w długim horyzoncie czasowym. Jego mitygacja jest istotnym czynnikiem dla budowania wartości przedsiębiorstwa i stabilności jego rozwoju w ujęciu długoterminowym. Istnieją narzędzia umożliwiające korzystanie z wypracowanych w tym zakresie praktyk rynkowych, np. Skaner Dobrych Praktyk udostępniony przez Giełdę Papierów Wartościowych¹.

Uwzględniając zagrożenia związane z czynnikami środowiskowymi (fizycznymi) można dokonać ich podziału na ryzyka nagłe (np. burze i powodzie) oraz chroniczne, które są efektem długofalowych zmian klimatycznych (np. susze, upały). W zakresie środowiskowym można też zdefiniować ryzyko przejścia (transformacji), które odnosi się do sytuacji, gdy przedsiębiorca nie jest w stanie odpowiednio zareagować na zmiany prawne związane z obszarem ESG.

¹ Informacje o Skanerze Dobrych Praktyk GWP udostępnia pod linkiem: <https://www.gpw.pl/dpsn-skaner> (dostęp 5.01.2024), a statystyki dotyczące stosowania wypracowanych dobrych praktyk dostępne są pod linkiem: <https://app.powerbi.com/view?r=eyJrljoiNmJiOTVIYzUtOGYxMi00ZjkyLWJiMGYtNmQyMTgxM2FhMzQzIiwidCI6ImEzNDZlYTAzNGNkZC04YTQ5LTljZDEwMzlmZjE1OSIsImMiOj9> (dostęp 5.11.2024).

Tabela 2. Zakres ryzyka ESG i jego możliwy wpływ na kredytobiorców

Zakres ryzyka	Wpływ na kredytobiorców
Ryzyko środowiskowe	- stanowi ryzyko możliwego pogorszenia zdolności kredytobiorcy do spłaty zobowiązań w wyniku prowadzenia działalności na obszarze narażonym na negatywne skutki wpływu czynników środowiskowych, - ryzyko środowiskowe uwzględnia się również w kontekście oceny narażenia na skutki czynników środowiskowych nieruchomości przyjętych jako zabezpieczenie spłaty
Ryzyko społeczne	- stanowi ryzyko możliwych strat banku w wyniku negatywnych następstw czynników społecznych (obecnych i przyszłych), - przy szacowaniu tego ryzyka uwzględnia się m.in. wpływ klienta, społeczność lokalną, naruszenie obowiązujących przepisów prawnych (np. prawa pracy, człowieka), które mogą skończyć się dochodzeniem roszczeń na drodze sądowej
Ryzyko związane z zarządzaniem	- stanowi ryzyko możliwych strat banku w wyniku negatywnych skutków nieprawidłowego procesu zarządzania w działalności kredytobiorcy, - uwzględnia się wpływ na funkcjonowanie działalności oraz nieruchomości stanowiące zabezpieczenie spłaty zobowiązań

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Iwanicz-Drozdowska 2024, s. 161–164.

Wskazane ryzyka są uwzględniane przez instytucje finansowe jako powodujące potencjalnie negatywne skutki dla oceny współpracy z klientem, lub możliwości spłaty danej ekspozycji kredytowej. Ich negatywne następstwa mogą wpływać na wartość nieruchomości stanowiących zabezpieczenie spłaty. Identyfikacja braku ryzyka lub ich niskiego poziomu może być traktowana przez banki jako zwiększenie prawdopodobieństwa kontynuacji działalności gospodarczej i utrzymania wyników finansowych na poziomie nie gorszym niż na etapie wnioskowania o kredyt.

Łączna analiza ryzyka fizycznego oraz przejścia wynika z możliwości ich wstępnego oszacowania na podstawie ogólnie dostępnych danych, pozwala zidentyfikować poziom ryzyka jeszcze przed odniesieniem się do oświadczeń i dokumentów złożonych przez klienta w ramach wnioskowania o kredyt lub przed weryfikacją raportu zawierającego ujawnienia. W tabeli 3 wskazano przykładowe obszary, na które mogą wpływać ryzyka fizyczne i przejścia oraz potencjalne skutki zaistnienia takiej sytuacji. Prezentowany zakres nie stanowi katalogu zamkniętego, a w danym przedsiębiorstwie należy uwzględnić kwestie dotyczące m.in. lokalizacji, branży w jakiej działa oraz rynków zbytu. Zakres danych pozyskanych przez banki, których źródłem będą ujawnienia przygotowane przez podmioty gospodarcze będzie zwiększał się odpowiednio jak będzie ona obejmowała kolejne podmioty. Dyrektywa NFRD nakłada na spółki spełniające łącznie dwa kryteria (jednostka zainteresowania publicznego oraz zatrudnienie przekraczające na dzień bilansowy 500 pracowników) obowiązek sporządzania i publikowania oświadczenia niefinansowego

dotyczącego kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem. Od 2025 r. stopniowo będzie rosła grupa podmiotów podlegających obowiązkowym ujawnieniom, choć proces ten został spowolniony w świetle najnowszych regulacji Komisji Europejskiej (Dyrektywa 2025).

Tabela 3. Potencjalne skutki materializacji ryzyka środowiskowego

Rodzaj ryzyka ESG	Obszary wpływu	Potencjalne skutki
Ryzyka fizyczne (nagłe i chroniczne)	zmiana wartości aktywów podmiotu (skutki nagłych zdarzeń pogodowych, jak burze, lub chronicznych, jak erozja gleby i osuwiska)	• zwiększenie kosztów wynikające z konieczności usuwania skutków materializacji ryzyka • zwiększenie kosztów ubezpieczenia majątku • konieczność pozyskania finansowania inwestycji odtworzeniowych • ryzyko utraty ciągłości działania, wymuszone przerwy w działaniu przedsiębiorstwa spowodowane materializacją ryzyka • ryzyko zmniejszenia płynności oraz rentowności działalności
Ryzyko przejścia	zmieniające się otoczenie prawne	• wzrost kosztów prawnych wynikających z konieczność dostosowania się do zmieniających się przepisów (niższa rentowność) • ryzyko reputacyjne w sytuacji niedostosowania się do zmian

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Redqueen 2023.

W tabeli 4 wskazano kryteria, na podstawie których zakres obowiązków sprawozdawczych w kolejnych latach będzie rozszerzany o kolejne podmioty. Dyrektywa CSRD zwiększa katalog spółek zobligowanych do sporządzenia ujawnień. Kryteria kwalifikujące spółki odnoszą się bezpośrednio do liczebności pracowników oraz wyniku działalności podmiotu odzwierciedlonej w księgach rachunkowych, tj. obrotu netto rozumianego jako przychody ze sprzedaży oraz sumy bilansowej przedsiębiorstwa.

Aktualnie przedsiębiorstwa muszą uwzględnić ryzyko przejścia związane z dużą liczbą zmieniających się przepisów oraz faktem, że ich treść może ewoluować. Zakres możliwego ryzyka jest bardzo szeroki i wymaga uwzględnienia potencjalnego zagrożenia w każdym aspekcie dotyczącym prowadzonej działalności gospodarczej (Marcinkowska 2022)². Materializacja ryzyka ESG może mieć pośredni lub

² Jako główne kanały transmisji czynników ESG wskazano: jako pierwszą obniżoną rentowność przedsiębiorstwa, następnie obniżoną wartość aktywów (przede wszystkim nieruchomości) przedsiębiorstwa oraz osób prywatnych (głównie przyjętych jako zabezpieczenie zobowiązań). Obniżony popyt na produkty przedsiębiorstwa i wynikające z niego zakłócenia w prowadzeniu działalności. Zmniejszenie produktywności i podaży na jego produkty. Straty wynikające z realizowanych inwestycji finansowych (zmniejszenie wartości akcji i obligacji) oraz wzrost kosztów funkcjonowania

bezpośredni wpływ na utrzymanie odpowiedniej rentowności przedsiębiorstwa, np. w związku z koniecznością poniesienia kosztów inwestycji i dostosowaniem do regulacji prawnych lub inwestycji odtworzeniowych w przypadku materializacji nagłego ryzyka fizycznego. Ryzyko fizyczne nagłe oraz chroniczne mogą wpływać na zmniejszenie wartości aktywów przedsiębiorstwa. Należy również wskazać, że standardem jest wskazywanie przez rzeczoznawców majątkowych w operatach szacunkowych ryzyka związanego z czynnikami środowiskowymi, m.in. podtopieniami. Jeżeli zostanie ono zidentyfikowane, ma to bezpośrednie przełożenie na szacowaną wartość nieruchomości, w sytuacji przedstawienia jej w banku jako przedmiot zabezpieczenia spłaty zobowiązania.

Tabela 4. Harmonogram implementacji Dyrektywy CSRD

Pierwszy okres objęty ujawnieniami	Rok pierwszych ujawnień	Kryteria dla spółek
Sprawozdanie za rok obrotowy 2024 r.	2025	Spółki spełniające kryteria określone w Dyrektywie NFRD (JZP oraz jednostki dominujące), dla których spełniono łącznie dwa z poniższych kryteriów: • zatrudnienie > 500 pracowników • obrót netto > 40 mln EUR • suma bilansowa > 20 mln EUR
Sprawozdanie za rok obrotowy 2027 r.	2028	Duże podmioty oraz jednostki dominujące, dla których spełniono łącznie dwa z poniższych kryteriów: • zatrudnienie > 250 pracowników • obrót netto > 40 mln EUR • suma bilansowa > 20 mln EUR
Sprawozdanie za rok obrotowy 2028 r.	2029	Podmioty definiowane jako małe i średnie (notowane na rynku regulowanym UE), dla których spełniono łącznie dwa z poniższych kryteriów: • zatrudnienie > 10 pracowników • obrót netto > 700 tys. EUR • suma bilansowa > 350 tys. EUR
Sprawozdanie za rok obrotowy 2028 r.	2029	Pośrednio podmioty spoza UE, które: • posiadają oddział na terenie UE oraz uzyskały w UE obrót netto przekraczający 150 mln EUR, lub • są spółką dominującą, a ich spółka zależna działająca w UE uzyskała obrót przekraczających 40 mln EUR.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Dyrektywy CSRD z 14.04.2025.

(np. w wyniku wzrostu kosztów surowców, kosztów obsługi prawnej, kosztów zgodności z przepisami, kosztów składek ubezpieczeniowych). Trudności lub brak możliwości pozyskania finansowania, np. w wyniku zwiększonych wymogów kredytowych.

3. Badanie ryzyka ESG w kontekście oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstw

3.1. Dane źródłowe do wyznaczenia poziomu ryzyka ESG

Mając na uwadze, że banki będą uzależniały skłonność do udzielania finansowania od poziomu ekspozycji na ryzyka ESG oraz dodatkowo stopnień zgodności prowadzonej działalności i celu inwestycji m.in. z Taksonomią UE, pojawiają się rodzaje działalności o łatwiejszym dostępie do kapitału (mBank 2023)³. Efektem takiego podziału będzie wyłonienie branż chętniej finansowanych przez banki i takich w stosunku do których będzie sukcesywnie ograniczane zaangażowanie kredytowe (PKO BP 2023)⁴.

Tabela 5. Zestawienie branż o utrudnionym i ułatwionym dostępie do kapitału

Branże o utrudnionym dostępie do kapitału	Branże o ułatwionym dostępie do kapitału (preferowane)
• związane z wydobywaniem węgla kamiennego i brunatnego, • branże okołowęglowe (produkcja maszyn do górnictwa, handel węglem), • wysokoemisyjne • wydobywanie ropy naftowej, gazu, • wytwarzanie i dystrybucja paliw ciekłych i gazowych, • produkcja i obrót chemikaliami i wyrobami z gumy	• OZE (farmy fotowoltaiczne oraz wiatrowe) • elektromobilność • recykling • branże niskoemisyjne • budownictwo (inwestycje posiadające świadectwa charakterystyki energetycznej)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań niefinansowych: PKO BP 2023; mBank 2023.

³ Uwzględnienie Taksonomii UE w procesach, w tym kredytowych oraz procedurach, produktach finansowych, stanowi jedno z celów strategii mBanku na lata 2021–2025. Zgodnie ze strategią bank finansuje inwestycje w odnawialne źródła energii oraz inne „zielone branże”, w tym recykling i elektromobilność. W latach 2021–2025 bank chce przeznaczyć na ten cel 10 mld PLN. W celu realizacji celów Taksonomii UE dostosowano w banku proces kredytowy oraz wspomagające go systemy bankowe (w taki sposób, aby już w chwili udzielania finansowania dla działalności było wiadomo, na ile jest zgodna z Taksonomią). Wynik weryfikacji będzie zapisywany w systemach informatycznych na potrzeby sprawozdawczości.

⁴ W części 13 raportu PKO BP S.A., tj. Oświadczenie na temat informacji niefinansowych pkt 13.7.6 Środowisko wskazuje w zakresie branż preferowanych przyjęcie Polityka finansowania sektora odnawialnych źródeł energii (oze): [...] Przyjęta i wdrożona w 2020 r. dla Banku oraz Grupy Kapitałowej. Rewizja w 02/2022 r. (rozszerzenie katalogu zabezpieczeń i źródeł spłaty). Cel: sukcesywnie zwiększanie udziału w finansowaniu (OZE). Motywacja: wspieranie środowiska naturalnego; zapobieganie globalnym zmianom klimatu; transformacja gospodarki Polski w stronę zeroemisyjności. [...] i odpowiednio odnośnie do zmniejszania zaangażowania kredytowego Polityka finansowania sektora energii wysokoemisyjnej: [...] Cel: stopniowa zmiana struktury portfela kredytowego poprzez sukcesywnie ograniczanie zaangażowania wobec klientów i transakcji opartych na węglu jako nośniku energii (zbieżność z europejską polityką klimatyczną i dążeniem do zeroemisyjności w 2050 r.). [...].

Banki zgodnie z wytycznymi EBA (*European Banking Authority*) są zobowiązane do identyfikacji kredytobiorców, którzy są narażeni bezpośrednio oraz pośrednio na ryzyka ESG (Wytyczne EBA 2020). Banki mogą w tym celu korzystać z map ryzyka, które odnoszą ryzyko związane z klimatem do odpowiednich sektorów gospodarki. Ocena ryzyka ESG na podstawie map ryzyka stanowi w tym zakresie pierwszy etap analizy prowadzonej przez instytucje finansowe wobec klienta. Instytucje finansowe przyjmują różne założenia i źródła danych tworząc mapy ryzyka, ale zawsze wychodzą od dwóch podstawowych kwestii, tj. przedmiotu działalności oraz lokalizacji.

Tabela 6. Zakres informacji uwzględniany przy ocenie ryzyka ESG na podstawie map ryzyka

Parametr	Rodzaj kodu	Zakres analizy
Przedmiot działalności	kody PKD	- analizie podlega rodzaj prowadzonej działalności (zostanie uwzględniony główny przedmiot działalności) - każdemu kodowi PKD przypisuje się poziom dla ryzyk E, S oraz G wg. gradacji, np.: wysokie, średnie, niskie lub brak - każdy kod PKD ma również przyporządkowany poziom ryzyka przejścia, np. znaczące, nieistotne lub brak
Lokalizacja	kody TERYT lub kody pocztowe	- analizie podlega lokalizacja prowadzonej działalności gospodarczej oraz, jeżeli kredyt dotyczy inwestycji, prowadzona jest analiza lokalizacji prowadzonego przedsięwzięcia inwestycyjnego - informacje o lokalizacji dają wiedzę o narażeniu na ryzyka klimatyczne fizyczne (chroniczne i nagłe)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Rozporządzenia KE 2022/2453.

Dane dotyczące rodzaju prowadzonej działalności na podstawie kodu PKD są jednolite i wykorzystywane w ewidencji działalności (CEIDG, KRS⁵) oraz na potrzeby statystyki publicznej (tabela 6). W przypadku kodów TERYT oraz rzadziej stosowanych na potrzeby oceny ryzyka ESG kodów pocztowych, są to systemy zunifikowane. Instytucje finansowe częściej stosują kody TERYT, ponieważ są one zbiorem elementów nie powtarzających się, w odróżnieniu do kodów pocztowych, gdzie zdarzają się już jednakowe kody dla różnych lokalizacji⁶.

⁵ Wszystkie podmioty gospodarcze działające na terytorium Polski mają wskazany m.in. jeden kod PKD, w przypadku spółek wskazanie to znajduje się w umowie spółki i jest przekazywane do Krajowego Rejestru Sądowego (KRS), dla jednoosobowych działalności uwzględnione jest podczas rejestracji w Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej (CEIDG).

⁶ Wyszukiwarka kodów TERYT jest dostępna pod linkiem: https://eteryt.stat.gov.pl/eTeryt/rejestr_teryt/udostepnianie_danych/baza_teryt/uzytkownicy_indywidualni/wyszukiwanie/wyszukiwanie.aspx?contrast=default (dostęp 15.04.2024)

Znacznie trudniejszym zadaniem jest ustalenie drugiej składowej (potencjalnego poziomu narażenia na ryzyka ESG), niezbędnej do określenia wartości ryzyka w matrycy. Nie ma obecnie jednego zatwierdzonego przez organy regulacyjne źródła danych⁷. Aktualnie banki korzystają z różnych źródeł, w tym ogólnie dostępnych, jak Klimada 2.0, Copernicus, oraz dostępnych po wykupieniu subskrypcji, jak dane pochodzące z bazy Cenatorium (tabela 7).

Tabela 7. Zakres dostępnych danych w zależności od źródła

Rodzaj źródła	Zakres dostępnych informacji	Dostępność źródła
Klimada 2.0	• scenariusze klimatyczne (dla dotychczasowej emisji gazów i dla jej zmniejszenia) • ryzyko związane z wpływem czynników środowiskowych (np. upałami i suszami) • informacje i analizy dotyczące adaptacji do zmian klimatu (można je sortować po dekadach oraz czynnikach, np. temperatura, opady) • bazę wiedzy o aktach prawnych dotyczących ryzyka środowiskowego	Otwarty zasób nie wymaga zawierania umowy. Informacje dostępne pod linkiem: https://klimada2.ios.gov.pl/ (dostęp 15.10.2024)
Copernicus	• zawiera dane statystyczne, np. o liczbie dni z przymrozkami, dni upału, dni bez deszczu itp. • zbiera dane w wielu obszarach, w tym sektorowo przy użyciu tzw. magazynu danych klimatycznych • zawiera dane historyczne oraz prognozy do 2100 roku	Otwarty zasób nie wymaga zawierania umowy (program realizowany przez UE). Informacje dostępne pod linkiem: https://www.copernicus.eu/pl (dostęp 15.10.2024)
Think-Hazard	• pozwala określić wpływ danego czynnika (np. powodzie rzeczne, pożary, osuwiska) na określony obszar geograficzny	Otwarty zasób nie wymaga zawierania umowy. Informacje dostępne pod linkiem: https://thinkhazard.org/en/ (dostęp 15.10.2024)

⁷ W związku z przedstawieniem w lutym 2024 r. przedstawicielom sektora bankowego projektu wytycznych „EBA Draft Guidelines on the management of ESG risks” Związek Banków Polskich wskazał w imieniu uczestników konsultacji, jako jedną z uwag do proponowanych wytycznych, wypracowanie jednego narzędzia służącego do oceny ryzyka ESG. Konsultację zakończono w kwietniu 2024 r., a publikacja ostatecznej wersji wytycznych planowana jest na koniec 2024 r.

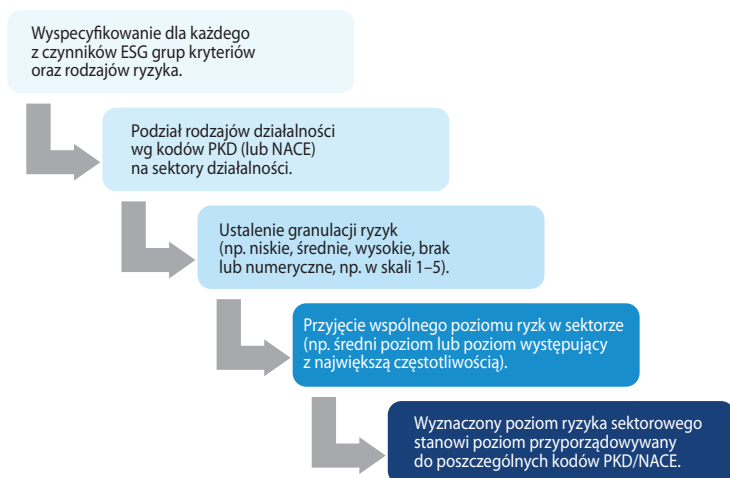
Tabela 7. (cd.)

Rodzaj źródła	Zakres dostępnych informacji	Dostępność źródła
Cenatorium Sp. z o.o. (ul. Piękna 68, 00-672 Warszawa)	- narzędzie przeznaczone do oceny narażenia na ryzyka ESG nieruchomości stanowiących zabezpieczenie spłaty zobowiązań - poza informacjami o ryzykach środowiskowych, zakres prezentowanych danych można rozszerzyć m.in. o częstotliwości popełnianych na danym obszarze przestępstw i ich rodzaj - uwzględnia informacje o certyfikatach energetycznych oraz roku budowy nieruchomości	Baza dostępna po zawarciu umowy, w której określony jest zakres danych.

Źródło: opracowanie własne.

Po wyodrębnieniu źródeł informacji, lokalizacji oraz potencjalnego narażenia na ryzyka ESG następuje tworzenie mapy ryzyka umożliwiającej przeprowadzenie oceny poszczególnych klientów. EBA w wytycznych dotyczących udzielania i monitorowania kredytów wskazuje również konieczność pogłębienia analizy, jeżeli ocena potencjalnego ryzyka ESG, zrealizowana na podstawie map ryzyka, wykaże ryzyko wysokie.

Rysunek 1. Przykład procesu tworzenia mapy ryzyka ESG



Źródło: opracowanie własne.

3.2. Metody odniesienia poziomu ryzyka ESG do zdolności kredytowej

Banki postrzegają ryzyko ESG jako ryzyko przekrojowe wpisujące się we wszystkie pozostałe istotne rodzaje ryzyka bankowego, tj. koncentracji, operacyjne, utraty reputacji, braku zgodności, płynności oraz oczywiście ryzyko kredytowe. KNF oczekuje, aby, udzielając odpowiedzi na pytania w ramach procesu BION, instytucje finansowe wyjaśniły, czy i w jaki sposób włączyły ryzyka ESG do ram zarządzania pozostałymi obszarami ryzyka.

Procesy realizowane w bankach w ramach oceny ryzyka kredytowego służą ustaleniu, czy wnioskodawca ma zdolność kredytową, definiowaną jako zdolność do spłaty zaciągniętego w banku zobowiązania (kredytu) wraz z wynagrodzeniem za nie (odsetkami), z zachowaniem terminów wskazanych w umowie (art. 70 pkt 1 Ustawy Prawo bankowe 1997). Zdolność kredytową bank określa dla konkretnej transakcji, ale ryzyko kredytowe jest pojęciem znacznie szerszym i odnosi się do ogółu czynności realizowanych w ramach współpracy z bankiem, m.in. gwarancji, akredytyw, poręczeń, operacji dewizowych (Iwanicz-Drozdowska i in. 2013, s. 255). W ramach procesu kredytowego ryzyko ESG rozpatrywane jest w zakresie ryzyka związanego z wnioskowanym finansowaniem oraz w odniesieniu do podmiotu, z którym bank nawiązuje relację kredytową (tabela 8).

Tabela 8. Ryzyka ESG w procesie kredytowym

Pytanie	Nawiązywanie relacji z podmiotem wnioskującym	W ramach wnioskowanej transakcji kredytowej
Co jest przedmiotem oceny?	• stopień wdrożenia czynników ESG w ramach zasad wg jakich funkcjonuje podmiot • zakres działań podjętych przez podmiot w ramach identyfikacji oraz, jeśli zachodzi taka potrzeba, mitygacji ryzyka ESG	• ocena celu przedsięwzięcia inwestycyjnego, np. przez pryzmat oceny jego zgodności z Taksonomią UE • ocena pozytywnego/negatywnego wpływu finansowania na otoczenie w ramach czynników związanych ze środowiskiem, otoczeniem społecznym i zarządzaniem • w przypadku finansowania obrotowego ocena w kontekście prowadzonej działalności
Z jaką częstotliwością przeprowadzana jest ocena?	• na etapie nawiązania relacji lub ponownego wnioskowania o finansowanie • w ramach monitoringu kredytowego	• na etapie wnioskowania o finansowanie • w ramach monitoringu kredytowego

Tabela 8. (cd.)

Pytanie	Nawiązywanie relacji z podmiotem wnioskującym	W ramach wnioskowanej transakcji kredytowej
Jakie są źródła danych	• sprawozdania podmiotu • informacje dostępne na stronie internetowej podmiotu • ratingi (w tym wyszukiwarki internetowe na stronach firm ratingowych) • oświadczenia klienta	• sprawozdania podmiotu oraz informacje dostępne na stronie internetowej podmiotu • ratingi (w tym wyszukiwarki internetowe na stronach firm ratingowych) • dokumentacja techniczna związana z inwestycją • ekspertyzy i opinie związane z inwestycją • oświadczenia i ankiety uzupełniane przez klienta • wnioski z inspekcji z miejsca realizacji inwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (red. Iwanicz-Drozdowska 2024, s. 161–164).

Istnieją metody kalkulacji ryzyka ESG, które dzięki zastosowaniu ujęcia macierzowego skutkują uzyskaniem jednego łącznego wyniku. Tak skonstruowana uproszczona ocena ratingowa stanowi część opinii przekazywanej przez pracowników analizujących wniosek kredytowy do osoby podejmującej decyzję (decydenta) (rysunek 2).

Rysunek 2. Przykład oceny ryzyka ESG w procesie kredytowym w ujęciu macierzowym

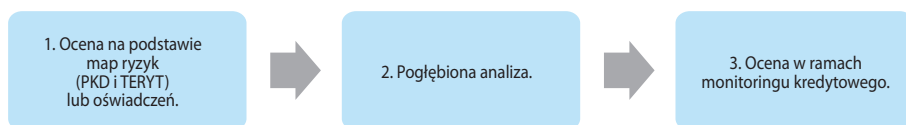
Ryzyko nawiązania relacji, gdzie: a – niskie b – średnie c – wysokie d – nieakceptowalne	d I	d II	d III	d IV	d V
	c I	c II	c III	c IV	c V
	b I	b II	b III	b IV	b V
	a I	a II	a III	a IV	a V
Ryzyko wnioskowanej transakcji, gdzie: I – nieistotne, II – niskie, III – średnie, IV – wysokie, V – nieakceptowalne					

Źródło: opracowanie własne.

5. Metody mitygacji ryzyka ESG – doświadczenia rynkowe

Ustalenie podstawowego (pierwszego) poziomu potencjalnego narażenia na ryzyka ESG odbywa się na etapie kontaktu klienta z jednostką biznesową, tj. pracownikami odpowiadającymi za sprzedaż i obsługę klienta. Banki, aby pogodzić konieczność ekspansji biznesu, pozyskiwania nowych klientów, utrzymania zyskowności z zachowaniem ryzyka kredytowego na akceptowalnym poziomie, stosują dodatkowy etap pośredni oceny ryzyka. Służy on klasyfikacji klientów w zależności od uzyskanego na pierwszym etapie poziomu ryzyka ESG. W przypadku zidentyfikowania ryzyka ESG na poziomie wysokim stosowana jest pogłębiona analiza.

Rysunek 3. Etapy oceny ryzyka ESG w procesie kredytowym



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wytyczne EBA 2020.

W przypadku klientów w stosunku do których zidentyfikowano wysoki poziom ryzyka ESG (domyślnie bardziej szkodowych), bank będzie szukał możliwości mitygacji ryzyka kredytowego zakładając wyższy poziom szczegółowości. Bank może dokładniej analizować, np. sprawozdanie z działalności zarządu, informację dodatkową, stronę internetową podmiotu, informacje prasowe w poszukiwaniu informacji o inwestycjach realizowanych przez przedsiębiorstwo, których celem jest np. zmniejszenie zużycia energii elektrycznej, zminimalizowanie negatywnego wpływu ryzyka środowiskowego (np. podtopień). Na tym etapie ponownej analizie poddawane są również oświadczenia oraz pozostałe dokumenty zawierające informacje z zakresu ESG składane przez klienta na etapie wnioskowania o kredyt.

Zakres zbieranych informacji jest różny w poszczególnych instytucjach finansowych. Część banków stosuje bardzo obszerne ankiety, a pytania w nich zawarte dostosowuje do sektora lub branży w jakiej działają klienci. Bank Gospodarstwa Krajowego posiada ankietę ogólną oraz ankiety specjalne dla podmiotów działających w sektorach ochrony zdrowia, ciepłownictwa i mieszkalnictwa społecznego. Banki spółdzielcze (zrzeszenie 2) przedstawiają swoim klientom ankiety, w których pytania podzielono na bloki dotyczące ryzyka środowiskowego, społecznego, związanego z zarządzaniem i, dodatkowo, ryzykiem fizycznym i ryzykiem przejścia. Pytania dotyczą również stosowanych metod mitygacji negatywnego wpływu poszczególnego ryzyka na interesariuszy i środowisko. Banki spółdzielcze stosują ankiety z podziałem na segmenty klientów (podmiot duży, mały, rolnik). Najmniejszy zakres pytań dotyczących kwestii związanych z ESG znalazł się w arkuszu dotyczącym danych wnioskodawcy w banku komercyjnym. Docelowo, podstawową rolę informacyjną w zakresie ryzyka ESG powinno przejąć obowiązkowe raportowanie w tym zakresie.

Tabela 9. Informacje dotyczące ESG wymagane przez banki we wniosku kredytowym

Zakres tematyczny oświadczeń składanych na etapie wniosku kredytowego	Nazwa banku	Źródło
• brak ankiet z podziałem na sektory/branże • zakres tematyczny pytań dotyczy: posiadania wymaganych prawem zezwoleń, zgód oraz koncesji, wpływu działalności na obszary chronione, objęte ochroną archeologiczną, szczególnego znaczenia kulturowego, obszary o znaczeniu ekologicznym, ewentualnych kar nałożonych na niego (w ostatnich 2 latach) wynikających z nieprzestrzegania: zasad BHP, kodeksu pracy, przepisów dotyczących ochrony środowiska	Bank komercyjny	Formularz dotyczący informacji o wnioskodawcy.
• trzy ankiety: dla dużych firm, małych firm oraz dla rolników • zakres pytań podzielony na trzy bloki, tj. czynniki środowiskowe, społeczne oraz zarządcze	Banki Spółdzielcze zrzeszenie 1	Ankieta uzupełniania na etapie wnioskowania o kredyt.
• dwie ankiety w podziale na segmenty określone jako mikro/mały/średni oraz duży • podział zagadnień w ankiecie na ryzyka środowiskowe, społeczne, związanego z zarządzaniem i, dodatkowo, ryzyka fizyczne i ryzyka przejścia • dla klienta dużego oczekiwanie udostępnienia informacji o emisyjności z zakresu SCOPE 1, SCOPE 2 i SCOPE 3^a • w ankiecie uwzględniono możliwość udzielenia informacji o mitygacji ryzyka	Banki Spółdzielcze zrzeszenie 2	Ankieta uzupełniania na etapie wnioskowania o kredyt.
• ankieta ogólna oraz ankiety specjalne (ochrona zdrowia, ciepłownictwo, mieszkalnictwo społeczne) • zakres pytań w ankietach szczegółowych dotyczy: obowiązku sporządzania sprawozdań niefinansowych (zgodnie z ustawą o rachunkowości), szacowania śladu węglowego, planowanych działań mających na celu jego redukcję, pytanie o informacje, czy na obszarze działania występowały historycznie zjawiska klimatyczne o nagłym przebiegu, informacje o polityce gospodarowania wodą i odpadami • zakres pytań w ankiecie standardowej dotyczy: oszacowania śladu węglowego, zużycia wody, procedur dotyczących praw pracowników, przeprowadzenia konsultacji społecznych przed rozpoczęciem projektu, zakresu działań realizowanych w ramach przeciwdziałania zmianom klimatu	Bank Gospodarstwa Krajowego	Prezentacja przedstawiciela Banku Gospodarstwa Krajowego w ramach Konferencji ESG 2024 (18–19.03. 2024 r. Warszawa).

^a SCOPE 1 – Emisje z pierwszego zakresu są to bezpośrednie emisje podmiotu (np. ogrzewanie, emisja wynikająca z użytkowania posiadanych pojazdów, klimatyzacji). SCOPE 2 – Emisje z zakresu drugiego jest to wartość emisji pośredniej wynikającej np. zakupionej energii elektrycznej. SCOPE 3 – Emisje z zakresu trzeciego są to emisje pośrednie wynikające z wartości ustalonych w łańcuchu wartości (emisje wynikające z działalności dostawców i odbiorców podmiotu).

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe zestawienie wskazuje na znaczące rozbieżności w zakresie zbieranych informacji, oraz fakt, że już na tym etapie banki dysponują obszerną informacją w zakresie reagowania klienta na czynniki ryzyka ESG. W sytuacji, gdy zidentyfikowano poziom ryzyka ESG jako wysoki, następuje wstrzymanie procesu kredytowego i wystąpienie do wnioskodawcy o dostarczenie dodatkowej dokumentacji lub wyjaśnień.

Tabela 10. Narzędzia ograniczania ryzyka ESG po złożeniu wniosku kredytowego

Rodzaj dokumentu	Rodzaj finansowania		Uwagi
	celowe	obrotowe	
Dodatkowa ankieta ze szczegółowymi pytaniami	+	+	Stanowi oświadczenie klienta, mogą wystąpić trudności z weryfikacją wiarygodności informacji.
Oświadczenie z zakresu działalności wpływającej na wysoki poziom ryzyka	+	+	Stanowi oświadczenie klienta, mogą wystąpić trudności z weryfikacją wiarygodności informacji.
Ekspertyza środowiskowa	+	*	Dokument sporządzony przez osobę z odpowiednimi kompetencjami, nie rodzi ryzyka związanego z wiarygodnością dokumentów. Nie daje informacji o całej realizowanej działalności (*nie dotyczy spółek SPV).
Rating ESG		+	Sporządzony przez firmę specjalizującą się w ratingach ESG, dotyczy ryzyka ESG w kontekście całej działalności nie poszczególnych przedsięwzięć inwestycyjnych. Duża rozbieżność w skalach ocen oraz przyjętych metodykach oceny rodzi ryzyko niepoprawnego odczytania poziomu ryzyka.
Pozwolenia na realizację inwestycji (np. pozwolenie na budowę), opinie techniczne	+	*	Dokumenty sporządzone przez osoby z odpowiednimi kompetencjami i uprawnieniami. Dokument dotyczy poszczególnych inwestycji z niecałej działalności (*nie dotyczy spółek SPV ^a).

^a SPV, czyli spółka celowa, lub SPE – spółka specjalnego przeznaczenia. Zazwyczaj spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółka komandytowa, którą powołano w określonym celu, np. realizacji jednego przedsięwzięcia inwestycyjnego.

Źródło: opracowanie własne.

Dokumenty i oświadczenia wskazane w tabelach 9 i 10, w zależności od metodyki przyjętej w poszczególnych bankach, mogą służyć obniżeniu ryzyka ESG łącznie lub dla poszczególnych jego składników. Ocena ryzyka ESG w ramach monitoringu wskazanego na rysunku 2 jako trzeci etap ma charakter wtórny i służy ocenie w ramach analizy portfelowej. Nie ma on wpływu na fakt dalszego kredytowania, ale może wiązać się z potrzebą uzyskania dodatkowych informacji od klienta, np. w sytuacji znaczącej zmiany ustalonego wcześniej poziomu ryzyka.

Podsumowanie

Implementacja koncepcji ESG do działalności przedsiębiorstwa oraz odpowiednie ujawnianie elementów składowych w cyklicznych raportach jest nieuchronne. Ponadto będzie się wiązało z łatwiejszym dostępem do programów wspierających realizację działań zgodnych z celami tej koncepcji, w szczególności uzyskiwania wsparcia finansowego, a zwłaszcza celami środowiskowymi czy klimatycznymi. Ocena przedsiębiorstwa przez pryzmat zrównoważonego rozwoju, w tym właściwej identyfikacji ryzyka ESG oraz wdrożenia skutecznych sposobów jego ograniczania, już obecnie wpływa na dostęp do kapitału. Przedsiębiorcy wnioskujący o finansowanie podlegają badaniom, w jaki sposób ryzyka ESG wpływają na ich działalność. Dlatego istnieje potrzeba nadania odpowiedniej rangi działaniom w zakresie ESG w strategii firmy (Khalid i in. 2021).

Instytucje finansowe również podlegają obowiązkowi ujawnień, a jego naturalnym następstwem będą rosnące wymagania stawiane podmiotom wnioskującym o finansowanie. Przedsiębiorcy obecnie mierzą się ze wzrostem oczekiwań dotyczących zakresu informacji, które banki uznają za niezbędne w ramach wniosków kredytowych – i proces ten będzie się pogłębiał.

Sektor bankowy jest stosunkowo silnie stymulowany, m.in. polityką nadzorczą, do wdrażania koncepcji ESG. Odpowiedzialność za jakość portfela kredytowego, udział w nim projektów odpowiadających standardom zrównoważonego rozwoju, a także szanse korzystania z programów pomocowych czy preferencyjnych linii kredytowych na ich finansowanie staje się także przedmiotem zainteresowania akcjonariuszy. Jednocześnie instytucje finansowe widzą w obowiązkach wynikających z transformacji w kierunku gospodarki zrównoważonej szansę na rozwój akcji kredytowej, a nawet rozszerzenia oferty o usługi ułatwiające przedsiębiorcom realizację ich ujawnień w zamian za lojalność wobec banku obsługującego klienta w zakresie kredytowym, transakcyjnym oraz depozytowym.

Bibliografia

Adrian T., Grippa P., Gross M., Haksar V., Krznar I., Lepore C., Lipinsky F., Oura H., Lamichane S., Panagiotopoulos A. (2022), *Approaches to Climate Risk Analysis in FSAPs*, IMF Staff Climate Notes, 5.

Agenda 2030 (2015), Rezolucja przyjęta przez Zgromadzenie Ogólne Organizacji Narodów Zjednoczonych w dniu 25 września 2015 r., dokument końcowy ze szczytu Organizacji Narodów Zjednoczonych, A/RES/70/1, https://www.un.org/pl/files/164/Agenda%202030_pl_2016_ostateczna.pdf (dostęp 2.11.2024).

Aven T., Renn O. (2009), *On risk defined as an event where the outcome is uncertain*, „Journal of Risk Research”, vol. 12.

Batten S., Sowerbutts R., Tanaka M. (2016), *Let's Talk About the Weather: The Impact of Climate Change on Central Banks*, Bank of England Working Paper 603, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2016/lets-talk-about-the-weather-the-impact-of-climate-change-on-central-banks.pdf> (dostęp 11.11.2024).

Berg F., Kölbel J.F., Rigobon R. (2019), *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. Review of Finance, 26(6), 1315–1344. doi: 10.1093/rof/rfac033

Broniewicz E., Jastrzębska E., Lulewicz-Sas E. (2024), *Environmental disclosures according to ESRS in ESG reporting of selected banks in Poland*. „Economics and Environment”, No. 1(88) 2024, 1–19. DOI: 10.34659/eis.2024.88.1.719

Buallay A. (2019), *Is Sustainability Reporting (ESG) Associated with Performance? Evidence from the European Banking Sector*. „Management of Environmental Quality”, 30(1). doi: 10.1108/MEQ-12-2017-0149

Buallay A., Fadel S.M., Alajmi J., Saudagaran S. (2020), *Sustainability Reporting and Bank Performance after Financial Crisis: Evidence from Developed and Developing Countries*. Competitiveness Review, 31(4), 747–770. doi: 10.1108/CR-04-2019-0040

Bukreeva A., Grishunin S. (2024), *ESG Risks and Their Impact on the Creditworthiness of Companies*, Procedia Computer Science 242, 766–772, https://www.researchgate.net/publication/383445605_ESG_Risks_and_Their_Impact_on_the_Creditworthiness_of_Companies (dostęp 18.07.2025).

Campiglio E., Dafermos Y., Monnin P., Ryan-Collins J., Schotten G., Tanaka M. (2018), *Climate Change Challenges for Central Banks and Financial Regulators*. „Nature Climate Change”, 8.

Carnevale C., Mazzuca M. (2014), *Sustainability Report and Bank Valuation: Evidence from European Stock Markets*. Business Ethics. „A European Review”, 23(1). doi: 10.1111/beer.12038

Chang H.Y., Liang L.W., Liu Y.L. (2021), *Using environmental, social, governance (ESG) and financial indicators to measure bank cost efficiency in Asia*. Sustainability (Switzerland), no. 13(20), <https://doi.org/10.3390/su132011139>

Chen X., Wan P. (2020), *Social Trust and Corporate Social Responsibility: Evidence from China*. „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, 27(2).

Dąbkowska A. (2023), *Raportowanie niefinansowe w aspekcie społecznym jako narzędzie budowania wizerunku banku przyjaznego dla klientów*. Przegląd Prawno-Ekonomiczny, 4/2023. <https://doi.org/10.31743/ppe.16780>

DeCotis P.A. (2021), *Corporate Social Responsibility. Climate and Energy*, 3. <https://doi.org/10.1002/gas.22224>

Di Tommaso C., Thorton J. (2020), *Do ESG Scores Effect Bank Risk Taking and Value? Evidence from European Banks*. „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, 27(5).

Dwojak Ł. (2023), *Rola banków we wdrażaniu przez podmioty gospodarcze strategii ESG*, *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu*, t. 102, nr 3.

Dyrektywa CSRD (2022), Dyrektywa PE i Rady [2022/2464/UE] z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju.

Dyrektywa NFRD (2014), Dyrektywa 2014/95/UE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY – 22 październik 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji o różnorodności przez niektóre duże przedsiębiorstwa i grupy.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2025/794 z dnia 14 kwietnia 2025 r. zmieniająca dyrektywy 2022/2464/UE i 2024/1760/UE (2025), https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202500794&qid=1744793729135 (dostęp 18.07.2025).

EBA (2021), *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investments firms*, EBA/REP/2021/18, <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks> (dostęp 23.11.2024).

ECB (2022), *Financial Stability Review*, November. ESRB (2016), „Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk”, ASC Report, No. 6.

Eccles G.R., Strohle C.J. (2018), *Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measure*. doi: 10.2139/SSRN.3212685, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685 (11.11.2024).

Escrig-Olmedo E., Rivera-Lirio J.M., Muñoz-Torres M.J., Fernández-Izquierdo M.A. (2017), *Integrating Multiple ESG Investors' Preferences into Sustainable Investment: A Fuzzy Multicriteria Methodological Approach*. „Journal of Cleaner Production”, 162.

ESRB (2020), *Positively green: Measuring climate change risks to financial stability*, June, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200608_on_Positively_green_-_Measuring_climate_change_risks_to_financial_stability~d903a83690.en.pdf?c5d033aa3c-648ca0623f5a2306931e26 (dostęp 17.11.2024).

Esteban-Sanchez P., Cuesta-Gonzalez M. de la, Paredes-Gazquez J.D. (2017), *Corporate Social Performance and Its Relation with Corporate Financial Performance: International Evidence in the Banking Industry*. „Journal of Cleaner Production”, 162.

- Forcadell F.J., Aracil E. (2017), *European Banks' Reputation for Corporate Social Responsibility*. „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, 24(1).
- Friede G., Busch T., Bassen A. (2015), *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*. „Journal of Sustainable Finance and Investments”, 5(4). doi: 10.1080/20430795.2015.1118917
- Gangi F., Meles A., D'Angelo E., Daniele L.M. (2018), *Sustainable Development and Corporate Governance in the Financial System. Are Environmentally Friendly Banks Less Risky?*. „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, 26(3).
- Gędek S. (2018), *Definiowanie ryzyka*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 513/2018.
- Georgopoulou E., Mirasgedis S., Sarafidis Y., Hontou V., Gakis N., Lalas D., Zavras V. (2015), *A Methodological Framework and Tool for Assessing the Climate Change Related Risks in the Banking Sector*. „Journal of Environmental Planning and Management”, 58(5).
- Giuzio M., Krušec D., Levels A., Melo A. S., Mikkonen K., Radulova P. (2019), *Climate change and financial stability*. „Financial Stability Review”, 1.
- Herrera G., Brenneis M. (2020), *Sustainable investing – encouraging evidence for investors*. Wilmott, 2. <https://doi.org/10.1002/wilm.10866>
- Houston J.F., Shan H. (2022), *Corporate ESG Profiles and Banking Relationships*. „Review of Financial Studies”, no. 35(7). <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab125>
- Huber B.M., Comstock M., Polk D., Wardwell L.L.P. (2017), *ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter*. „The Corporate Governance Advisor”, 25(5).
- Iwanicz-Drozdowska M. (red.) (2024), *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa.
- Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Szelałowska A., Zawadzka Z. (2013), *Bankowość Inytucje, operacje, zarządzanie*, Wydawnictwo POLTEXT, Warszawa.
- Janicka M., Miziołek T. (2022), *Finanse zrównoważone, ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, red. nauk. M. Janicka, T. Miziołek, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa.
- Khalid S., Hung K., Wiley J. (2021), *The ESG Value Opportunity: A Decision Point for Utilities*. „Climat and Energy”, 38(5). <https://doi.org/10.1002/gas.22261>
- Kosztowniak A. (2024), *Sustainable development and competitiveness strategies in the banking sectors of European Union countries*. Studia i Prace, Zeszyt Naukowy SGH nr 197/2024.
- Krosinsky C. (2023), *Zrównoważone inwestowanie w USA*. „Bezpieczny Bank”, nr 4(93).
- Kulińska-Sadłocha E. (2022), *Prudential regulations and supervisory activities related to ESG risks – problems and challenges in the opinion of bank representatives and the safety net numbers*. „Bezpieczny Bank”, nr 3(88). doi: 10.26354/bb.7.3.88.2022
- Levantesi Z., D'Ecclesia R., D'Amato V. (2023), *Firms' profitability and ESG score: A machine learning approach*. Applied Stochastic Models in Business and Industry, 6. <https://doi.org/10.1002/asmb.2758>

Marcinkowska M. (2022), *Próby włączenia ryzyka ESG do unijnych regulacji ostrożnościowych dla banków*. „Bezpieczny Bank”, nr 3(88).

mBank (2023), *Raport ESG 2022*, Sporządzony przez mBank S.A., Warszawa, <https://www.mbank.pl/pdf/CSR/mbank-raport-esg-za-2022.pdf> (dostęp 18.10.2024).

Menicucci E., Paolucci G. (2022), *Gender Diversity and Bank Risk-Taking: An Empirical Investigation in Italy. Corporate Governance*. „The International Journal of Business in Society”, 22(2). doi: 10.1108/CG-11-2020-0498.

Monasterolo I. (2020), *Climate change and the financial system*. „Annual Review of Resource Economics”, 12.

Monasterolo I., Battiston S. (2020), *Assessing Forward-Looking Climate Risks in Financial Portfolios: A Science-Based Approach for Investors and Supervisors*. NGFS Occasional Paper. Case Studies of Environmental Risk Analysis Methodologies.

Monnin P. (2018), *Central Banks Should Reflect Climate Risks in Monetary Policy Operations*. SUERF Policy Note, 41, 1–9, https://www.suerf.org/docx/f_936824c0191953647ec609b4f49bc964_3325_suerf.pdf (dostęp 11.11.2024).

Morrison R. (2021). *Environmental, Social, and Governance Theory. Defusing a Major Threat to Shareholder Rights*. Washington: Competitive Enterprise Institute. doi: 10.2139/ssrn.3845709

Murè P., Spallone M., Mango F., Marzioni S., Bittucci L. (2020), *ESG and Reputation: The Case of Sanctioned Italian Banks*. „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, 28(1). doi: 10.1002/csr.2047

Nieto M.J. (2019), *Banks, Climate Risk and Financial Stability*. „Journal of Financial Regulation and Compliance”, 27(2). doi: 10.1108/JFRC-03-2018-0043

Nizam E., Ng A., Dewandaru G., Nagayev R., Nkoba M.A. (2019), *The Impact of Social and Environmental Sustainability on Financial Performance: A Global Analysis of the Banking Sector*. „Journal of Multinational Financial Management”, 49. doi: 10.1016/j.mulfin.2019.01.002

PKP BP (2023), *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej PKO Banku Polskiego S.A. za 2022*, sporządzone przez PKO BP S.A., Warszawa, https://www.pkobp.pl/media_files/d12465a3-9c38-42a4-bb20-7ccafb6457e6.xhtml#_Toc127881586 (dostęp 18.10.2024).

Pyka I., Nocoń A. (2014), *Exposure to the ESG risk of the polish banking sector*. „Economics and Environment”, No. 1(88), doi: 10.34659/eis.2024.88.1.701

Rau P.R., Yu T. (2023), *A Survey on ESG: Investors, Institutions and Firms*. China Finance Review International. doi: 10.1108/CFRI-12-2022-0260

Redqueen S. (2023), *Wytyczne do raportowania ESG, Przewodnik dla spółek*. Wydawnictwo GPW, Warszawa.

Reil J.P.C. (2025), *Evaluating the Impact of Integration of ESG Factors in Credit Ratings Using External Credit Assessment Institutions for Corporates*, University of Twente, <https://purl.utwente.nl/essays/105204>

Rogowski W., Lipski M. (2022), *Znaczenie informacji niefinansowej w świetle wymogów zrównoważonego rozwoju oraz turbulentnego otoczenia*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088. Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 22.6.2020, L 198/3, file:///C:/Users/zanet/Downloads/tekst_rozporz%C4%85dzenia_ws_taksonomii_PL.pdf (dostęp 3.11.2024).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088. Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 22.6.2020, L 198/3, file:///C:/Users/zanet/Downloads/tekst_rozporz%C4%85dzenia_ws_taksonomii_PL.pdf (dostęp 3.11.2024).

Rozporządzenie Wykonawcze Komisji (UE) 2022/2453 z dnia 30 listopada 2022 r. zmieniające wykonawcze standardy techniczne określone w rozporządzeniu wykonawczym (UE) 2021/637 w odniesieniu do ujawniania informacji na temat ryzyk z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego. Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 19.12.2022, L 324/1.

Sassen R., Hinze A.K., Hardeck I. (2016), *Impact of the ESG Factors on Firm Risk in Europe*. „Journal of Business Economics”, 86.

Shen C.H., Wu M.W., Chen T.H., Fang H. (2016), *To Engage or Not to Engage in Corporate Social Responsibility*. Empirical Evidence from Global Banking Sector. Economic Modelling, 55. doi: 10.1016/j.econmod.2016.02.007

Sherwood M.W., Pollard J.L. (2018), *The Risk-Adjusted Return Potential of Integrating ESG Strategies into Emerging Market Equities*. „Journal of Sustainable Finance & Investments”, 8(1). doi: 10.1080/20430795.2017.1331118

Siueia T.T., Wang J., Deladem T.G. (2019), *Corporate Social Responsibility and Financial Performance. A Comparative Study in the Sub-Saharan Africa Banking Sector*. „Journal of Cleaner Production”, 226. doi: 10.1016/j.jclepro.2019.04.027

Smoleńska A.P. (2023), *Sustainable banks? ESG factors in EU's microprudential regulations*. „Studia BAS”, no 2.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U.2023.2488, <https://sip.lex.pl/akty-prawne/dzu-dziennik-ustaw/prawo-bankowe-16799069> (dostęp 16.10.2024).

Utz S. (2019), *Corporate Scandals and the Reliability of ESG Assessments. Evidence from an International Sample*. „Review of Managerial Science”, 13.

Verheyden T., Eccles R.G., Feiner A. (2016), *ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification*. „Journal of Applied Corporate Finance”, 28(2). doi: 10.1111/jacf.12174

Wróbel P., Kowalski S. (2022), *Wymogi ESG a konkurencyjność przedsiębiorstw. Praktyczny przewodnik dla małych, średnich i dużych przedsiębiorstw*. Warszawa: WiseEuropa – Fundacja Warszawski Instytut Studiów Ekonomicznych i Europejskich, Fundacja RE-Source Poland Hub.

Wytyczne EBA (2020), *Wytyczne dotyczące udzielania i monitorowania kredytów EBA/GL/2020/06*, Sprawozdanie końcowe. European Banking Authority, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20

on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886690/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_PL.pdf (dostęp 15.11.2024).

Xie J., Nozawa W., Yagi M., Fujii H., Managi S. (2018), *Do Environmental, Social and Governance Activities Improve Corporate Financial Performance?*. Business Strategy and the Environment, 28(2), 286–300. doi: 10.1002/bse.2224

Xu Y., Ramanathan V., Victor D. (2018), *Global warming will happen faster than we think*. Nature, 564 (7734), 30–32. doi: 10.1038/d41586-018-07586-5

Zabawa J., Łosiewicz-Dniestrzańska E. (2023), *GRI (Global Reporting Initiative) as a reporting standard of non-financial information in the area of ESG (Environmental, Social, Corporate Governance). The Case of Banks Listed on The Warsaw Stock Exchange*. „Journal of Finance and Financial Law”, Special Issue 2, 7–25, <https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.01>

Zioło M. (red.) (2023), *Environmental risk modeling in banking*, Routledge.

Edgar Löw^{*}
ORCID: 0000-0001-5818-3741
e.loew@fs.de

Konieczność uzyskania potwierdzeń bankowych na potrzeby badania sprawozdania finansowego na przykładzie działalności TPA Wirecard

Streszczenie

Skandal Wirecard to seria korupcyjnych praktyk biznesowych i fałszerstw w sprawozdaniach finansowych, które doprowadziły do niewypłacalności popularnej w Niemczech firmy przetwarzającej płatności i dostawcy usług finansowych z siedzibą w Monachium, zaliczanej do 40 głównych blue chipów notowanych na Francuskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W czerwcu 2020 r. inwestorzy i opinia publiczna dowiedzieli się, że znaczna część działalności Wirecard była oszustwem, a kwoty 1,9 mld euro, rzekomo przechowywanych na rachunkach powierniczych na Filipinach, nie ma. Tysiące obligatariuszy i akcjonariuszy straciło swoje pieniądze, a przeciwko Wirecard, organom regulacyjnym, zarządowi i audytorowi Ernst & Young (EY) wniesiono pozwy sądowe. EY badało skonsolidowane sprawozdania finansowe Wirecard przez dziesięć lat. Oszustwo w Wirecard miało miejsce w Azji w ramach działalności biznesowej z instytucjami świadczącymi usługę acquiringu (ang. Third Party Acquirer). W artykule wykazano jakie procedury badania należało zastosować, w celu zapewnienia, że środki pieniężne wykazane w bilansie były faktycznie dostępne. Warto podkreślić, że było sporo sygnałów alarmowych spoza Wirecard, które powinny wpłynąć na podejście audytora oparte na ryzyku. Ponadto wiele wskaźników Wirecard, zgodnie z jednym ze standardów badania, wskazywało na możliwość oszustwa. Niestety EY – jako audytor – zlekceważył te informacje, natomiast często opierał się na ustnych oświadczeniach przedstawicieli Wirecard. Gdyby badanie zostało przeprowadzone prawidłowo, oszustwo mogło być zostać bardzo szybko wykryte.

W artykule ujawniono poważne wady i braki w zastosowanych procedurach badania dotyczących rachunków powierniczych. Biorąc pod uwagę działalność w zakresie usług acquiringu z zaledwie trzema partnerami biznesowymi, wątpliwy charakter powiernika, zaangażowanie tylko jednego banku, w którym prowadzono rachunki powiernicze, wreszcie kardynalne znaczenie kwot dla kontynuacji działalności Wirecard, audytor miał obowiązek uzyskać potwierdzenie istnienia środków pieniężnych poprzez potwierdzenie bankowe.

^{*} Edgar Löw – prof. dr, profesor rachunkowości – Frankfurt School of Finance and Management, Frankfurt nad Menem.

Gdyby sprawozdanie biegłego rewidenta dotyczące działalności TPA zawierało modyfikację opinii na wczesnym etapie, co byłoby nieuniknioną konsekwencją prawidłowego przeprowadzenia audytu, negatywne skutki finansowe dla obligatariuszy i akcjonariuszy zostałyby znacznie ograniczone.

Słowa kluczowe: Wirecard, Ernst & Young (EY), audytor, skandal księgowy, rachunek powierniczy, podejście audytowe zorientowane na ryzyko, podstawowe zasady prawidłowego audytu

Kody JEL: M40, M41, M42, O16

The Problem of Bank Confirmations for the Audit of Financial Statements: The Example of TPA Wirecard's Operations

Abstract

The Wirecard case was the largest economic scandal in Europe since the Second World War. Thousands of bondholders and shareholders lost their money, and lawsuits were filed against Wirecard, the regulators, the management board, and the auditor Ernst & Young (EY). EY audited Wirecard's consolidated financial statements for ten years. The fraud at Wirecard took place in Asia through business activities with so-called third-party acquirers (TPAs). The scandal resulted in cash funds amounting to 1.9 billion Euros not being available. These funds were allegedly held in escrow accounts. This article shows which audit procedures had to be performed to ensure that the cash funds reported in the balance sheet were actually available. There has been a whole series of alarm signals from outside Wirecard with high relevance for the orientation of the risk-oriented audit approach by the auditor. In addition, Wirecard had numerous indicators of fraud listed in one of the auditing standards. However, this did not have a sufficient impact on EY's risk-based audit approach. On the contrary, the company often relied on Wirecard's verbal statements. Had the audit been conducted properly, the fraud could have been uncovered very quickly. The following article uncovers massive deficiencies in the audit procedures with regard to the escrow accounts. Given the business activity in the TPA business with only three business partners, the dubious nature of the trustee, the involvement of only one bank where the escrow accounts were held, and the paramount importance of the amounts for Wirecard's going concern, it was imperative that the auditor obtain proof of the existence of the cash via a bank confirmation. If the auditor's report had been refused regarding the TPA business at an early stage, which would have been the inevitable consequence if the audit had been carried out properly, the negative financial effects for bondholders and shareholders would have been significantly reduced.

Keywords: Wirecard, Ernst & Young (EY), auditor, accounting scandal, escrow account, risk-oriented audit approach, fundamental principles of proper audit

JEL Codes: M40, M41, M42, O16

1. Wstęp – kronika firmy pełna zarzutów o manipulacje

Firma Wirecard została założona w 1999 roku i była pionierem w dziedzinie cyfrowego przetwarzania płatności¹. Firma specjalizowała się w integracji kart kredytowych z Internetem poprzez opracowywanie oprogramowania, które służyło jako interfejs między podmiotami obsługującymi karty kredytowe, sprzedawcami internetowymi i ich klientami.

Po pewnych zawirowaniach, w styczniu 2002 r. Wirecard została przejęta przez Electronic Billing Systems (EBS), a następnie – w latach 2002–2004 – przeszła reorganizację przygotowującą do wejścia na giełdę jako Wirecard AG (Hesse 2016, s. 65–67). W tych przygotowaniach Wirecard skorzystała z usług InfoGenie, która była notowana na giełdzie od 2000 r. Jednak już w marcu 2002 r. spółka zależna EBS nabyła ponad 25% akcji InfoGenie. W związku ze spadkiem cen akcji InfoGenie planowano wycofać je z obrotu ale Niemiecka Giełda Papierów Wartościowych podjęła działania prawne zakazujące przeprowadzenia tej operacji. W grudniu 2004 r. podjęto decyzję o przeniesieniu Wirecard do InfoGenie z dniem 1 stycznia 2005 r. w zamian za aport rzeczowy, a InfoGenie zmieniło początkowo nazwę na Wire Card, a w czerwcu 2006 r. na Wirecard. W ten sposób Wirecard stało się spółką giełdową a jej prezesem został Markus Braun. W międzyczasie Wirecard nabyła bank i przekształciła się w kompleksową firmę płatniczą, która dostarczała oprogramowanie i systemy (McCrum 2020). W 2006 r. Wirecard została zaliczona do indeksu TecDAX.

Pierwsze poważne zarzuty dotyczące nieprawidłowości w bilansie Wirecard pojawiły się już w 2008 roku². Zarząd niemieckiego stowarzyszenia akcjonariuszy (Schutz-gemeinschaft für Kapitalanleger – SdK) zgłosił je podczas walnego zgromadzenia akcjonariuszy Wirecard (Hammer 2008). Zarząd i rada nadzorcza Wirecard zostały oskarżone o niekompletne i wprowadzające w błąd informacje w różnych kluczowych obszarach w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za 2007 rok (Straub stolpert. 2008). Ponadto sytuacja dochodowa segmentu bankowego została uznana za nieprzejrzystą. Wirecard został oskarżony także o ukrywanie dochodów z transakcji związanych z zakładami bukmacherskimi online (Hammer 2008). SdK zapowiedział również pozew o sfałszowanie bilansu, w związku z czym do Sądu Krajowego w Monachium wniesiono powództwo o unieważnienie uchwał walnego zgromadzenia (Jahn 2008; Hesse 2016, s. 65–67).

W takich okolicznościach zarząd Wirecard zlecił Ernst & Young (EY) przeprowadzenie nadzwyczajnego audytu, zastępując tym samym wcześniejszego audytora Grupy, jakim była mała monachijska firma audytorska (McCrum2020).

¹ Krótką kronikę Wirecard przedstawiają również E. Low i D. Kunzweiler, *Der Fall Wirecard, Bilanzierungsgerüchte und Reaktionen von BaFin, Wirtschaftsprüfern und Wirecard in den Konzernabschlüssen*, Berlin 2021, s. 13–16.

² Szczegółowe informacje na temat pogłosek dotyczących nieprawidłowości w rachunkowości Wirecard w latach 2008–2019 można znaleźć w publikacji Low, Kunzweiler 2021, s. 17–27 oraz Krieger 2020.

Według Financial Times (FT), w raportowanych w latach 2009–2015 aktywach i pasywach zgłoszonych Wirecard w zakresie działalności płatniczej występowały oczywiste rozbieżności. Chodziło zarówno o zbyt wysoką wartość bilansową aktywów niematerialnych i prawnych w kwocie 670 mln euro, jak i dynamikę ich przyrostu (McCrum 2020).

W 2010 r. dyrektorem operacyjnym Wirecard został mianowany Jan Marsalek. W tym samym roku pojawiły się nowe zarzuty wobec Wirecard (McCrum 2020). Gdy serwis informacyjny GoMoPa.net (Goldman Morgenstern & Partners) opublikował krytyczny raport Wirecard został objęty wstępnym dochodzeniem w sprawie manipulacji rynkowych (GoMoPa.net 2012).

W latach 2011–2014 ofensywa zarzutów wobec Wirecard nieco ucichła. Jednak z perspektywy czasu prokuratura w Monachium zakłada, że kierownictwo Wirecard już w 2014 r. podjęło decyzję o zawyżaniu bilansu grupy fikcyjnymi przychodami i wykazaniu w bilansie za 2015 r. środków rzekomo przechowywanych na rachunkach powierniczych (Niedersachsen 2020; Strunz 2020).

W 2015 r. w serii artykułów pt. „House of Wirecard” (nawiązujących do znanego serialu „House of Cards”), opublikowanych na blogu FT Alphaville autorzy zwracali uwagę na rozbieżności w bilansie Wirecard. 27 kwietnia 2015 r. Financial Times rozpoczął publikację cyklu artykułów, w których, opierając się m.in. na informacjach od sygnalistów, eksponowano te rozbieżności w sprawozdaniach finansowych Grupy Wirecard (McCrum 2020). FT pisał, że, że bilans wykazywał lukę w wysokości 250 mln euro.

W październiku 2015 r., Wirecard ogłosił przejęcie indyjskiej firmy płatniczej „GI Retail” za 340 mln euro – co stanowiło największą transakcję w historii tej firmy (McCrum 2020; Storbeck, McCrum 2018). Rok wcześniej wartość przejętych spółek wynosiła jedynie ca 46 mln euro. W tym samym roku J Capital Research, amerykańska firma specjalizująca się w analizach spółek giełdowych, ze szczególnym uwzględnieniem spółek przewartościowanych, ujawniła, że działalność Wirecard w Azji była znacznie mniejsza niż to deklarowano (McCrum 2020). W kolejnym raporcie z 30 października 2015 r. J Capital Research wysunął kolejne poważne zarzuty: *Wobec trudności w znalezieniu wiarygodnych dowodów na to, że Wirecard prowadzi jakąkolwiek działalność, postanowiliśmy odwiedzić pięć jej spółek zależnych w Azji Południowo-Wschodniej. Tylko jedna prowadziła działalność lecz na znacznie mniejszą skalę niż to wynikało z publikowanych informacji. W dwóch innych wskazywanych lokalizacjach nie znaleźliśmy poszukiwanej spółki, chociaż miały tam siedziby firmy niepowiązane o podobnych nazwach³. Ceny zakupu spółek, dla których Wirecard podaje szczegółowe wyceny, wydają się bazować na szacunkach wartości „relacji z klientami” spółki docelowej, a nie na liczbie pozyskanych klientów. Niektóre przejęcia dotyczą spółek oferujących platformę technologiczną, która prawdopodob-*

³ https://www.jcapitalresearch.com/uploads/2/0/0/3/20032477/2015_10_30_wirecard_initiation_global_shorts.pdf (Raport z przeglądu wewnętrznego dotyczącego naruszeń przepisów dotyczących przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowania terroryzmu w Wirecard AG), streszczenie (dostęp 27.07.2025).

nie nie obsługuje bezpośrednio klientów indywidualnych. Inne są małymi spółkami z niewielką liczbą klientów. Są to materialne dowody na to, że bilans jest zawyżony o fikcyjne aktywa. Tym bardziej, że wartość firmy oraz wartości niematerialne i prawne Wirecard w krótkim okresie niewiarygodnie wzrosły czego spółka w żaden sposób nie wyjaśnia⁴. Wirecard twierdzi, że swój wzrost czerpie z operacji spoza Europy, których udział wzrósł z 9,1% całkowitej wartości transakcji w 1Q2012 do 24,3% w 2Q2015 r. Implikowana stopa wzrostu transakcji w okresie 2,5 roku dla Europy wynosi 47% a dla obszarów pozaeuropejskich 372%. W analizie wyników finansowych z ostatnich trzech lat J Capital Research stwierdza, że mniej niż 10% wzrostu Wirecard ma charakter organiczny, a pozostała część została wygenerowana poprzez przejęcia. Aby osiągnąć te wskaźniki wzrostu, Wirecard informuje inwestorów, że musi budować relacje z klientami w Azji poprzez zakup spółek po zawyżonych wycenach. Chociaż Wirecard twierdzi, że przejęcia umożliwiają jej zwiększenie operacji płatniczych w tym regionie, to faktycznie nie dysponuje konieczną infrastrukturą aby oferować atrakcyjne usługi rozliczania płatności⁵.

W lutym 2016 r. reporter FT McCrum opublikował, obszerny 100-stronicowy raport „Zatarr Papers” wskazujący na katastrofalną sytuację Wirecard. Za pseudonimem Zatarra kryli się inwestorzy i *short sellers* Fraser Perring i Matt Earl. Pod tym pseudonimem opublikowano w krótkim odstępie czasu cztery raporty, w których fundusze hedgingowe oskarżały Wirecard o pranie brudnych pieniędzy i manipulowanie bilansem oraz nakreśliły zagniatą strukturę korporacyjną służącą ukrywaniu ukrywania wątpliwych transakcji. Wspomniano również, że Wirecard kupuje firmy w Azji po znacznie zawyżonych cenach.

Z kolei Financial Times pozyskał wewnętrzne dokumenty od członków Działu Finansowego Wirecard o usługach acquiringu (ang. Third Party Acquiring) z których wynikała rzekoma transakcja z Al Alam oraz dane o monitoringu relacji z klientami (Wirecard AG 2016). Dokumenty dotyczyły płatności od 34 głównych klientów o łącznej wartości 350 mln euro, które zostały przetworzone w imieniu Wirecard za pośrednictwem Al Alam (McCrum 2020; McCrum, Palma 2019; McCrum, Storbeck 2019). Istniały jednak wyraźne oznaki, że część tych transakcji nie wystąpiła. Bowiem gdy FT skontaktował się z tymi klientami, 15 z 34 stwierdziło, że nigdy nie słyszało o Al Alam. Osiem firm z tej listy zakończyło działalność gospodarczą w 2017 r., po opublikowaniu ich nazw przy miesięcznych danych finansowych dotyczących omawianych transakcji (McCrum, Palma 2019; McCrum, Storbeck 2019); sześć zignorowało zapytania i nie skomentowało sprawy, a pozostałych pięciu domniemyanych klientów nie udało się odnaleźć. Według FT w 2016 r. ca połowa zysków przed opodatkowaniem, bez amortyzacji i umorzeń (EBITDA) pochodziła z działalności gospodarczej.

⁴ https://www.jcapitalresearch.com/uploads/2/0/0/3/20032477/2015_10_30_wirecard_initiation_global_shorts.pdf (Wspomnienia z czasów wojny), s. 28–29 (dostęp 27.07.2025).

⁵ https://www.jcapitalresearch.com/uploads/2/0/0/3/20032477/2015_10_30_wirecard_initiation_global_shorts.pdf, s. 29 (dostęp 27.07.2025).

Zaledwie rok później, w lipcu 2017 r., kierownictwo Wirecard ujawniło arkusze kalkulacyjne zatytułowane „Przegląd zewnętrznych nabywców” (Wirecard AG 2017b), a także inne pliki Excel (Führungskräfte 2016a; 2016b)⁶ zawierające dane wskazujące, że Al Alam był odpowiedzialny za przychody w wysokości 265 mln euro w poprzednim roku. W tamtym okresie stanowiło to około jednej czwartej globalnych rocznych przychodów co oznaczało, że Al Alam przetworzył operacje wartości 4,2 mld euro, które w 2016 r. przyniosły Wirecard większy zysk niż wszystkie pozostałe transakcje (McCrum 2020).

Pomimo upublicznienia negatywnych informacji i zarzutów wobec działalności Wirecard jesienią 2018 r. zastąpiła ona Commerzbank w indeksie DAX 30.

W październiku 2019 r. rada nadzorcza Wirecard zleciła KPMG przeprowadzenie specjalnego audytu śledczego w celu zbadania zarzutów dotyczących manipulacji bilansem (BLZ, Reuters 2020). W opublikowanym przez Wirecard 28 kwietnia 2020 r., raporcie KPMG. (McCrum, Storbeck 2020), audytorzy skarżyli się na braki w dokumentacji Wirecard (Hoefer, Engemann 2020) oraz stwierdzali, że podmiot audytowany nie dostarczył niektórych wymaganych dokumentów lub dostarczył je dopiero na żądanie z kilkumiesięcznym opóźnieniem. Nadto część dokumentacji była dostępna wyłącznie w formie kopii lub skanów, co uniemożliwiło ocenę ich autentyczności.

16 czerwca 2020 r. filipińskie banki poinformowały audytora, że dokumenty wskazujące zdeponowanie 1,9 mld euro na rachunkach powierniczych, są fałszywe co wpłynęło na decyzję EY o odmowie wydania opinii audytora do sprawozdań za rok 2019. Warto dodać, że w latach 2009–2018 EY wydawał opinie bez zastrzeżeń do badanych sprawozdań finansowych. Następnie 22 czerwca 2020 r. Wirecard wydała komunikat *ad hoc*, w którym ogłosiła, że: *saldo na rachunku powierniczym w banku powierniczym w kwocie 1,9 mld euro nie istnieje* (ang. *does not exist*) (Wirecard 2020a). Kwota ta odpowiada około 25% sumy bilansowej i 66% obrotów w nieaudytowanym skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za 2019 r. W rezultacie cena akcji Wirecard zapikowała w dół o ponad dwie trzecie.

25 czerwca 2020 r. zarząd Wirecard złożył wniosek do Sądu Rejonowego w Monachium o ogłoszenie upadłości z powodu zbliżającej się niewypłacalności i nadmiernego zadłużenia (Wirecard 2020b).

2. Modele biznesowe Wirecard

Wirecard prowadził tzw. działalność w zakresie usług acquiringu (ang. Third Party Acquiring – TPA) za pośrednictwem spółek zależnych, co powodowało, że nie można było przeprowadzić audytu tej działalności na poziomie spółki dominującej (Wirecard AG), a jedynie na podstawie rocznych sprawozdań finansowych spółek zależnych oraz na poziomie grupy w przypadku skonsolidowanego sprawozdania

⁶ Należności za II kwartał 2017 r. Financial Times, <https://www.ft.com/content/19c6be2a-ee67-11e9-bfa4-b25f11f42901> (dostęp 27.07.2025).

finansowego. Dokumentacja badania biegłego rewidenta grupy musi zawierać informacje o własnych czynnościach weryfikacyjnych lub o tym, w jaki sposób polegano na wynikach pracy biegłych rewidentów w odniesieniu do poszczególnych sprawozdań finansowych spółek zależnych.

Do końca 2017 r. Wirecard nie był dostawcą usług płatniczych (PSP), ale korzystał z usług Al Alam i Senjo, które zostały przeniesione na jego platformę dopiero w 2019 r., oraz PayEasy (od 2018 r.). Stąd pierwotnie Wirecard działał jako pośrednik dla akceptantów w stosunku do (zewnętrznych) dostawców usług płatniczych za pośrednictwem spółek zależnych, nie angażując się sam w usługi acquiringu. W konsekwencji partnerzy TPA Wirecard nie byli firmami świadczącymi usługi acquiringu w prawdziwym tego słowa znaczeniu, a jedynie dostawcami usług płatniczych.

Raport Wambacha⁷ stwierdza, że audytor istotnie analizował model biznesowy Wirecard (Raport Wambacha, s. 14). Umowy z trzema partnerami biznesowymi w ramach działalności TPA były dostępne dla EY. Zgodnie z tymi umowami Wirecard był uprawniony do prowizji za kierowanie klientów (akceptantów) do podmiotów obsługujących transakcje. Partnerzy TPA byli zobowiązani do comiesięcznego zgłaszania swoich roszczeń prowizyjnych na dedykowanej stronie internetowej (zamiast wystawiania przez Wirecard faktur na podstawie skierowanych transakcji). Ponadto partnerzy TPA byli zobowiązani do wypłacania prowizji z sześć- lub dziewięciomiesięcznym opóźnieniem. Prowizje miały być wpłacane na rachunki wskazane przez strony umowy, partnerów TPA i sprzedawców, a nie na rachunek Wirecard jako odbiorcy prowizji (Raport Wambacha, s. 14). Były to nietypowe praktyki biznesowe, które audytor powinien był zidentyfikować, gdyż płatności prowizji zgodnie z obowiązującymi standardami muszą być wykazywane w rachunku zysków i strat w odpowiedniej pozycji, a nie jako przychody ze sprzedaży (MSSF 15.114 w połączeniu z MSSF 15.B57-B89 i MSR 1.29, 30, MSR 1.85, 85A oraz MSR 1.97, 99).

Według raportu Wambacha dokumenty robocze EY omawiają również zabezpieczenia. Wirecard złożył zabezpieczenie w zewnętrznym podmiocie świadczącym usługi acquiringu na wypadek niewywiązania się z płatności (zabezpieczenie gotówkowe). Na przykład w sprawie Al-Alam kwota ta wyniosła początkowo 10 mln euro, a później wzrosła do 20 mln euro. Zabezpieczenie gotówkowe mogło być korygowane (Raport Wambacha, s. 14). Zabezpieczenie zostało zapewnione przez Wirecard poprzez przeniesienie należnych mu przychodów z tytułu prowizji, porównywalnych do uproszczonej metody płatności, na rachunki powiernicze.

⁷ Komisja śledcza niemieckiego Bundestagu powołała 4 marca 2021 r. firmę audytorską Rodl & Partner do przeprowadzenia dochodzenia. Prace były prowadzone w biurach audytora Ernst & Young (EY) w Berlinie od 15 marca 2021 r. do 15 kwietnia 2021 r. włącznie. Dochodzenie zakończyło się sporządzeniem „Bericht über die Ergebnisse des Ermittlungsauftrags zur Unterstützung der Arbeit des 3. Parlamentarischen Untersuchungsausschusses (der 19. Wahlperiode) des Deutschen Bundestages”, czyli „Raportu z wyników dochodzenia mającego na celu wsparcie prac trzeciej komisji śledczej (19. kadencji) niemieckiego Bundestagu”. Raport ten stał się znany jako Raport Wambacha, nazwany tak na cześć dyrektora zarządzającego Rodl & Partner, Martina Wambacha.

Ponadto Wirecard musiał zapewnić dodatkowe zabezpieczenie. Zostało ono ustalone jako 12-miesięczne zabezpieczenie kroczące oparte na wolumenie transakcji usług o długoterminowej ekspozycji na ryzyko. Jako przykład wykorzystano modele subskrypcyjne. 12-miesięczne zabezpieczenie kroczące wyniosło 33% wolumenu transakcji przypisanych do przedpłat.

Wirecard przejmował również ryzyko niewypłacalności związane z roszczeniami z tytułu obciążeń zwrotnych i zabezpieczał acquirersów przed ryzykiem odpowiedzialności i strat. Zasadniczo działalność ta okazała się stosunkowo mało ryzykowne. Nabywca mógł z góry zatrzymać część swoich zobowiązań wobec sprzedawcy internetowego na poczet przyszłych roszczeń z tytułu obciążeń zwrotnych. Zapewniało to skuteczne zaawansowane zabezpieczenie. Sprzedawca otrzymywał nie tylko cenę zakupu pomniejszoną o prowizję, ale także dodatkową kwotę, która była zatrzymywana na pokrycie roszczeń o zwrot kosztów. W tym modelu biznesowym Wirecard przejmował ryzyko, że nabywca będzie zobowiązany zapłacić firmie obsługującej karty, ale nie zrobi tego na przykład w sytuacji gdy pośredniczący sprzedawca nie zapłaci. W sytuacji, w której nabywca zasadniczo zabezpieczył się dwukrotnie wobec sprzedawcy, spółki Wirecard udzieliły partnerom TPA gwarancji na wszelkie straty finansowe, które ci mogli ponieść w wyniku transakcji z poleconymi klientami korzystającymi z kart kredytowych (niewywiązanie się sprzedawcy ze zobowiązań, cofnięcie płatności kartą, kary nałożone przez organizacje sieci kartowych itp.) (KPMG 2020). Uzgodnione gwarancje były zabezpieczone poprzez dostarczenie gotówkowego zabezpieczenia zarządzanego w ramach powiernictwa (KPMG 2020, s. 15). Aby zabezpieczyć te gwarancje, partnerzy TPA zatrzymywali płatności należne spółkom zależnym Wirecard lub dokonywali płatności na rachunki zarządzane przez powiernika.

Ze względu na liczne zaawansowane zabezpieczenia, z ekonomicznego punktu widzenia ryzyko niewypłacalności dla Wirecard było bardzo niskie. Rodzi to pytanie, dlaczego Wirecard był w ogóle potrzebny jako gwarant, w sytuacji tak niskiego ryzyka. Szczególnie dziwne jest to, że Wirecard musiał w tym celu zdeponować zabezpieczenie gotówkowe, które w 2015 r. wyniosło 100 mln euro a w 2020 r. 1,9 mld euro.

Pod tym względem umowy TPA miały specyficzne cechy, które różniły się od praktyk branżowych. Takie nietypowe praktyki biznesowe powinny być zidentyfikowane podczas audytu, w ramach którego audytor musiał zbadać model biznesowy klienta. Konieczne byłoby wyjaśnienie powodów odejścia od standardowych praktyk branżowych. Niestety audytor nie zbadał dalej, w jakim stopniu zabezpieczenie dostarczone przez Wirecard było zgodne z warunkami rynkowymi (Raport Wambacha, s. 15). Oznacza to, że chociaż EY zasadniczo zbadał model biznesowy Wirecard, to nie zakwestionował specyficznych cech umów w ramach działalności TPA, które wiązały się z nietypowym przekazaniem (dodatkowego) zabezpieczenia na rzecz Wirecard, i nie podjął koniecznych działań w tej sprawie. Jest to tym bardziej niezrozumiałe, że EY wskazała w swoich dokumentach roboczych, iż w latach 2014, 2015, 2016, 2017 i 2018⁸: *kierownictwo*

⁸ W dalszej części niniejszego dokumentu wykorzystano niektóre cytaty dosłowne. W przypadku gdy pochodzą one z niemieckich standardów badania lub niemieckiej literatury zostały one przetłumaczone na język angielski zgodnie z najlepszą wiedzą i przekonaniem. Nawet jeśli, ściśle rzecz biorąc, nie są to już cytaty dosłowne w sensie akademickim, zachowano w nich cudzysłowy.

nie zidentyfikowało żadnego ryzyka odpowiedzialności dla Wirecard⁹. Podczas audytu zignorowano oczywistą sprzeczność polegającą na zapewnieniu wysokich depozytów zabezpieczających przy bardzo niskim ryzyku.

Do przetwarzania transakcji w ramach działalności TPA wykorzystywano rachunki powiernicze, co jest standardową praktyką rynkową w celu zabezpieczenia ryzyka obciążeń zwrotnych (Untersuchungsausschuss 2021, s. 182). Model biznesowy został jednak wdrożony tylko z trzema partnerami biznesowymi, co od początku wiązało się zarówno z ryzykiem operacyjnym, a mianowicie niewywiązaniem się jednego z partnerów ze zobowiązań, jak i ryzykiem kredytowym związanym zarówno z powiernikiem, jak i bankiem powierniczym. Gdyby jeden z partnerów biznesowych nie wywiązał się ze swoich zobowiązań, Wirecard stanąłby w obliczu niewypłacalności. Ze względu na ryzyko, że kontynuacja działalności Wirecard była uzależniona od tych trzech partnerów biznesowych, audytor powinien był zwrócić szczególną uwagę na nich i upewnić się, że ryzyka te zostały odpowiednio scharakteryzowane w raporcie na temat ryzyka.

Ponadto pojawia się pytanie, dlaczego Wirecard miał jedynie niewielki wpływ na zorganizowaną strukturę. Było tak gdyż ponieważ z jednej strony, działalność ta mogła być prowadzona bez rachunków powierniczych, a z drugiej banki zarządzające przedmiotowymi rachunkami powierniczymi zostały wybrane bez udziału Wirecard¹⁰. Ponadto należało zakwestionować stosunek dochodów z tego modelu biznesowego do całkowitych dochodów grupy Wirecard. Zaangażowanie partnerów TPA zmniejszyło potencjalną łączną wysokość prowizji Wirecard, a ponadto konieczne było zdeponowanie zabezpieczenia gotówkowego na wypadek odwrócenia transakcji, co przynajmniej zamroziło płynność, ale ostatecznie odpowiednio zmniejszyło dochody. Pomimo tego działalność ta miała być niezwykle dochodowa.

3. Wykorzystanie rachunków powierniczych

Rachunkowe ujęcie rachunków powierniczych rodzi wiele pytań dotyczących charakteru relacji powierniczej (Low, Heyd 2024, s. 61–78). Zgodnie z MSSF uznanie składnika zasobów za składnik aktywów opiera się na Ramowej koncepcji sporządzania sprawozdań finansowych (*Concepttual Framework*, CF). Zgodnie z CF 4.4(b) składnik aktywów to zasób kontrolowany przez jednostkę w wyniku przeszłego zdarzenia, z którego oczekuje się przyszłych korzyści ekonomicznych. Kluczowym czynnikiem w ujmowaniu relacji powierniczych jest zatem to, czy jednostka może kontrolować składnik aktywów. Aby to ustalić, należy wziąć pod uwagę charakter prawny relacji powierniczej (Marten 2020, s. 1465; Justenhoven, Meyer 2024, § 46, pkt 12–26).

⁹ Raport Wambacha, s. 16, z odniesieniem do dokumentów roboczych biegłego rewidenta za odpowiednie lata.

¹⁰ Zob. oświadczenie szefa działu polityki EY przed komisją śledczą. Untersuchungsausschuss 2021, s. 378.

Ujęcie rachunkowe opiera się na konkretnych warunkach umowy powierniczej. Jeśli umowa i okoliczności faktyczne wskazują, że beneficjentem rzeczywistym jest powierzający to, zgodnie z poglądem wyrażanym w literaturze, on jest odpowiedzialny za rozliczenie (Justenhoven, Meyer 2024, § 246, pkt 16). Zastosowanie tej interpretacji zgodnie z niemieckim kodeksem handlowym (HGB) do sprawozdań finansowych sporządzanych zgodnie z MSSF wymaga rozważenia możliwości kontroli, co z kolei sprowadza się do weryfikacji faktycznego właściciela.

W analizowanym przypadku decydujące znaczenie miało to, czy Wirecard była beneficjentem rzeczywistym (lub sprawowało kontrolę zgodnie z MSSF) rachunków powierniczych. Biorąc pod uwagę okoliczności, jest to wysoce wątpliwe.

Na rachunkach powierniczych księgowano różne transakcje. Z jednej strony Wirecard był uprawniony do prowizji od organizacji kart kredytowych, a z drugiej strony musiał płacić prowizje partnerom TPA za ich usługi. Płatności te nie były realizowane za pośrednictwem swobodnie dostępnego rachunku bankowego. Ponadto transakcje związane z przejęciem ryzyka niewypłacalności w przypadku roszczeń z tytułu obciążenia zwrotnego były realizowane za pośrednictwem tych rachunków powierniczych. Wirecard otrzymywał prowizję gwarancyjną za przejęte gwarancje, ale jednocześnie musiał wpłacać zabezpieczenie gotówkowe na poczet zwrotów i ewentualnych kar.

Kwestia, czy stosunek powierniczy musi być wykazany w bilansie, zależy od tego, kim jest powiernik. W niniejszej sprawie można rozważać dwa scenariusze (Low, Heyd 2024, s. 63).

- **Założenie 1** – Powiernikami są spółki Wirecard. W tym przypadku spółki Wirecard zobowiązały się do przeniesienia swobodnie dysponowanego zabezpieczenia gotówkowego (majątku powierniczego) na rachunki powiernicze i utrzymywania go w rezerwie na wypadek wystąpienia roszczeń. Faktyczne rozliczenie miało miejsce w zakresie, w jakim spółki TPA nie przeniosły kwot ze swojego zadłużenia netto do spółek Wirecard (przychodów ze sprzedaży podlegających przekazaniu – tj. opłat za obsługę kart kredytowych – pomniejszonych o naliczone prowizje) na swobodnie dysponowane rachunki spółek Wirecard, ale na rachunki powiernicze, które służyły zabezpieczeniu roszczeń gwarancyjnych spółek TPA i zobowiązań gwarancyjnych spółek Wirecard. Gdyby spółki Wirecard mogły być uznane za zleceniodawców, a partnerzy biznesowi TPA za podwykonawców, spółki Wirecard byłyby beneficjentami rzeczywistymi majątku powierniczego (zabezpieczenia gotówkowego) i musiałyby je wykazać w swoich bilansach. Wydaje się, że jest to błędna interpretacja, na której Wirecard oparło swoją politykę rachunkowości.
- **Alternatywne założenie** – Partnerzy TPA są powiernikami. W tym przypadku partnerzy TPA przekazaliby majątek powierniczy powiernikowi, z zastrzeżeniem, że zostanie on wypłacony spółkom Wirecard dopiero po wypełnieniu zobowiązań gwarancyjnych spółek Wirecard. W tym przypadku płatności dokonane przez partnerów TPA nie przeszły (jeszcze) pod kontrolę spółek Wirecard. Płatności musiałyby wówczas zostać skapitalizowane przez spółki TPA. Spółki

Wirecard musiałyby skapitalizować roszczenie wobec spółek TPA do momentu, gdy powiernik przekaze środki pieniężne na rachunek, z którego spółki Wirecard mogą swobodnie korzystać zgodnie z instrukcjami partnerów TPA jako powierników, jeżeli ryzyko zobowiązania przestało istnieć lub, jeżeli ryzyko, za które spółki Wirecard udzieliły gwarancji, zmaterializowało się i zostało pokryte z zabezpieczenia gotówkowego na rachunkach powierniczych.

„Umowa powiernicza z grudnia 2015 r. stanowiła, że rachunek nie miał być prowadzony w imieniu Wirecard, ale przez powiernika”¹¹. Wirecard nie miała żadnych bezpośrednich danych klientów dotyczących działalności TPA; zamiast tego księgowi otrzymywali dokumenty od partnerów biznesowych, na podstawie których dokonywano księgowania¹². Wirecard nie miała zatem wiedzy ani o przelewach dokonywanych przez partnerów TPA na rachunki powiernicze, ani o wypłatach dokonywanych w celu pokrycia ryzyka. Wszystkie dyspozycje dotyczące sald rachunków powierniczych były wykonywane przez partnerów TPA, a następnie przekazywane spółkom Wirecard za pomocą zrzutów ekranu, które wykorzystywały dane w nich uwidocznione jako podstawę do księgowania. Nie można ich było przypisać do poszczególnych klientów lub grup klientów, ale były one podzielone na różne i niezrozumiałe agregaty. Jest to już problematyczne z punktu widzenia ogólnie przyjętych zasad rachunkowości i stanowi naruszenie § 238 ust. 1 niemieckiego kodeksu handlowego (HGB)¹³. Ogólny obraz nie spełnia niezbędnych cech sprawowania kontroli zgodnie z MSSF, dlatego też należy zaprzeczyć istnieniu aktywów należących do Wirecard w odniesieniu do aktywów powierniczych na rachunku powierniczym. Wirecard nie był w stanie sprawować kontroli nad istnieniem lub dostępnością sald rachunków.

Wirecard nie była świadoma przelewów dokonywanych przez partnerów TPA na rachunki powiernicze ani wypłat dokonywanych w celu pokrycia ryzyka, ale była uzależniona od dokumentów dostarczanych przez swoich partnerów biznesowych, stąd istniało bardzo wysokie ryzyko manipulacji. Ogromnemu ryzyku oszustwa można było przeciwdziałać jedynie poprzez uzyskanie znaczących dowodów badania. Należało zwrócić na to szczególną uwagę.

Ograniczony wpływ Wirecard polegał również na tym, że nie tylko powołanie powierników i utworzenie rachunków powierniczych zostało zainicjowane przez partnerów biznesowych TPA, ale również wymiana powierników w 2019 r. i przeniesienie aktywów powierniczych do innego banku zostały zainicjowane przez owych partnerów TPA.

¹¹ Takie oświadczenie złożył szef działu polityki EY przed komisją śledczą, zob. Untersuchungsausschuss 2021, s. 378.

¹² Według szefa działu polityki EY przed komisją śledczą, zob. Untersuchungsausschuss 2021, s. 215.

¹³ W tym sensie zgadza się również raport Wambacha, dodatek II, s. 17.

4. Podstawowe zasady prawidłowego audytu

Oprócz przepisów dotyczących rachunkowości (w przypadku Wirecard to MSSF na poziomie grupy), decydujące znaczenie dla audytora mają normy prawne związane z tymi przepisami oraz zasady prawidłowego badania (Grundsätzen ordnungsmäßiger abschluss Prüfung, GoA) (Low, Heyd 2024, s. 26–28).

GoA to zasady audytu ustanowione przez Instytut Biegłych Rewidentów (Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW)¹⁴, które są określone w standardach audytu i wytycznych dotyczących audytu. Muszą one być stosowane podczas badania sprawozdań finansowych, niezależnie od tego, czy zostały one sporządzone zgodnie z normami krajowymi, czy międzynarodowymi (Graumann 2020, s. 192).

Biegli rewidentzi działają w interesie publicznym i muszą być tego świadomi, dlatego podczas badania należy stosować wszystkie odpowiednie standardy badania.

5. Podejście do badania zorientowane na ryzyko i zasada istotności

Głównym ryzykiem dla biegłego rewidenta jest przeoczenie istotnego błędu w rocznym jednostkowym lub skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym i wydanie opinii bez zastrzeżeń (Almeling i in. 2020, s. 6).

Zastosowanie podejścia do badania zorientowanego na ryzyko zgodnie z IDW PS 261 (nowa wersja), wymaga identyfikacji i oceny ryzyka błędu w badanym sprawozdaniu w celu uzyskania wystarczających i odpowiednich dowodów jako podstawy opinii (IDW PS 300, nowa wersja, pkt 4). W tym celu biegły rewident musi zidentyfikować i ocenić ryzyko nieodłączne (podatność na błędy w obszarze badania) oraz ryzyko kontroli, czyli ryzyko, że istotne błędy nie zostały zapobieżone lub wykryte i skorygowane przez system kontroli wewnętrznej klienta, zgodnie z IDW PS 230. Wymaga to zrozumienia specyfiki działania firmy oraz jej otoczenia prawnego i gospodarczego (Marten i in. 2020, s. 379–391, 474–477, 492). Obejmuje to w szczególności partnerów, z którymi audytowana firma utrzymuje relacje biznesowe, cechy charakterystyczne firmy, cele i strategię firmy oraz związane z nimi ryzyko gospodarcze. Ponadto audytor jest zobowiązany do pomiaru i monitorowania wyników gospodarczych (IDW 2020, s. 1531).

¹⁴ GoA to albo niemieckie tłumaczenie Międzynarodowych Standardów Badania (ISA), oznaczone jako ISA (DE), albo krajowe modyfikacje ISA dotyczące poszczególnych aspektów badania, mające na celu dostosowanie ich do prawa niemieckiego. Wreszcie mogą to być również niezależne standardy badania (IDW PS). Są one publikowane, gdy konieczne byłoby bardzo rozległe modyfikacje ISA, co praktycznie uniemożliwia odniesienie się do ISA, lub gdy nie ma ISA dotyczącego danego tematu. Informacje na temat statusu prawnego zasad prawidłowego audytu (Grundsätzen ordnungsmäßiger abschluss Prüfung) można znaleźć w: Marten i in. 2020, s. 183–185.

Ryzyko nieodłączne oznacza podatność informacji zawartych w badanym sprawozdaniu finansowym na błędy, które są istotne same w sobie lub w połączeniu z błędami w innych obszarach badania i są identyfikowane bez uwzględnienia systemu kontroli wewnętrznej (IDW PS 261, nowa wersja, pkt 6). Z kolei ryzyko kontroli dotyczy istotnych błędów w odniesieniu do obszaru badania, którym nie zapobiegł lub nie wykrył ich oraz nie zostały skorygowane przez system kontroli wewnętrznej przedsiębiorstwa. Jeśli system kontroli wewnętrznej jest nieskuteczny lub tylko częściowo skuteczny, ryzyko kontroli jest wysokie. Jeśli system kontroli wewnętrznej jest skuteczny, ryzyko kontroli jest raczej niskie (IDW PS 261, nowa wersja, pkt 6)¹⁵.

Jak stwierdził EY w swojej opinii z badania sprawozdania rocznego za 2017 r. model biznesowy, oparty na partnerach TPA w krajach trzecich, wymagał ustanowienia systemu kontroli wewnętrznej (Wirecard AG 2017a, s. 293). Audytor skrytykował nieodpowiedni system kontroli wewnętrznej w Wirecard, i chociaż uznał tę działalność za szczególnie ważną kwestię audytową, nie dostosował odpowiednio swoich procedur badania. Zgodnie z IDW PS 261 stanowi to naruszenie podejścia audytowego zorientowanego na ryzyko.

Aby ustalić, czy sprawozdania finansowe spełniają wymagania, należy zbadać istotność ewentualnych zniekształceń w całym sprawozdaniu rocznym lub skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym (IDW PS 250, nowa wersja) (Marten i in. 2020, s. 320). Zgodnie z pkt 5, informacje księgowe uznaje się za istotne, jeżeli można racjonalnie oczekiwać, że ich błędne przedstawienie (w tym pominięcia) w szczegółach lub w całości będą miały wpływ na decyzje ekonomiczne podejmowane przez użytkowników sprawozdań finansowych w oparciu o zawarte w nich informacje księgowe.

W przypadku badania sprawozdań finansowych pojęcie istotności, zgodnie z IDW PS 250, nowa wersja, pkt 6, stanowi, że: *badanie rocznego sprawozdania finansowego i sprawozdania z działalności ... musi być zaprojektowane w taki sposób, aby z rozsądną pewnością wykryć zniekształcenia, które ze względu na swoją wielkość lub znaczenie mają wpływ na wartość informacyjną dla użytkowników tych sprawozdań finansowych*. Badanie musi być przeprowadzone w taki sposób: *aby wykryć z rozsądną pewnością nieprawdziwe informacje, jeśli są one istotne ze względu na swoją wielkość (ilościową) lub znaczenie (jakościowe) i tym samym mają wpływ na wartość informacyjną sprawozdania finansowego*¹⁶. Wymaga to poszukiwania dowodów, dopóki nie będzie żadnych wątpliwości co do autentyczności dowodów badania (autentyczności i prawdziwości, wiarygodności, pewności, rzetelności, zgodności z prawdą). Zgodnie z IDW PS 300 pkt A5, niskiej jakości dowodów nie powinno się rekompensować zwiększeniem ich liczby (Graumann 2020, s. 282).

¹⁵ Znaczenie systemu kontroli wewnętrznej, zob. Marten i in. 2020, s. 397–399.

¹⁶ IDW 2020, s. 1603, a także s. 1601, zawiera wyraźne odniesienia zarówno do cech jakościowych, jak i (alternatywnie) ilościowych. § 317 ust. 1 zdanie 3 niemieckiego kodeksu handlowego (HGB) wymaga od biegłego rewidenta przeprowadzenia badania w taki sposób, aby dzięki sumiennej praktyce zawodowej mógł on wykryć z wystarczającą pewnością wszelkie nieścisłości lub naruszenia, które mają istotny wpływ na przedstawienie aktywów, sytuacji finansowej i wyników działalności.

6. Ryzyko nieścisłości i naruszeń

Zgodnie z § 43 ust. 4 WPO i IDW PS 200 pkt 17 biegły rewident działając w interesie publicznym ma obowiązek zachować krytyczne podejście. Zgodnie z IDW PS 210 pkt 14 krytyczne podejście należy przyjąć wobec badanej spółki, jej przedstawicieli prawnych, pracowników i organu nadzorczego. Chociaż badanie sprawozdania nie jest badaniem nadużyć finansowych, biegły rewident nie może polegać na oświadczeniach przedstawicieli prawnych spółki i ich szczegółowości. Natomiast jest zobowiązany do potwierdzenia ich oświadczeń i oceny ich wiarygodności na własną odpowiedzialność. Badanie nie jest zazwyczaj pełne, ale wyrywkowe (IDW PS 200 pkt 19), co jednak nie wyklucza możliwości pełnego badania danego obszaru, jeśli wiąże się to z określonym ryzykiem. Biegły rewident jest zobowiązany: *niezależnie od swoich wcześniejszych doświadczeń z klientem, zawsze liczyć się z możliwością wystąpienia naruszeń* (Marten i in. 2020, s. 584).

Dwa terminy użyte w sekcji 317 niemieckiego kodeksu handlowego (HGB), a mianowicie nieścisłość i naruszenie, można również opisać jako błędy księgowe i oszustwa lub działania oszukańcze (Low, Heyd 2024, s. 33–38). W standardach badania oba terminy wchodzą w zakres pojęcia „nieprawidłowości”. Różnica między tymi dwoma terminami polega na tym, że nieścisłości (błędy) występują nieumyślnie, podczas gdy naruszenia (oszustwa lub działania złośliwe) są popełniane umyślnie (IDW 2000. PS 210 pkt 6 i 7). Oszustwo obejmuje wprowadzenie w błąd (również lub wyłącznie) w sprawozdaniach finansowych, sprzeniewierzenie aktywów lub naruszenie prawa (Almeling i in. 2020, s. 33).

Oszustwa i inne naruszenia standardów są bez wątpienia jednym z głównych problemów w audycie (Marten i in. 2020, s. 580). Brak lub nieskuteczność kontroli zwiększa możliwość popełnienia oszustwa. *W szczególności kierownictwo przedsiębiorstwa może łatwo obejść lub pominąć środki kontroli* (Almeling i in. 2020, s. 35).

IDW PS 210 dotyczy wyłącznie nieprawidłowości (nieścisłości i naruszeń). IDW PS 210 pkt 35 zawiera szczegółową listę wskaźników wskazujących na zwiększone ryzyko oszustwa, w tym (dosłownie i we fragmentach mających znaczenie dla Wi-recard):

- Wątpliwości co do uczciwości lub kompetencji kierownictwa:
 - kontrola zarządu przez jedną lub kilka osób bez skutecznego organu nadzorczego;
 - niejasne struktury organizacyjne;
 - brak chęci do ulepszenia systemu kontroli wewnętrznej;
 - utrzymujące się niedobory kadrowe w dziale księgowości.
- Krytyczne sytuacje w przedsiębiorstwie:
 - nadmiernie ekspansywna działalność biznesowa;
 - źródła dochodów obciążone wysokim ryzykiem;
 - uzależnienie od niewielkiej liczby dostawców lub klientów.

- Nietypowe transakcje:
 - transakcje mające znaczący wpływ na zyski;
 - skomplikowane transakcje lub nietypowe rozliczenia transakcji;
 - transakcje z podmiotami powiązanymi;
 - nadmierne wydatki na prowizje agencyjne związane z otrzymaną usługą.
- Trudności w uzyskaniu dowodów badania takich, jak:
 - niewystarczające rejestrowanie lub dokumentowanie transakcji;
 - wiele rozbieżności między wynikami księgowymi a potwierdzeniami stron trzecich;
 - uchylanie się kierownictwa od odpowiedzi na pytania audytora lub przekazywanie trudnych do zrozumienia informacji.
- Inne okoliczności takie, jak:
 - niewystarczająca skuteczność audytu wewnętrznego.

Audytora ma obowiązek poszukiwania nadużyć¹⁷. Zgodnie z IDW PS 210 pkt 38: Audytora ma obowiązek zidentyfikować i ocenić ryzyko istotnego zniekształcenia wynikającego z naruszeń na poziomie sprawozdania finansowego oraz na poziomie poszczególnych stwierdzeń dotyczących niektórych rodzajów transakcji biznesowych, sald kont i informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym. Ryzyko to zawsze jest ryzykiem znaczącym. Oznacza to, że audytor musi zapoznać się z odpowiednimi środkami kontroli.

IDW PS 210 pkt 39 wyraźnie odnosi się do nadużyć, które często wynikają z zawyżania przychodów ze sprzedaży (np. poprzez księgowanie fikcyjnych przychodów). *Biegły rewident musi zatem założyć, że może istnieć ryzyko naruszeń w związku z ujmowaniem przychodów i określić, jakie rodzaje przychodów, transakcji lub pozycji w sprawozdaniu finansowym, które mają wpływ na zysk lub stratę, mogą być narażone na takie ryzyko. Ryzyko istotnego zniekształcenia wynikającego z tych naruszeń należy również traktować jako ryzyko znaczące (IDW PS 210 pkt 39).*

W przypadku wystąpienia oznak oszustwa, IDW 210 pkt 58 wymaga od biegłego rewidenta oceny okoliczności i ich wpływu na sprawozdanie finansowe. *O ile nie ma przesłanek wskazujących na coś przeciwnego, należy założyć, że podejrzana nieprawidłowość nie jest zdarzeniem jednorazowym. Jeśli można podejrzewać jej wpływ na prawidłowość sprawozdania finansowego, biegły rewident jest zobowiązany do uzyskania dodatkowych informacji (IDW PS 210 pkt 59).* W związku z tym istnieje obowiązek poszerzonego badania¹⁸. W żadnym razie biegły rewident nie może uznać za wystarczające niewyjaśnione ryzyka, pozostałe wątpliwości co do wiarygodności dowodów badania lub niemożliwe do zweryfikowania informacje dotyczące zgodności sprawozdania finansowego z prawem, bez oceny ich wpływu na opinię z badania (poświadczenie). Zgodnie z IDW PS 210 pkt 72: *Modyfikacje opinii mogą być również konieczne, jeżeli biegły rewident nie jest w stanie ustalić, czy istnieje nieścisłość lub naruszenie, z powodu okoliczności niezależnych od spółki.*

¹⁷ Marten i in. 2020, s. 584 z podkreśleniem terminów „audytor” i „pozytywny obowiązek poszukiwania”.

¹⁸ Zob. Graumann 2020, s. 214, gdzie znajduje się również odniesienie do udziału doradców prawnych lub innych ekspertów.

7. Wymagane procedury badania i niedociągnięcia w badaniu sprawozdania finansowego

Relacje powiernicze muszą być obowiązkowym przedmiotem badania, z bardzo rozbudowanymi procedurami kontrolnymi. *Relacja powiernicza zawsze wiąże się ze zwiększonym ryzykiem, ponieważ jej celem może być ukrywanie sytuacji finansowej – nawet wykraczającej poza zakres badania*¹⁹¹⁹. W przypadku Wirecard miało to szczególne znaczenie, bowiem jej sytuacja finansowa zależała w dużej mierze od relacji biznesowych z zaledwie trzema partnerami biznesowymi. W tym kontekście niewystarczającym jest jedynie stwierdzenie, że audytorzy przeanalizowali zobowiązania Wirecard w zakresie wykonania, ryzyko odpowiedzialności, które Wirecard przyjął na siebie na mocy umowy, oraz zabezpieczenia, które Wirecard musiał zapewnić na podstawie umów powierniczych, skoro nie wyciągnięto z tego żadnych wniosków ze względu na liczne nieprawidłowości. Biorąc pod uwagę znaczenie działalności TPA dla sukcesu (i istnienia) Wirecard, wizyty na miejscu u „zewnętrznych partnerów biznesowych” były absolutnie konieczne, choć w tym przypadku niewystarczające do uzyskania odpowiednich i wystarczających dowodów badania (IDW 2000, PS 300 nowa wersja, pkt 5 i pkt 7).

Podczas badania stosunków powierniczych pierwszym krokiem jest zbadanie nie-(typowego) charakteru tego stosunku w ogóle, struktury umowy powierniczej typu TPA, warunków umowy powierniczej dotyczących poszczególnych usług i związanych z nimi ryzyk, wiarygodności powierników, zdolności kredytowej banku (banków) zarządzającego (zarządzających) rachunkami powierniczymi i, wreszcie, istnienia majątku powierniczego. Obejmuje to sprawdzenie, czy rachunki powiernicze są w pełni udokumentowane w księgach spółek Wirecard, czy kwoty zaksięgowane na rachunkach powierniczych są możliwe do przesłedzenia, czy pozycje bilansowe, w których wykazane są kwoty na rachunkach powierniczych, są zgodne z przepisami (w tym przypadku oznaczenie jako aktywa pieniężne) i wreszcie, czy ujawniono informacje wymagane do zrozumienia i wymagane przez MSSF.

W przypadku oznak nieścisłości lub naruszeń na podstawie IDW PS 210 pkt 58 biegły rewident jest zobowiązany do oceny, które okoliczności doprowadziły do powstania tych ryzyk oszustwa i jaki wpływ może to mieć na rachunkowość. W ramach badania biegły rewident musi przeprowadzić procedury badania w taki sposób, aby uzyskać wystarczające i odpowiednie dowody badania, które pozwolą mu wyciągnąć uzasadnione wnioski (IDW PS 300, nowa wersja, pkt. 5). W tym zakresie biegły rewident jest zobowiązany do zaplanowania i przeprowadzenia procedur badania w taki sposób, aby uzyskać wystarczające i odpowiednie dowody badania w okolicznościach danego przypadku. Czyniąc to, należy wziąć pod uwagę sto-

¹⁹ Schiittler 2020b, s. 1862–1863, tutaj s. 1863, z naciskiem na „zwiększone ryzyko” i „ukrywanie sytuacji finansowej”, co dodatkowo wskazuje, że audytorzy podlegają zwiększonemu obowiązkowi należytej staranności wynikającym z przepisów dotyczących prania pieniędzy i muszą kompleksowo ustalić, kto jest rzeczywistym właścicielem majątku powierniczego (§ 15 GwG, Anlage 2, Faktoren fiir ein potenziell hoheres Risiko). Bardzo podobne Schiittler 2020a, s. 671–672, tutaj s. 671.

sowność i wiarygodność informacji (IDW PS 300, nowa wersja, pkt 8). Stosowność oznacza, że dowody badania muszą być odpowiednie do celu procedur badania: *Wiarygodność dowodu zależy od charakteru i źródła informacji oraz od okoliczności, w jakich zostały one uzyskane* (Graumann 2020, s. 285).

W przypadku informacji pochodzących od spółki dowody badania dotyczące dokładności i kompletności muszą być uzyskane zgodnie z IDW PS 300, nowa wersja, pkt. 10. Jeżeli biegły rewident ma wątpliwości co do wiarygodności dowodów badania lub, jeżeli wątpliwości wynikają z ogólnych okoliczności – jak w przypadku Wirecard, IDW PS 300, nowa wersja, pkt 12 wymaga określenia korekt lub uzupełnień procedur badania niezbędnych do wyjaśnienia faktów. Z kolei IDW PS 300, nowa wersja, pkt A3 stanowi, że same zapytania zazwyczaj nie dostarczają wystarczających dowodów badania potwierdzających brak istotnych zniekształceń na poziomie stwierdzeń, ani nie zapewniają wiarygodnych informacji na temat skuteczności kontroli.

Jednak w analizowanym przypadku Wirecard wydaje się, że nie uzyskano żadnych dalszych dowodów badania. Jest to tym poważniejsze, gdy weźmie się pod uwagę liczbę i charakter wskaźników dotyczących nadużyć finansowych zidentyfikowanych zgodnie z IDW PS 210 pkt 35. Natomiast biegli rewidentzi zrealizowali procedury badania tak, jakby spółka nie wykazywała żadnych oznak nadużyć finansowych. W celu oceny ryzyka nadużyć audytorzy przeprowadzili ustrukturyzowaną analizę, w ramach której przeprowadzono wywiady z członkami zarządu, rady nadzorczej, kierownikiem działu audytu wewnętrznego, kierownikiem działu prawnego i kierownikiem działu księgowości. Jednakże te oparte na oświadczeniach dowody z badania są bez znaczenia, jeśli ze względu na liczne oznaki oszustwa istnieje powód, aby obawiać się, że przynajmniej najwyżsi rangą członkowie kierownictwa spółki mogą być zaangażowani w takie działania. A jest to niezgodne z IDW PS 300, nowa wersja, pkt 43. Jak można było oczekiwać, ustalenia uzyskane w ten sposób były nie stosowne w kontekście celu badania.

Zgodnie z IDW PS 300, nowa wersja, pkt A29, na wiarygodność informacji ma wpływ jej rodzaj i pochodzenie, a także okoliczności, w jakich została uzyskana. Wiarygodność kopii, dokumentów cyfrowych lub dokumentów przekształconych do postaci elektronicznej zależy od kontroli nad ich tworzeniem i utrzymywaniem. W odniesieniu do wystarczającego zakresu wyboru pozycji podlegających badaniu, IDW PS 300, nowa wersja, pkt A48 wyraźnie wspomina o pełnym badaniu, celowym doborze i próbkowaniu oraz wskazuje, że zastosowanie jednej z tych form badania lub ich kombinacji jest właściwe w zależności od takich okoliczności, jak ryzyko istotnych zniekształceń w badanym sprawozdaniu.

W tym kontekście pełny audyt, zgodnie z IDW PS 300, nowa wersja, pkt A49, może być właściwy i konieczny, jeżeli istnieje znaczące ryzyko, a inne procedury nie zapewniają wystarczających i odpowiednich dowodów badania. W tym względzie w załączniku do IDW 300, nowa wersja, wskazano, że niezależnie od wyboru warunków, na koniec okresu należy sporządzać zestawienie sald kont, które mogą odnosić się do istnienia i przypisania spółce istniejących praw do aktywów.

W przypadku stosunków powierniczych biegły rewident jest zobowiązany do ustalenia w szczególności:

- „czy aktywa powiernicze wykazane w bilansie istnieją (istnienie);
- aktywa powiernicze są w całości ujęte w bilansie (kompletność);
- aktywa powiernicze są prawidłowo przedstawione w sprawozdaniu finansowym (dokładność, wycena i alokacja, a także ujawnianie i prezentacja oraz, w stosownych przypadkach, noty);
- jednostka sprawozdawcza posiada faktyczną własność aktywów powierniczych i sprawuje nad nimi kontrolę (prawa i obowiązki)” (Marten 2020, s. 1465–1469, tutaj s. 1466).

Uzyskanie potwierdzeń od stron trzecich może pomóc w uzyskaniu stosownych i wiarygodnych dowodów badania. Zgodnie z IDW PS 302, nowa wersja, pkt 6 lit. a) są to dowody badania, które biegły rewident uzyskuje bezpośrednio w formie pisemnej odpowiedzi od strony trzeciej w formie papierowej lub przy użyciu nośnika elektronicznego lub innego. *W takich przypadkach należy ocenić pracę stron trzecich, aby ustalić, czy jest ona odpowiednia do celów badania* (IDW 2020, s. 1620; Marten 2020, s. 1465–1469, tutaj s. 1468). IDW PS 302, nowa wersja, pkt 8 wymaga, aby biegły rewident zachował kontrolę nad procesem potwierdzania choć nie ma dodatkowych wymagań dotyczących potwierdzeń elektronicznych. Jednak, biorąc pod uwagę łatwość, z jaką można zmienić potwierdzenia stron trzecich w formie elektronicznej, ważne jest, aby: *dokładnie przestrzegać obowiązku zachowania kontroli nad procesem potwierdzania* (IDW 2020, s. 1626).

Jeśli przedstawiciele prawni odmówią audytorowi wysłania wniosku o potwierdzenie, procedura nie zostanie zakończona (nota bene taką odmowę można w przypadku Wirecard dostrzec w dość nietypowych ustaleniach umownych z partnerami biznesowymi TPA dotyczących rachunków powierniczych), a rewident musi zastosować alternatywne procedury badania (IDW PS 302, nowa wersja, pkt 11 lit. c). Jeżeli audytor nie jest w stanie uzyskać stosownych i wiarygodnych dowodów badania za pomocą takich alternatywnych procedur, jest on zobowiązany do podjęcia rozmów z organem nadzorczym (IDW PS 302, nowa wersja, pkt 12). Ponadto biegły rewident jest zobowiązany do podjęcia decyzji dotyczącej wpływu na badanie i opinię biegłego rewidenta, stosując zasady IDW PS 250, nowa wersja, IDW PS 261, nowa wersja, oraz IDW PS 400. Nawet, jeśli biegły rewident ma wątpliwości co do wiarygodności uzyskanych odpowiedzi na prośbę o potwierdzenie lub powinien mieć wątpliwości oparte na ogólnych przesłankach, jak w przypadku Wirecard, musi uzyskać kolejne dowody badania w celu wyeliminowania tych wątpliwości (IDW PS 302, nowa wersja, pkt 14). Ponadto jego pierwotna ocena powiązanych ryzyk błędu, w tym ryzyka naruszeń, musi zostać ponownie rozważona zgodnie z pkt 15.

W przypadku potwierdzeń bankowych mają zastosowanie przepisy szczególne. Należy je uzyskać dla wszystkich rodzajów relacji biznesowych między spółką a instytucjami kredytowymi (IDW PS 302, nowa wersja, pkt 26) i nie ma tu wyjątków. W przypadku Wirecard utrzymywała ona relacje biznesowe z zaangażowanymi bankami – choć nie bezpośrednio, ale pośrednio, ponieważ umowy powiernicze były skonstruowane w nietypowy sposób.

Zgodnie z IDW PS 302, nowa wersja, pkt 21, informacje, które należy uzyskać za pośrednictwem potwierdzenia bankowego, obejmują między innymi rachunki i ich salda, linie kredytowe oraz udzielone zabezpieczenia. *Jednak przy wysyłaniu wniosków o potwierdzenie bankowe często obserwuje się (na przykład w przypadku zagranicznych instytucji kredytowych lub w przypadkach, gdy instytucje kredytowe angażują zewnętrznych usługodawców do udzielania odpowiedzi na wnioski o potwierdzenie), że nie uzyskuje się pełnych lub częściowych standardowych informacji, o które wnioskowano. W takich przypadkach biegły rewident może, w ramach swojego zawodowego osądu i zgodnie z oceną ryzyka, określić zakres alternatywnych procedur badania wymaganych zgodnie z pkt 16 w odniesieniu do informacji, które nie zostały otrzymane (IDW PS 302, nowa wersja, pkt A28).*

W przypadku Wirecard biegły rewident powinien był najpierw zakwestionować stosowanie rachunków powierniczych (Schiittler 2020b, s. 1862–1863, tutaj s. 1863; Low, Heyd 2024, s. 69), ponieważ nie były one niezbędne do realizacji modelu biznesowego, a przynajmniej nie w takim zakresie.

*Depozyty zabezpieczające na rachunkach powierniczych były, zgodnie z umowami, zatrzymywane na wypadek całkowitej utraty wartości, tj. ryzyka kontrahenta*²⁰. Kwota depozytu zabezpieczającego wynosiła 33% prowizji od transakcji bazowych (Untersuchungsausschuss 2021, s. 376). Oznacza to, że w przypadku transakcji z klientem o wartości 100 euro i zakładanej prowizji w wysokości 10% kwoty prowizji wynoszącej 10 euro, zatrzymano 33%, czyli 3,33 euro. Aby w ten sposób uzyskać kwotę np. 1,9 mld euro, wymagany byłby niezwykle wysoki wolumen transakcji, który musiałby zostać zweryfikowany przez audytora²¹.

Zatrzymywanie dużych kwot jako zabezpieczenia roszczeń z tytułu obciążeń zwrotnych i kar było nieuzasadnione, biorąc pod uwagę bardzo niskie ryzyko dla Wirecard, i wymagałoby to bardziej szczegółowych procedur badania. Niskie ryzyko wynikało również z faktu, że w latach finansowych 2015–2019 nie zwrócono się do Wirecard o pokrycie tych kosztów.

W rzeczywistości współpraca z dostawcami zewnętrznymi nie powoduje żadnych roszczeń w stosunku do dostarczonego zabezpieczenia, które uzasadniałyby wysoki poziom zabezpieczenia udzielonego przez Wirecard (Raport Wambacha, s. 21). Natomiast udzielenie dalszego zabezpieczenia poprzez realokację należności do połowy 2015 r. jest sprzeczne z postanowieniami umowy i doświadczeniem biznesowym. Model zapewniania dalszych zabezpieczeń oznacza, że wraz ze wzrostem działalności Wirecard prawie nie otrzymuje środków pieniężnych z tego tytułu, ze względu na stale rosnące wymagania dotyczące zabezpieczeń. Z drugiej strony Wirecard musi finansować stale rosnącą wartość zabezpieczeń kapitałem własnym i obcym. W kontekście ekonomicznym takie działanie jest bardzo nietypowe (Raport Wambacha, s. 51).

²⁰ Takie oświadczenie złożył przed komisją śledczą szef działu polityki EY. Zob. Untersuchungsausschuss 2021, s. 376.

²¹ Zob. przykład podany przez szefa działu polityki EY przed komisją śledczą, Untersuchungsausschuss 2021, s. 376.

Przyznanie bardzo wysokich kwot jako zabezpieczenia, przy wyjątkowo niskim ryzyku, budzi podejrzenia. Biegły rewident powinien był to zbadać. EY zauważył również, że depozyty zabezpieczające były bardzo wysokie – mianowicie w poprzednich latach, kiedy rachunki powiernicze nie były jeszcze tak szeroko stosowane i były wykazywane jako należności. Wówczas EY krytykowało, że pozycje należności poszczególnych partnerów biznesowych TPA były zbyt wysokie, a kwestia ich wypłacalności nie uzasadniała kwoty należności²².

Trzej partnerzy TPA, którzy mieli kluczowe znaczenie dla tej działalności biznesowej i stanowili zagrożenie dla istnienia Wirecard, również wydają się być przedmiotem niewystarczającej analizy. Na podstawie informacji publicznych, sporadycznych wizyt na miejscu oraz wniosku, że trzej partnerzy biznesowi TPA byli niezależni od przychodów Wirecard, biegły rewident po prostu uznał, że: *nie istnieje szczególne ryzyko oszustwa w odniesieniu do istnienia i kwoty przychodów z działalności TPA Wirecard*. Z punktu widzenia EY wydaje się, że były to wystarczające kontrole, aby przyjąć, że partnerzy TPA byli niezależni, i na tej podstawie można było uznać, że zaraportowane przychody były prawidłowe.

*Pomimo bliskich relacji z TPA, w latach 2015–2017 nie uzyskano żadnych (zbada-nych) rocznych sprawozdań finansowych TPA, o czym świadczą dokumenty robocze biegłego rewidenta. W dokumentach tych nie ma informacji o analitycznych procedurach badania, takich jak np. wieloletnie porównania danych finansowych czy obliczenia końcowe danych finansowych*²³.

Ani w Wirecard, ani w spółkach grupy nie znaleziono wystarczających dowodów o klientach lub poszczególnych transakcjach. Stąd Wirecard nie mógł zweryfikować wiarygodności przelewów na rachunki powiernicze dokonywanych przez partnerów TPA (Raport Wambacha, s. 78, dodatek II, s. 19). Takie podejście do badania przyjęła jednak firma EY. *O ile mi wiadomo, zawsze badaliśmy rachunki powiernicze w kontekście ujmowania przychodów, co potwierdzają dokumenty robocze*²⁴. Bezpośredni audyt nie był jednak możliwy. Wydaje się zatem, że istnienie i kwota przychodów zostały zweryfikowane jedynie pośrednio poprzez potwierdzenia sald.

²² Zgodnie z oświadczeniem złożonym przed komisją śledczą przez dyrektora ds. księgowości Wirecard, zob. Untersuchungsausschuss 2021, s. 216.

²³ Raport Wambacha, s. 71. *Dwa zbadane sprawozdania finansowe grupy Senjo za lata 2016 i 2017, które uzyskał audytor, nie mogą zostać wykorzystane w odpowiednich audytach, ponieważ będą one dostępne dla Wirecard dopiero około sześć miesięcy po wydaniu certyfikatu audytora*. Raport Wambacha, dodatek II, s. 24. W związku z dochodzeniami przeprowadzonymi w 2020 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych partnerów biznesowych TPA, KPMG stwierdza: *W ramach dochodzenia Wirecard dostarczył nam zbadane roczne sprawozdania finansowe partnera TPA 1 na dzień 31 grudnia 2018 r., a także zbadane roczne sprawozdania finansowe partnera TPA 3 na dzień 31 grudnia 2016 r., 31 grudnia 2017 r. i 31 grudnia 2018 r. Wirecard nie dostarczył nam żadnych rocznych sprawozdań finansowych partnera TPA 2 do czasu zakończenia naszego dochodzenia, mimo że zgodnie z umowami od 2018 r. przysługiwało nam odpowiednie prawo do informacji*. KPMG, s. 16. W trakcie dochodzenia KPMG nie otrzymało również żadnych dowodów potwierdzających ocenę wiarygodności kolejnego powiernika. Zob. KPMG 2020, s. 17.

²⁴ Oświadczenie szefa działu polityki EY przed komisją śledczą, zob. Untersuchungsausschuss 2021, s. 376.

Podstawą do księgowania przychodów, kosztów i należności z działalności TPA w Wirecard były noty uznaniowe. Te miesięczne lub kwartalne noty uznaniowe zawierały wykaz wolumenu transakcji przetworzonych dla akceptantów Wirecard oraz opłat poniesionych przez partnera TPA z tego tytułu. Przychody ze sprzedaży z działalności TPA ujęte w księgach mogły zostać zweryfikowane przez biegłych rewidentów poprzez sprawdzenie not uznaniowych od partnerów TPA. Trudno sobie wyobrazić, w jaki sposób można to pogodzić z zasadami prawidłowego prowadzenia ksiąg rachunkowych zgodnie z § 238 ust. 1 niemieckiego kodeksu handlowego (HGB). Pobieranie prowizji stanowi transakcję gospodarczą, dla której należy przedstawić indywidualny dowód.

Pod względem merytorycznym biegli rewidentzi oparli się wyłącznie na informacjach przekazanych przez partnerów biznesowych TPA, którzy zostali poddani jedynie podstawowym procedurom badania. Biorąc pod uwagę znaczenie partnerów TPA dla wypłacalności Wirecard, wyraźnie naruszono wymogi badania zorientowanego na ryzyko (IDW PS 261, nowa wersja, w połączeniu z IDW PS 210, nowa wersja).

Partnerzy umowni mają szczególne znaczenie w relacjach powierniczych. Powiernik pełni funkcję zaufania publicznego. Zazwyczaj jest on wybierany ze szczególną starannością. *Za powierników często uważa się prawników, notariuszy lub banki* (Marten 2020, s. 1465–1469, tutaj s. 1465).

W przypadku Wirecard w latach 2015–2019 powiernikiem nie była ani firma niemiecka ani nawet międzynarodowa firma audytorska czy renomowana kancelaria prawna, ale spółka o nazwie Citadelle Corporate Services Pte. Ltd. z Singapuru (dalej Citadelle). Ze względu na funkcję zaufania publicznego wiele jurysdykcji wymaga od powiernika określonego doświadczenia zawodowego, a nawet licencji uprawniającej do wykonywania tej działalności. W analizowanym przypadku konieczne było sprawdzenie, czy w Singapurze wymagana jest licencja i czy powiernik ją posiada. Zgodnie z przepisami (Ustawa o spółkach powierniczych Singapuru) tylko osoby mające licencję wymaganą przez tę ustawę mogą pełnić funkcję powierników. Natomiast właściciel Citadelle, Rajaratnam Shanmugaratnam, takiej licencji nie posiadał i nie mógł być legalnie powiernikiem.

Nie były także dostępne żadne roczne sprawozdania finansowe Citadelle (KPMG 2020, s. 17). Nie jest zatem zrozumiałe, w jaki sposób można było wydać jakiekolwiek oświadczenie dotyczące powiernika, niezależnie od tego, czy było ono wiarygodne, czy nie (Lenz 2020a, s. 1465–1469 i 2085–2089, tutaj s. 2088).

Przy zastosowaniu odpowiednich procedur badania nie mogło pozostać tajemnicą, kto stał za Citadelle, zwłaszcza, że do przeprowadzenia badania sprawozdań finansowych zaangażowano dużą firmę audytorską z międzynarodową siecią i biurami w Singapurze, dla której przeprowadzenie badania na miejscu byłoby niezwykle łatwe. A dotyczyło to powiernika zarządzającego kilkuset milionami, aż do ponad miliarda euro. *Jeżeli biegły rewident zamierza wykorzystać w swej opinii potwierdzenia od powiernika, ma obowiązek ocenić jego wiarygodność lub zweryfikować ocenę wiarygodności badanej spółki jako zlecniodawcy* (Lenz 2020a, s. 1465–1469).

i 2085–2089, tutaj s. 2088). *Potwierdzenia otrzymane bezpośrednio od banku (oryginalne dokumenty) są bardziej wiarygodne niż potwierdzenia otrzymane pośrednio za pośrednictwem powiernika. Tylko wtedy, gdy biegły rewident ma uzasadnione powody, aby sądzić, że dowody badania uzyskane za pośrednictwem powiernika są równie wiarygodne i przekonujące, może uzyskać potwierdzenia za pośrednictwem powiernika. To z kolei zależy od oceny wiarygodności powiernika* (Lenz 2020a, s. 1465–1469 i 2085–2089, tutaj s. 2088).

Jeżeli w procedurze badania nie zbadano posiadania licencji na działalność powierniczą, było to naruszenie IDW PS 230 ust. 14, które wymaga od biegłego rewidenta uzyskania wiedzy na temat otoczenia prawnego spółki poddanej badaniu w zakresie objętym badaniem, a w szczególności *przepisów mających istotne znaczenie dla spółki*²⁵.

Pomimo tych uwarunkowań, EY przyjęło dowody badania za lata obrotowe 2016, 2017 i 2018 wyłącznie w formie potwierdzeń od partnerów TPA i powiernika²⁶. Ponadto w rocznym sprawozdaniu finansowym uwzględniono przychody TPA, które partnerzy TPA wykazali dopiero po dniu bilansowym (Untersuchungsausschuss 2021, s. 215).

Wiarygodność tych dowodów zależała w znacznym stopniu od wiarygodności TPA (Raport Wambacha, s. 78, dodatek II, s. 20).

Jednak dokumenty robocze EY ujawniają liczne nieprawidłowości²⁷:

- W latach 2015 i 2016 potwierdzenia od Citadelle jako powiernika nie były kierowane bezpośrednio do biegłego rewidenta.
- Potwierdzenie salda od partnera biznesowego TPA, Al Alam, z dnia 28 marca 2016 r., wskazuje spółkę zależną Wirecard, Wirecard Technologies GmbH, jako beneficjenta rzeczywistego, mimo że umowa powiernicza została zawarta z Al Alam przez inną spółkę zależną, a mianowicie CardSystems Middle East FZ-LLC.
- W 2016 r. adresy e-mail w nagłówku listu powiernika Citadelle nie są tożsame („shan.citadelle@com.sg” i citadelle33@yahoo.sg.com), podobnie jak nazwiska osób kontaktowych.

²⁵ Zob. również IDW 2020, s. 1475. W ramach dowodów badania należy uzyskać odpowiedzi na następujące oczywiste pytania dotyczące powiernika:

- *Jaka jest ich reputacja?*
- *Jak długo istnieje? Jak można się z nim skontaktować?*
- *Czy posiada stałą siedzibę, biura itp.?*
- *Jak długo pracuje dla badanej spółki?*
- *Dlaczego została wybrana?*
- *Jakim przepisom podlega?*
- *Czy oni również będą poddani badaniu? Przez kogo?*

Schiittler 2020b, s. 1862–1863, tutaj 1863.

²⁶ Zgodnie z oświadczeniem szefa działu polityki EY przed komisją śledczą, zob. Untersuchungsausschuss 2021, s. 376, 377.

²⁷ W odniesieniu do poniższych cech szczególnych zob. Raport Wambacha, s. 77.

- Daty na potwierdzeniach z 2015 r. są zgodne z formatem angielskim, natomiast od końca 2016 r. – po zmianie nagłówka – były one zapisywane w formacie niemieckim.
- W potwierdzeniu z 25 maja 2016 r. saldo dla partnera TPA – Al Alam, jest wykazane na dzień 31 marca 2016 r. na rachunku przypisanym innemu partnerowi TPA – Senjo i to na kwotę nie mniejszą niż 41 mln euro. Jako beneficjenta rzeczywistego wskazano Wirecard UK & Ireland. Potwierdzenie zostało sporządzone dla Al Alam przez inną osobę, która pełniła również funkcję sekretarza w Senjo. Natomiast w potwierdzeniu z 2 grudnia 2016 r. to samo konto zostało przypisane do CardSystems Middle East FZ-LLC. Oznacza to, że w ciągu 2016 roku zmienił się beneficjent rzeczywisty rachunku powierniczego.
- W grudniu 2016 r. Al Alam dokonał wpłaty na rachunek powierniczy w bardzo wysokiej kwocie 80 mln euro.
- Potwierdzenie jest dostępne dla jednego z rachunków powierniczych na 22 listopada 2016 r., natomiast nie ma potwierdzenia na koniec roku. W kolejnym roku (2017) rachunek ten był wykorzystywany do innych celów, a od końca lutego 2017 r. nie był już używany jako rachunek powierniczy dla działalności TPA.

W odniesieniu do skonsolidowanego sprawozdania finansowego za rok obrotowy 2018 pojawiają się następujące dodatkowe szczególne cechy (Raport Wambacha, dodatek II, s. 18):

- Potwierdzenie salda otrzymano 11 kwietnia 2019 r., ale jest ono datowane na 12 kwietnia 2019 r.
- Ponownie format daty jest podany w stylu niemieckim.
- W przeciwieństwie do poprzednich lat, po nazwie firmy i odpowiedniej formie prawnej umieszczono kropkę.
- Potwierdzenie salda potwierdza jedynie kwoty, ale nie podaje numerów kont, na których znajdują się salda.
- Nie podano nazwy banku, w którym rzekomo przechowywane były salda kredytowe.
- *Do żadnego ze sprzedawców nie zwrócono się bezpośrednio z prośbą o potwierdzenie salda* (Raport Wambacha, dodatek II, s. 20).

Zgodnie z dokumentacją roboczą EY te szczególne cechy nie zostały zbadane. Niezależni partnerzy TPA zostali zatem zapytani jedynie o to, czy są niezależni, a następnie polegano na dokładności danych dotyczących aktywów powierniczych. Wydaje się, że były to środki audytowe podjęte w celu spełnienia wymogów podejścia badania opartego na ryzyku. W tych latach EY całkowicie powstrzymało się od uzyskania potwierdzenia bankowego.

Umowa z Wirecard nie przewidywała bezpośredniego kontaktu z bankiem zarządzającym rachunkiem powierniczym ani prawa do uzyskania informacji od banku (Untersuchungsausschuss 2021, s. 378). *Umowa powiernicza nie przewiduje dla Wirecard żadnych praw do informacji, takich jak comiesięczne przysyłanie wyciągów z rachunku, potwierdzenia salda bankowego, dowody założenia rachunków powierniczych lub podobne* (Raport Wambacha, s. 77). Właśnie dlatego, że kwoty te miały

zasadnicze znaczenie dla Wirecard, a umowy powiernicze praktycznie nie przyznawały Wirecard żadnych praw, biegły rewident nie powinien był się tym zadowolić.

Biorąc pod uwagę wyjątkowe znaczenie działalności TPA dla sytuacji finansowej Wirecard, bank prowadzący rachunek odgrywał kluczową rolę. W praktyce korporacyjnej praktycznie niemożliwe jest prowadzenie tak znaczącej działalności gospodarczej za pośrednictwem jednego banku i podejmowanie ekstremalnego ryzyka kredytowego. Działalność gospodarcza była prowadzona w regionie azjatyckim, jednak rachunek był prowadzony w euro. Powinno to dać biegłemu rewidentowi do myślenia.

Oprócz faktu, że prowadzenie rachunku w euro jest nietypowe dla działalności w regionie azjatyckim, pojawiła się kwestia warunków prowadzenia rachunku. Przynajmniej w Europie powszechną praktyką w środowisku niskich stóp procentowych było naliczanie ujemnych odsetek od sald o określonej wielkości. Dlatego też przedsiębiorstwa zazwyczaj starały się utrzymywać na rachunku tylko absolutnie niezbędną minimalną kwotę. W tym sensie konieczne byłoby sprawdzenie, czy warunki zarządzania rachunkiem były zgodne z warunkami rynkowymi. W razie potrzeby należałoby uzyskać dodatkowe dowody badania, aby umożliwić wydanie wiarygodnej opinii biegłego rewidenta. W końcu banki zrezygnowałyby z bardzo wysokich zysków, nie naliczając ujemnych stóp procentowych od sald wynoszących od kilku milionów do ponad miliarda euro.

Nie wystarczyło zatem uzyskanie potwierdzeń od osób trzecich, a konkretnie tylko od powiernika²⁸. *W związku z badaniem sald w instytucjach kredytowych biegły rewident musi jednocześnie uzyskać przegląd innych relacji biznesowych spółki z tymi podmiotami. W tym celu należy uzyskać potwierdzenia bankowe dotyczące wszystkich rodzajów relacji biznesowych badanej spółki z instytucjami kredytowymi i finansowymi, a także wszystkich relacji biznesowych z firmami finansowymi w rozumieniu § 1 ust. 3 KWG (IDW 2020, s. 1586, 1789). W tym zakresie uzyskanie potwierdzeń bankowych jest niezbędnym i ogólnie odpowiednim środkiem służącym do oceny, czy relacje biznesowe spółki z instytucjami kredytowymi są w pełni ujęte (IDW 2020, s. 1789).*

O ile w literaturze przedmiotu przyjmuje się, że uzyskanie potwierdzenia od powierników jest zazwyczaj wystarczające²⁹, to jednak nie ma to zastosowania w niniejszej sprawie, ponieważ „normalne przypadki” zakładają kwoty nie mające znaczenia egzystencjalnego. W przypadku Wirecard fakty były jednak dalekie od „normalności”. Przyjmując błędne założenie „normalnego” przypadku, EY również w sposób dość oczywisty przeprowadziła audyt Wirecard w sposób schematyczny, pomijając podejście badania zorientowanego na ryzyko, liczne symptomy oszustw, wątpliwą wiarygodność powiernika (bez licencji), wiele niespójności w potwierdzeniach partnerów biznesowych TPA oraz znaczenie środków płatniczych dla całkowitej sumy bilansowej, a także sytuację dochodową i znaczenie dla (nie) wypłacalności Wirecard. W świetle bardzo specyficznych i rzucających się w oczy okoliczności konieczne było przeprowadzenie dalszych procedur badania w celu uzy-

²⁸ Zgodna opinia Schiittlera 2020b, s. 1862–1863, tutaj s. 1863.

²⁹ Zob. Marten 2020; zob. również – istotną – odpowiedź Lenza 2020a, s. 1465–1469, 2085–2089.

skania wiarygodnej opinii biegłego rewidenta. Właśnie tego wymaga IDW PS 261, nowa wersja, w połączeniu z IDW PS 210, nowa wersja.

W przypadku nieuzyskania potwierdzeń bankowych w tych okolicznościach nie można byłoby uzyskać wystarczających i odpowiednich dowodów badania w rozumieniu IDW PS 300, nowa wersja, pkt 7. Już choćby ze względu na wątpliwą wiarygodność powiernika Citadelle konieczne było naleganie na uzyskanie potwierdzeń bankowych bezpośrednio od banku prowadzącego rachunek³⁰. W związku z tym niezbędne byłoby zwolnienie banku z obowiązku zachowania poufności w tym zakresie. W końcu, zgodnie z § 320 ust. 2 niemieckiego kodeksu handlowego (HGB), biegły rewident może zażądać wszystkich informacji i dowodów niezbędnych do przeprowadzenia dokładnego badania. *Jeśli powiernik nie jest w stanie wyegzekwować nawet prostego bezpośredniego ujawnienia informacji przez bank na polecenie powiernika, to więcej niż wątpliwe jest, czy w ogóle istnieje prawdziwa relacja powiernicza, która uprawnia powiernika do uznania majątku powierniczego za własność ekonomiczną w bilansie* (Lenz 2020a, s. 1465–1469, 2085–2089, tutaj s. 2087).

Biorąc pod uwagę kluczowe znaczenie działalności biznesowej dla Wirecard, nawet bez uwzględnienia szczególnych okoliczności związanych z powiernikiem i bankiem prowadzącym rachunek, można było założyć, że tylko w wyjątkowych przypadkach biegły rewident mógłby uznać stosowne potwierdzenia za wystarczające. Oznaczałoby to, że wielkość sprzedaży i zysków, która miała zasadnicze znaczenie dla sukcesu biznesowego całej grupy i mogła zagrozić założeniu kontynuacji działalności, mogłaby zostać ustalona bez przeprowadzenia przez biegłego rewidenta własnych procedur badania.

Działalność w zakresie TPA rozwijała się bardzo dynamicznie i stała się głównym źródłem sukcesu całej grupy (Raport Wambacha, s. 21). W końcu stanowiła ona ponad 50% sprzedaży i ponad 95% EBITA³¹, a także praktycznie całą kwotę gotówki i 25% sumy bilansowej³². Było to wyraźne naruszenie IDW PS 300, nowa wersja, pkt 5, zgodnie z którym należy przeprowadzić procedury badania w celu uzyskania wystarczających i odpowiednich dowodów badania, aby sformułować uzasadnione wnioski i opinię biegłego rewidenta. W ten sposób w znacznym stopniu zlekceważono obowiązek prawny wynikający z § 317 ust. 1 niemieckiego kodeksu handlowego (HGB) dotyczący przeprowadzenia audytu w taki sposób, aby wykryć wszelkie nieścisłości i naruszenia.

³⁰ Porozumienie Lenza 2020b, s. 546–552, tutaj s. 552.

³¹ Według globalnego dyrektora ds. zgodności Wirecard przed komisją śledczą, zob. Untersuchungsausschuss 2021, s. 235.

³² Zgodnie z oświadczeniem przewodniczącego rady nadzorczej Wirecard przed komisją śledczą, zob. Untersuchungsausschuss 2021, s. 294.

8. Opinia biegłego rewidenta i sprawozdanie z badania

Na zakończenie badania biegły rewident formułuje ocenę, która jest widoczna dla zewnętrznych użytkowników sprawozdania finansowego spółki jako opinia z badania. Do 2017 r. obowiązywała norma IDW PS 400, która pod koniec listopada 2017 r. została zastąpiona nową wersją IDW PS 400. Jednocześnie w normie IDW PS 405 wprowadzono nowe regulacje dotyczące modyfikacji opinii z badania.

Zgodnie z IDW PS 400 ust. 8 opinia biegłego rewidenta musi zawierać ostateczną ocenę, czy rachunkowość i roczne sprawozdanie finansowe (lub skonsolidowane sprawozdanie finansowe, jeśli ma to zastosowanie) oraz sprawozdanie z działalności (lub sprawozdanie z działalności grupy, jeśli ma to zastosowanie), są zgodne z wymogami prawnymi, w tym zasadami prawidłowej rachunkowości lub MSSF, a także innymi przepisami krajowymi. Zgodnie z IDW PS 400 pkt 14 opinia biegłego rewidenta może zostać wydana dopiero po zakończeniu wymaganego badania, na podstawie profesjonalnej oceny biegłego rewidenta. Zgodnie z IDW PS 400 pkt 41 wynik badania może przybrać formę opinii bez zastrzeżeń lub z zastrzeżeniami, opinii negatywnej lub odmowy wydania opinii z powodu wątpliwości lub poważnych przeszkód w przeprowadzeniu badania (Marten i in. 2020, s. 718–727). IDW PS 400 pkt 68a stanowi, że warunkiem odmowy z powodu przeszkód w przeprowadzeniu badania jest to, że biegły rewident, po wyczerpaniu wszystkich uzasadnionych możliwości wyjaśnienia stanu faktycznego, nie jest w stanie sformułować opinii z badania – ewentualnie z zastrzeżeniem – zawierającej pozytywną ogólną ocenę sprawozdania finansowego. Ze względu na znaczenie opinii biegłego rewidenta, musi ona być opatrzona pieczęcią zawodową, zgodnie z IDW PS 400 pkt 86.

Jeżeli w wyjątkowych przypadkach biegły rewident nie może uzyskać ogólnej opinii w ramach badania (np. z powodu przeszkód w przeprowadzeniu procedur badania), należy wyjaśnić, czy wynika to z okoliczności stanowiących istotną przyczynę zakończenia zlecenia badania w rozumieniu § 318 ust. 6 HGB. W przypadku zakończenia badania sprawozdania finansowego nie wydaje się opinii biegłego rewidenta, ale sporządza się sprawozdanie z wyników przeprowadzonego dotychczas badania zgodnie z § 318 ust. 6 zdanie 4 HGB (zob. IDW PS 450 pkt 150 i nast.) (IDW PS 400 pkt 10).

W odniesieniu do działalności TPA biegły rewident przeprowadził całkowicie nieodpowiednie procedury badania dla uzyskania wystarczających i odpowiednich dowodów badania, na których można by oprzeć ostateczną opinię. W tym sensie całkowicie niezrozumiałe jest, na jakiej podstawie można było wydać opinię bez zastrzeżeń w sprawie działalności TPA (i, nawiasem mówiąc, nie tylko w tej działalności).

Bibliografia

- Almeling C., Flick C., Scharr C. (2020), *Abschlussprüfung klipp und klar*, Wiesbaden.
- BLZ (Berliner Zeitung) i Reuters (16 lipca 2020), Wirecard: Manager will auspacken (B. Zeitung, Hrsg.), <https://www.berliner-zeitung.de/wirtschaft-verantwortung/wirecard-manager-will-auspacken-li.93575> (dostęp 27.07.2025).
- Fiihrungskrafte W. (lipiec-wrzesień 2016a), Raport WCUK – Irlandia. Financial Times, <https://www.ft.com/content/19c6be2a-ee67-11e9-bfa4-b25f11f42901> (dostęp 27.07.2025).
- Fiihrungskrafte W. (17 października 2016b), WUKI Payplugger. Financial Times, <https://www.ft.com/content/19c6be2a-ee67-11e9-bfa4-b25f11f42901> (dostęp 27.07.2025).
- Fiihrungskrafte W. (31 marca 2017), Należności za II kwartał 2017 r. Financial Times, <https://www.ft.com/content/19c6be2a-ee67-11e9-bfa4-b25f11f42901> (dostęp 27.07.2025).
- GoMoPa.net (26 października 2012), Staatsanwalt stellt Wirecard-Ermittlung gegen Go-MoPa-Chefs ein. Kommunikat prasowy (G.-G. Partners, Hrsg.), https://www.gomopa.net/Pressemitteilungen.html?id=1052&meldung=Staatsanwalt-stellt-Wirecard-Ermittlung-gegen-Go-MoPa-Chefs-ein&__cf_chl_jschl_tk__=38a6b6b538be7b1e4e220b017ee212d260b-55b1f-1595325949-0-ASbKuF4TqxEa04XiU6PRJwWTGjoYaVpqaTlgtsJMMwVzgUNR48dWjol (dostęp 16.07.2020) (już niedostępne).
- Graumann M. (2020), *Wirtschaftliches Prüfungswesen*, wydanie 6, poprawione, Herne.
- Hammer T. (21 listopada 2008), *Streit um Wirecard – Aktionärschützer im Zwielicht* (Z. online, Hrsg.), <https://www.zeit.de/online/2008/30/querdax-wirecard/komplettansicht#comments> (dostęp 27.07.2025).
- Hesse M. (30 kwietnia 2016), *Finanzmärkte: Die Schlacht um Wirecard – Wette auf den Absurz* (D. SPIEGEL, red.) DER SPIEGEL (18/2016).
- Hoefel C., Engemann M. (28 kwietnia 2020), *Sonderprüfung bei Wirecard lässt Fragen unbeantwortet* (General-Anzeiger, Hrsg.), https://ga.de/news/wirtschaft/ueberregional/sonderpruefung-bei-wirecard-laesst-fragen-unbeantwortet_aid-50283803 (dostęp 27.07.2020) (już niedostępne).
- IDW (wyd.) (2020), *WP-Handbuch*, wydanie 17, Diisseldorf.
- Jahn J. (21 lipca 2008), *Anlegerschützer unter Verdacht*. (F.A.Z., Hrsg.), <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/kursmanipulation-anlegerschuetzer-unter-verdacht-1665356.html#void> (dostęp 27.07.2025).
- Justenhoven P., Meyer H.D. (2024), [w:] *Beck'scher Bilanz-Kommentar*, wydanie 14, Monachium, § 246, pkt 12–26.
- Komisja śledcza, Deutscher Bundestag: Zalecenie dotyczące uchwały i sprawozdanie trzeciej komisji śledczej dziewiętnastej kadencji zgodnie z art. 44 ustawy zasadniczej, 22.06.2021, Drucksache 19/30900 (cytowane jako Untersuchungsausschuss).
- KPMG (2020), Bericht iiber die unabhängige Sonderuntersuchung Wirecard AG (Raport z niezaleźnego dochodzenia specjalnego w sprawie Wirecard AG), Monachium, 27 kwietnia 2020 r. (cytowane jako KPMG).

Kriiger A. (23 lipca 2020), *EY, was soll das? FAQ zum Wirecard-Skandal* (t. V. GmbH, Hrsg.), <https://taz.de/FAQ-zum-Wirecard-Skandal/!5695456/?goMobile2=159408000000> (dostęp 27.07.2025).

Lenz H. (2020a), *Die Prüfung von Treuhandkonten – das Fallbeispiel Wirecard AG*, Erwiderung auf Marten, DB.

Lenz H. (2020b), *Die Verantwortung des Abschlussprüfers zur Aufdeckung von Bilanzdelikten* (Tauschungen, Vermögensschädigungen), Das Fallbeispiel Wirecard AG, w: KoR, s. 546–552.

Low E., Kunzweiler D. (2021), *Der Fall Wirecard, Bilanzierungsgerichte und Reaktionen von BaFin, Wirtschaftsprüfern und Wirecard in den Konzernabschlüssen*, Berlin.

Low E., Heyd R. (2024), *The Audit Failures of the Wirecard Scandal, Examining the Role of the Auditor in Regulatory Oversight* (Niepowodzenia audytu w skandalu Wirecard, analiza roli audytora w nadzorze regulacyjnym), Cham.

Marten K.-U. (2020), *Die Prüfung von Treuhandkonten im Rahmen der Abschlussprüfung*, Der Betrieb.

Marten K.-U., Quick R., Ruhnke K. (2020), *Wirtschaftsprüfung*, wydanie 6 poprawione, Stuttgart.

McCrum D. (25 czerwca 2020), *Wirecard: kalendarium* (F. Times, Hrsg.), <https://www.ft.com/content/284fb1ad-ddc0-45df-a075-0709b36868db> (dostęp 27.07.2025).

McCrum D., Palma S. (18 października 2019), *Wirecard: pytania bez odpowiedzi* (F. Times, Hrsg.), Londyn-Singapur, <https://www.ft.com/content/f4a89186-f0eb-11e9-ad1e-4367d8281195> (dostęp 27.07.2025).

McCrum D., Storbeck O. (16 października 2019), *Wirecard staje w obliczu żądań analityków dotyczących informacji na temat swojej księgowości* (F. Times, Hrsg.), Londyn-Frankfurt, <https://www.ft.com/content/04706e68-f029-11e9-ad1e-4367d8281195> (dostęp 27.07.2025).

McCrum D., Storbeck O. (5 maja 2020), *Jak ślad papierowy zniknął w specjalnym audycie Wirecard przeprowadzonym przez KPMG*. Wirecard AG (F. Times, Hrsg.), Londyn-Frankfurt, <https://www.ft.com/content/cc64ac71-9232-4815-b2df-41c46a73a5f0> (dostęp 27.07.2025).

Niedersachsen, nr 1. (2 lipca 2020), OLB gab Wirecard-Chef offenbar Millionen-Kredit. (N. Rundfunk, Hrsg.), Oldenburg, <https://www.ndr.de/nachrichten/niedersachsen/oldenburg-ostfriesland/OLB-gab-Wirecard-Chef-offenbar-Millionen-Kredit,wirecard104.html> (dostęp 27.07.2025).

Schiittler M. (2020a), *Die Treuhand im HGB-Abschluss, Weder Treugeber noch Abschlussprüfer müssen über Treuhandverhältnisse berichten – das muss sich nach Wirecard ändern!*, [w:] Steuer und Bilanzpraxis (StuB).

Schiittler M. (2020b), *Prüfung von Treuhandkonten auf Vorhandensein*, [w:] Der Betrieb. Storbeck O., McCrum D. (3 października 2018), *Błyskawiczny wzrost Wirecard rodzi pytania* (F. Times, Hrsg.), Aschheim-Londyn, <https://www.ft.com/content/d080c3fc-c561-11e8-8670-c5353379f7c2> (dostęp 27.07.2025).

Straub stolpert über Insidergeschäfte (24 lipca 2008), Wirecard-Affäre (Z. Online, wyd.), <https://www.zeit.de/online/2008/31/sdk-ruecktritt-straub> (dostęp 27.07.2025).

Strunz B. (2 lipca 2020), *Bilanse zawyżane przez lata? Skandal Wirecard* (A.-a. / tageschau.de, wyd.), <https://www.tagesschau.de/investigativ/ndr/wirecard-149.html> (dostęp 27.07.2025).

Untersuchungsausschuss (2021), Deutscher Bundestag: Beschlussempfehlung und Bericht des 3. Untersuchungsausschusses der 19. Wahlperiode gemaf? Artikel 44 des Grundgesetzes, 22.06.2021, Drucksache 19/30900.

Ustawa o spółkach powierniczych Singapur, <https://sso.agc.gov.sg/Act/TCA2005>.

Wirecard AG (31 grudnia 2016), *Monitorowanie relacji z klientami. Arkusz kalkulacyjny* (Financial Times), <https://www.ft.com/content/19c6be2a-ee67-11e9-bfa4-b25f11f42901> (dostęp 27.07.2025).

Wirecard AG (2017a), Raport roczny.

Wirecard AG (20 lipca 2017b). *Übersicht Dritt-Acquirer. Arkusz kalkulacyjny* (F. Times, Hrsg.), <https://www.ft.com/content/19c6be2a-ee67-11e9-bfa4-b25f11f42901> (dostęp 27.07.2025).

Wirecard AG (31 grudnia 2017c). *Q4 2017 Monitoring CR intern* (Financial Times), <https://www.ft.com/content/19c6be2a-ee67-11e9-bfa4-b25f11f42901> (dostęp 27.07.2025).

Wirecard (2020a), *Oświadczenie zarządu dotyczące aktualnej sytuacji spółki*, <https://ir.wirecard.com/websites/wirecard/English/5110/news-detail.html?newsID=1985593&fromID=5000> (dostęp 27.07.2020) (już niedostępny).

Wirecard (2020b), *Wniosek o wszczęcie postępowania upadłościowego*, <https://ir.wirecard.com/websites/wirecard/English/5110/news-detail.html?newsID=1988247&fromID=1000> (dostęp 27.07.2020) (już niedostępny).

https://www.jcapitalresearch.com/uploads/2/0/0/3/20032477/2015_10_30_wirecard_initiation_global_shorts.pdf (Wspomnienia z czasów wojny), s. 28–29 (dostęp 27.07.2025).

https://www.jcapitalresearch.com/uploads/2/0/0/3/20032477/2015_10_30_wirecard_initiation_global_shorts.pdf (Raport z przeglądu wewnętrznego dotyczącego naruszeń przepisów dotyczących przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowania terroryzmu w Wirecard AG), streszczenie (dostęp 27.07.2025).

https://www.jcapitalresearch.com/uploads/2/0/0/3/20032477/2015_10_30_wirecard_initiation_global_shorts.pdf (Raport roczny Wirecard AG za rok obrotowy 2017), s. 29 (dostęp 27.07.2025).

Arkadiusz Iwanicki*

ORCID: 0000-0003-1320-1699

arkadiusz.iwanicki@eksoc.uni.lodz.pl

RippleNet jako narzędzie do obsługi przelewów międzynarodowych

Streszczenie

Artykuł ma na celu ocenę RippleNet jako platformy obsługi przelewów międzynarodowych. Badanie obejmuje pomiar szybkości rozliczeń, analizę struktury i koncentracji sieci płatniczej oraz zestawienie uzyskanych wyników z wnioskami z literatury w formie analizy SWOT.

Tradycyjne modele oparte na systemie SWIFT, który pełni jedynie funkcję komunikacyjną i wymaga rozliczeń w krajowych systemach płatności, wiążą się z wysokimi kosztami, niską przejrzystością i relatywnie długim okresem finalizacji transakcji. W odpowiedzi na te ograniczenia można stosować technologię blockchain w obsłudze płatności transgranicznych.

W badaniu wykorzystano dane z publicznego rejestru XRP Ledger (XRPL), analizując okres finalizacji transakcji, strukturę i topologię sieci płatniczej, koncentrację aktywności oraz dynamikę wolumenów. Wyniki empiryczne zestawiono z wnioskami z literatury i przedstawiono w formie analizy SWOT.

RippleNet zapewnia quasi-natychmiastowe rozliczenia (średni czas finalizacji transakcji wynosi 3,87 sekundy), a maksymalne opóźnienia nie przekraczają 9 sekund, a aktywność w sieci jest wysoce skoncentrowana. Pojedyncze węzły i społeczności odpowiadają za większość wolumenu, co potwierdza obliczony współczynnik Giniego (0,969). RippleNet funkcjonuje w praktyce jako sieć o strukturze skali-wolnej, w której centralne huby instytucjonalne odgrywają kluczową rolę. Do głównych korzyści systemu należą: szybkość, obniżenie kosztów i przejrzystość, natomiast ograniczeniami ryzyka regulacyjne oraz nadmierna zależność od nielicznej grupy dominujących uczestników.

RippleNet ma cechy pozwalające traktować go jako innowacyjne rozwiązanie dla płatności transgranicznych oraz potencjalny pomost technologiczny dla integracji z projektami CBDC. Jednak jego upowszechnienie będzie zależać od dostosowania regulacyjnego, rozwiązania problemu koncentracji aktywności oraz gotowości instytucji finansowych do wdrażania rozproszonych systemów rozliczeniowych.

* Arkadiusz Iwanicki – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Informatyki Ekonomicznej i Medycznej.

Słowa kluczowe: Ripple, Blockchain, Kryptowaluta, Płatności transgraniczne, XRP

Kody JEL: G21, E42, M15

RippleNet as a Tool for Handling International Transfers

Abstract

Purpose: The article aims to evaluate RippleNet as a tool for processing cross-border payments, with particular emphasis on its ability to provide fast and predictable settlement, as well as its potential role in the modernization of global payment systems.

Problem and research method: Traditional models based on the SWIFT system, which serves only as a communication network and requires settlement within domestic payment infrastructures, are associated with high costs, low transparency, and long settlement times. In response to these limitations, blockchain technology has begun to be applied in cross-border payments. This study uses data from the public XRP Ledger (XRPL) to analyze settlement time, the structure and topology of the payment network, the concentration of activity, and transaction dynamics. The empirical findings are then combined with insights from the literature and presented in the form of a SWOT analysis.

Results: RippleNet enables quasi-instant settlement – the average transaction finalization time is 3.87 seconds, with maximum delays not exceeding 9 seconds. At the same time, network activity is highly concentrated, with a small number of nodes and communities accounting for the majority of transaction volume, as confirmed by the calculated Gini coefficient (0.969). The analysis shows that RippleNet functions in practice as a scale-free network, in which institutional hubs play a dominant role. The main benefits of the system include speed, cost reduction, and transparency, while key limitations involve regulatory risks and heavy reliance on a small group of dominant participants.

Conclusions: RippleNet demonstrates characteristics that make it an innovative solution for cross-border payments and a potential technological bridge in the context of CBDC integration. However, its broader adoption will depend on regulatory adaptation, addressing the problem of activity concentration, and the readiness of financial institutions to implement distributed settlement systems.

Keywords: Ripple, Blockchain, Cryptocurrency, Cross-border payments, XRP

JEL Codes: G21, E42, M15

Wstęp

Globalne powiązania gospodarcze skutkują intensyfikacją wymiany transgranicznej, w tym również w zakresie przepływów finansowych, a zwłaszcza międzynarodowych przekazów pieniężnych, obsługiwanych, od dekad, głównie za pośrednictwem systemu SWIFT. System ten, chociaż uznawany za standard w bankowości, poddawany jest krytyce ze względu na swoją złożoność, wysoki koszt oraz niską efektywność wg kryterium czasu rozliczenia i transparentności (Cipriani i in. 2023).

Alternatywą dla SWIFT są rozwiązania oparte na technologii blockchain, jak np. Ripple. Należy jednak podkreślić, że SWIFT jest systemem komunikacyjnym wspierającym płatności transgraniczne, lecz sam nie dokonuje transferu wartości, podczas gdy RippleNet pełni jednocześnie funkcję warstwy komunikacyjnej i rozliczeniowej dzięki wykorzystaniu XRP Ledger. Platforma RippleNet, wykorzystująca cyfrową walutę XRP, reorganizuje dotychczasowy paradygmat płatności międzynarodowych poprzez zapewnienie niemal natychmiastowej finalności transakcji, redukcję kosztów i eliminację pośredników (Ahmadova, Ereś 2022; Kaygin i in. 2021). Choć Ripple nie jest jedynym projektem łączącym świat finansów z technologią blockchain, to właśnie jego implementacja przez ponad 100 instytucji finansowych oraz liczne partnerstwa z bankami centralnymi czynią go interesującym przypadkiem badawczym (Islam i in. 2022; Hashemi Joo i in. 2020).

Technologiczną podstawą Ripple jest zdecentralizowany rejestr (XRP Ledger), który rejestruje wszystkie transakcje i aktualizowany jest przez sieć walidatorów, przy wykorzystaniu mechanizmu konsensusu niebędącego klasycznym „Proof of Work” czy „Proof of Stake”, ale specjalnie zaprojektowanym algorytmem konsensusu Ripple (Ripple doc, n.d.). Dzięki temu Ripple może osiągać wysoką skalowalność i energooszczędność przy zachowaniu integralności danych (Hashemi Joo i in. 2020). Transakcje w sieci są weryfikowane i zabezpieczane mechanizmem konsensusu RPCA (ang. Ripple Protocol Consensus Algorithm). Potwierdzanie transakcji odbywa się dzięki węzłom walidującym. Każdy użytkownik może założyć swój własny węzeł w sieci, jednak to instytucja korzystająca z XRPL decyduje, które węzły będą uczestniczyły w procesie osiągania konsensusu w ramach ich systemu. Transakcja zostaje potwierdzona, gdy wszystkie z węzłów UNL (ang. Unique Node List), czyli tylko tych bezpośrednio wybranych przez instytucję, zaakceptują i wyemitują ten sam zestaw transakcji do księgi głównej. Wtedy transakcja zostaje potwierdzona i zapisana w blockchain. Takie rozwiązanie procesów walidacyjnych łańcucha bloków umożliwiło znaczną poprawę wydajności. Według deweloperów, architektura RippleNet pozwala na przetworzenie do 50 000 transakcji na sekundę (Ripple doc, n.d.). Jednak rzeczywista aktywność sieci pozostaje znacząco niższa niż jej deklarowana przepustowość (do 50 000 TPS). Wskazuje to, że XRPL działa z dużą rezerwą wydajności, a nie na granicy swoich możliwości technicznych. Jednak jest to wystarczająca prędkość do globalnego zastosowania w sektorze usług finansowych. System Ripple wykorzystuje także natywną kryptowalutę XRP, która pełni funkcję pośredniczącą w transakcjach między dwiema różnymi walutami. XRP pozwala na uniknięcie konieczności posiadania konta w walucie docelowej i eliminuje potrzebę angażowania banków korespondentów (Ahmadova, Ereś 2022). Co istotne, Ripple nie dąży do wykluczenia tradycyjnych instytucji finansowych – wręcz przeciwnie, zakłada współpracę z bankami i integrację z istniejącymi systemami (Rosner, Kang 2015). Ripple znajduje zastosowanie m.in. w płatnościach detalicznych, przekazach pieniężnych (*remittances*), a także jako narzędzie do optymalizacji płynności w rozliczeniach międzybankowych. Rozwiązanie to zyskało zainteresowanie wielu instytucji finansowych na świecie, a jego sieć partnerów obejmuje banki komercyjne, firmy fintechowe oraz operatorów systemów płatniczych (Ripple, n.d.-b).

Celem niniejszego artykułu jest ocena RippleNet jako narzędzia do obsługi przelewów międzynarodowych. Badanie obejmuje pomiar szybkości finalizacji transakcji, analizę dynamiki wolumenów i liczby operacji, ocenę topologii sieci płatniczej (w tym identyfikację hubów i społeczności) oraz stopnia koncentracji przepływów wartości pomiędzy uczestnikami. Uzyskane wyniki zestawiono z wnioskami płynącymi z przeglądu literatury, a całość ujęto w formie analizy SWOT, co pozwala kompleksowo ocenić zarówno mocne i słabe strony RippleNet, jak i zewnętrzne szanse oraz zagrożenia dla jego dalszej implementacji.

1. Metoda badawcza

Przeprowadzone badanie empiryczne opiera się na analizie danych transakcyjnych pochodzących z publicznego rejestru XRP Ledger (XRPL), który stanowi technologiczną podstawę funkcjonowania RippleNet. W odróżnieniu od tradycyjnych baz płatniczych, XRPL jest rejestrem rozproszonym, a więc każdy blok (tzw. ledger) zawiera pełną informację o stanie kont oraz zestawie zatwierdzonych transakcji.

Dane źródłowe zostały pobrane bezpośrednio z XRPL przy użyciu autorskiego kodu w języku C++, który powstał na bazie otwartego projektu GetLedger¹, lecz został znacząco zmodyfikowany w celu automatycznego pobrania większej liczby danych. O ile oryginalne rozwiązanie pozwalało na pobranie tylko jednej wskazanej księgi, wprowadzone zmiany umożliwiły iteracyjne pobieranie całych ledgerów (na podstawie wartości `complete_ledgers`) oraz zapisywanie wyłącznie tych rekordów, które zawierały faktyczne transakcje. Dane były zapisywane w postaci plików JSON obejmujących nagłówki ledgerów i szczegółowe informacje o transakcjach.

W kolejnym kroku, zgromadzona próbka obejmująca 1000 ledgerów pobrana 29 sierpnia 2025 r. została przetworzona przy użyciu w pełni autorskiego skryptu analitycznego w języku Python. Skrypt ten umożliwiał parsowanie transakcji, budowę struktur danych oraz obliczanie kluczowych wskaźników ilościowych w trzech głównych obszarach: topologii sieci płatniczej, rozkładu wartości transakcji oraz dynamiki przepływów.

Pierwszym etapem analizy było wczytanie surowych danych zawierających informacje o transakcjach typu Payment – czyli faktycznych transferach wartości pomiędzy adresami w sieci. Z tych danych zbudowano tabelę zdarzeń obejmującą identyfikatory nadawcy i odbiorcy, wartość transakcji w XRP, opłaty transakcyjne oraz znaczniki czasowe.

Drugi etap badań obejmował analizę sieciową. Zgodnie z podejściem sieci ekonomicznych (*network economics*), uczestników XRPL potraktowano jako węzły grafu skierowanego, zaś transakcje jako krawędzie łączące nadawcę i odbiorcę. Dla każdego węzła obliczono podstawowe miary stopnia (*in-degree*, *out-degree*, *degree total*). W celu uchwycenia struktury społecznej sieci zastosowano algorytm Louvain, któ-

¹ <https://github.com/JoelKatz/getLedger> (dostęp 28.08.2025).

ry pozwala na identyfikację społeczności węzłów o silniejszych powiązaniach wewnętrznych. Kolejnym obszarem analizy była charakterystyka wartości transakcji. Szczególną uwagę poświęcono koncentracji aktywności, tj. ocenie, jaka część wolumenu płatności przypada na największych uczestników. W tym celu obliczono udziały w wolumenie dla grupy top-N węzłów ($N = 1, 5, 10$). Dodatkowo rozkład koncentracji zobrazowano za pomocą krzywej Lorenza oraz współczynnika Giniego, co umożliwiło ocenę stopnia nierówności w dystrybucji aktywności pomiędzy uczestników. Trzecim obszarem badań była analiza czasowa. Dla każdego ledgeru policzono liczbę transakcji oraz ich łączny wolumen w XRP, co pozwoliło na skonstruowanie szeregów czasowych aktywności sieci i identyfikację okresów zwiększonego obciążenia.

Wyniki przedstawiono w formie analizy SWOT, która integrowała zarówno rezultaty badań własnych autora, jak i informacje pozyskane z przeglądu literatury dotyczącej RippleNet. Takie połączenie pozwoliło nie tylko na syntetyczne ujęcie mocnych i słabych stron sieci Ripple, ale także identyfikację szans i zagrożeń wynikających z jej rozwoju i potencjału wdrożeniowego w sektorze finansowym.

Wykorzystane metody analityczne zostały dobrane w taki sposób, aby umożliwić ocenę sieci Ripple z perspektywy jej przydatności jako infrastruktury do obsługi przelewów międzynarodowych. Analiza topologiczna pozwala uchwycić obecność węzłów o centralnym znaczeniu, które odgrywają dominującą rolę w strukturze sieci transakcyjnej. Analiza wartości transakcji i koncentracji umożliwia ocenę, czy sieć sprzyja rozproszonej konkurencji, czy też wykazuje tendencje monopolistyczne. Z kolei analiza czasowa daje wgląd w dynamikę systemu oraz jego zdolność do obsługi przepływów w warunkach zmiennego obciążenia.

2. Przegląd literatury

W odpowiedzi na ograniczenia tradycyjnego modelu płatności transgranicznych zaczęły pojawiać się rozwiązania oparte na technologii blockchain. Jednym z najbardziej rozpoznawalnych projektów w tym obszarze jest Ripple – system zaprojektowany z myślą o usprawnieniu globalnych transferów finansowych przy zachowaniu zgodności z wymogami regulacyjnymi (Kaygin i in. 2021). Ripple wykorzystuje własny protokół komunikacyjny (Ripple Protocol, znany także jako RTXP – Ripple Transaction Protocol), który umożliwia natychmiastowe przesyłanie wartości w różnych walutach – zarówno fiducjarnych, jak i cyfrowych. Sieć RippleNet pozwala na rozliczanie transakcji w ciągu kilku sekund, co stanowi znaczącą przewagę nad systemami opartymi na SWIFT (Qiu i in. 2019; Islam i in. 2022).

Jednym z najczęściej cytowanych przypadków zastosowania RippleNet jest hiszpański bank Santander, który wdrożył aplikację One Pay FX, umożliwiającą szybkie przelewy międzynarodowe dla klientów detalicznych w wybranych krajach europejskich i Ameryki Południowej (Ahmadova, Ereik 2022) i korzysta z jej zalet. W Azji istotną rolę odgrywa japońska grupa finansowa SBI Holdings, która nie tylko wykorzystuje RippleNet do realizacji przelewów, ale także współtworzy z Ripple spół-

kę joint venture – SBI Ripple Asia. W ramach tej współpracy wdrażany jest system płatności międzybankowych w Japonii i Korei Południowej (Ahmadova, Ereik 2022). Innym przykładem jest IndusInd Bank z Indii, który zastosował technologię Ripple w celu usprawnienia usług transgranicznych dla klientów korporacyjnych i instytucjonalnych (Kaygin i in. 2021).

Wdrożenie RippleNet odbywa się najczęściej w formie pilotażowej lub w ograniczonym zakresie geograficznym. Instytucje finansowe testują RippleNet w wybranych korytarzach walutowych – np. pomiędzy Azją a Ameryką Łacińską – celem oceny jego efektywności i współdziałania z istniejącymi systemami back-office (Xia, Wang 2022). W wielu przypadkach nie jest to całkowite zastąpienie dotychczasowych rozwiązań, lecz ich uzupełnienie, szczególnie w zakresie rozliczeń o wysokiej częstotliwości lub niskiej wartości jednostkowej. Dostępne informacje sugerują, że największe korzyści z wdrożenia RippleNet osiągają instytucje działające w regionach o niedostatecznie rozwiniętej infrastrukturze płatniczej, a także firmy oferujące usługi przekazów pieniężnych (*remittances*), gdzie szybkość i koszty mają kluczowe znaczenie dla konkurencyjności.

W literaturze podkreśla się również potencjał RippleNet jako rozwiązania wspierającego w przyszłości integrację walut cyfrowych banków centralnych (CBDC). Dzięki transparentności XRPL i publicznej rejestracji wszystkich transakcji, system może ułatwiać nadzór regulacyjny i audyt, co stanowi istotną przewagę w projektowaniu infrastruktury finansowej zgodnej z wymogami prawa. Autorzy zwracają także uwagę, że Wykorzystanie RippleNet nie ogranicza się wyłącznie do sektora bankowego. Coraz częściej interesują się nim także instytucje pozabankowe, takie jak firmy zajmujące się przekazami pieniężnymi, dla których kluczowe znaczenie mają niskie koszty i szybkość rozliczeń. Jednocześnie brak jednoznacznego statusu prawnego XRP w wielu jurysdykcjach wskazuje na potrzebę ścisłej współpracy z regulatorami jako warunku dalszej ekspansji RippleNet (Adrian i in. 2023). Z kolei raport Banku Światowego wskazuje, że rozwój transgranicznych zastosowań CBDC może przyczynić się do istotnego obniżenia kosztów i skrócenia czasu rozliczeń, jednak jego sukces będzie uzależniony od międzynarodowej koordynacji i harmonizacji regulacyjnej (World Bank 2021).

3. Wyniki badań własnych

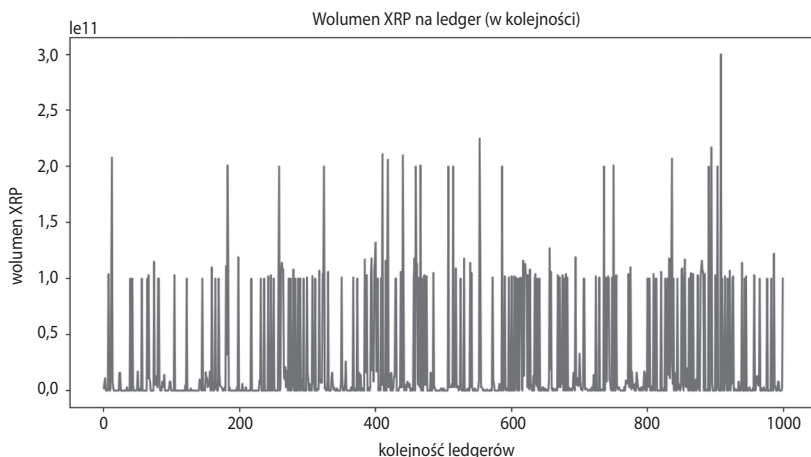
Przeprowadzona analiza empiryczna XRPL pozwoliła na ocenę struktury i dynamiki sieci Ripple z trzech perspektyw: wolumenu transakcji, topologii sieci płatniczej oraz dystrybucji wartości i koncentracji aktywności. Wyniki wskazują na wyraźne tendencje centralizacyjne, nierównomierny rozkład aktywności pomiędzy uczestnikami oraz występowanie okresów o znacznym nasileniu przepływów.

3.1. Czas finalizowania transakcji

W sieci Ripple proces zamknięcia bloku (*ledger close*) jest jednoznaczny z finalizacją transakcji – po jego zakończeniu wszystkie zapisane w nim operacje mają status ostateczny i nie mogą być cofnięte. Dane dotyczące rytmu zamykania kolejnych ledgerów w XRPL pokazują, że sieć RippleNet charakteryzuje się bardzo stabilnym i przewidywalnym mechanizmem finalizacji bloków. Na próbie 999 obserwacji średni czas pomiędzy kolejnymi ledgerami wyniósł 3,87 sekundy, przy medianie równej 1 sekundzie. Wartości dla percentyli potwierdzają tę regularność: 90., 95. i 99. percentyl osiągają identyczny poziom 9 sekund, co oznacza, że nawet w momentach największego obciążenia sieci czas finalizacji nie przekraczał tej granicy. Minimalny zarejestrowany odstęp wyniósł 1 sekundę, a maksymalny również 9 sekund. Tak wąski rozkład różnic w czasie zamykania ledgerów wskazuje na wysoką przewidywalność i deterministyczny charakter procesu konsensusu XRPL. W kontekście zastosowań płatniczych oznacza to, że RippleNet zapewnia quasi-natychmiastowe rozliczenia transakcji, które pozostają odporne na wahania obciążenia sieci. Wynik ten stanowi istotną przewagę w porównaniu z tradycyjnymi systemami transgranicznymi, w których czas rozrachunku liczony jest w godzinach lub dniach.

3.2. Dynamika wolumenu transakcji

Rysunek 1. Wolumen transakcji XRP zarejestrowany w księgach w badanej próbie

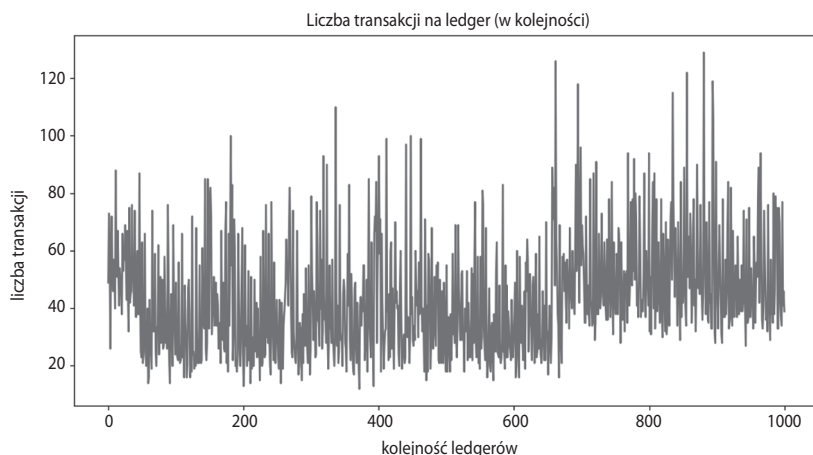


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Na rysunku 1 zaprezentowano łączny wolumen transakcji w XRP przypadający na każdy ledger w badanej próbie. Widoczna jest znacząca zmienność wartości – obok okresów względnej stabilizacji występują liczne szczyty sięgające nawet powyżej

2×10^{11} XRP. Taka dyspersja sugeruje, że w sieci dochodzi do nieregularnych, bardzo dużych transferów, prawdopodobnie związanych z działaniami pojedynczych dużych podmiotów instytucjonalnych.

Rysunek 2. Liczba transakcji zarejestrowana w księgach w badanej próbie



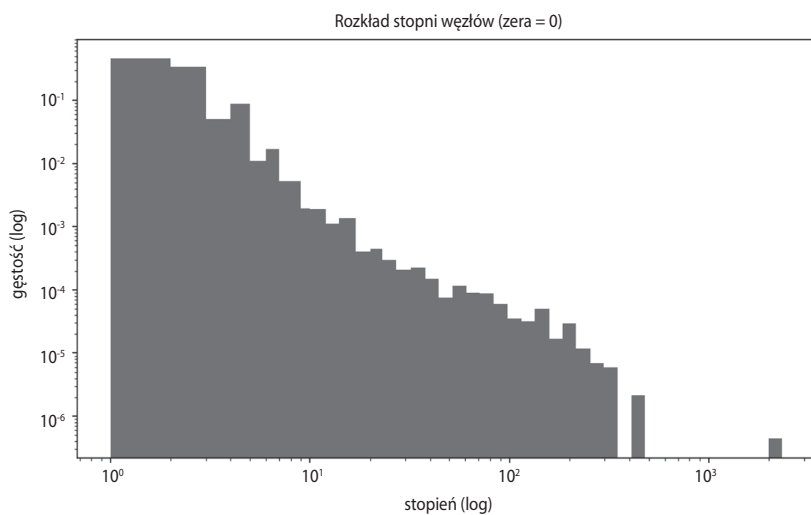
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Zmienność liczby transakcji przedstawiono na rysunku 2. Choć przeciętna liczba transakcji na ledger oscyluje wokół 50–60, to obserwowane są także okresy zwiększonej intensywności, w których liczba transakcji przekracza 100. Wskazuje to na istnienie pewnych cykli aktywności użytkowników sieci, co może być istotne dla oceny zdolności RippleNet do obsługi zwiększonego obciążenia.

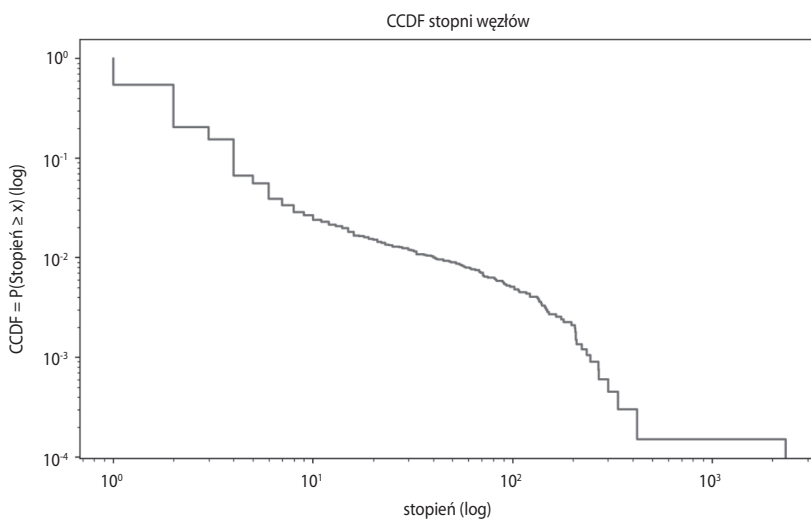
3.3. Struktura sieci płatniczej

Aby ocenić strukturę powiązań w RippleNet, przeanalizowano rozkład stopni węzłów w skali log-log. Węzeł (ang. Node) to uczestnik sieci reprezentowany przez adres XRPL, który brał udział w transakcjach Payment.

Na rysunku 3 przedstawiono histogram stopni (bez uwzględniania stopni zerowych nie zawierających transakcji), co pozwala lepiej zobrazować faktyczną różnorodność aktywnych uczestników. Widoczna jest charakterystyczna dla sieci finansowych asymetria – większość węzłów ma niewielką liczbę połączeń, podczas gdy nieliczna grupa pełni funkcję hubów z bardzo wysokimi wartościami stopnia. Zastosowanie skali logarytmicznej zarówno na osi X, jak i Y, pozwala na kompresję „długiego ogona” i wyeksponowanie struktury rdzeniowej.

Rysunek 3. Rozkład stopni węzłów w skali log-log

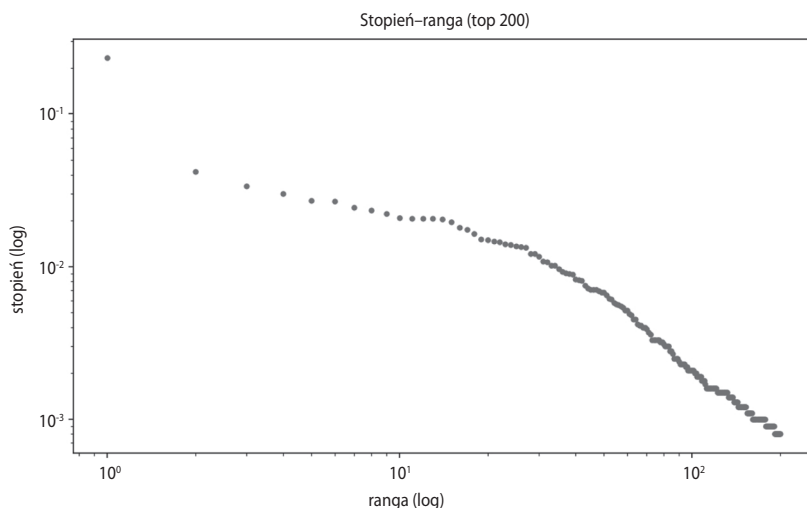
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z książki Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Rysunek 4. Komplementarna dystrybuanta rozkładu stopni (CCDF)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z książki Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Jeszcze bardziej czytelny jest wykres komplementarnej dystrybucyjności rozkładu stopnia (CCDF), zaprezentowany na rysunku 4. Ilustruje on, jaka część węzłów ma stopień większy lub równy danej wartości. Wyraźnie widać, że prawdopodobieństwo posiadania wysokiego stopnia maleje powoli, co sugeruje obecność nielicznych, lecz bardzo silnie skomunikowanych węzłów. Takie rozkłady są typowe dla systemów o strukturze skali-wolnej (ang. *scale-free network*), gdzie większość uczestników ma marginalne znaczenie, a dominacja skupia się w transakcjach nielicznej elity (Albert, Barabási 2002).

Rysunek 5. Rangi stopni w skali log-log



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Na rysunku 5 przedstawiono wykres rangowy stopni (*degree-rank plot*) również w skali log-log. Prawie liniowy spadek w tej skali wskazuje na przybliżone dopasowanie do rozkładu potęgowego. Oznacza to, że RippleNet, podobnie jak inne sieci o charakterze ekonomicznym, wykazuje silne właściwości hierarchiczne – istnieje mała liczba adresów o wyjątkowo dużej liczbie połączeń, które pełnią funkcję centralnych hubów transakcyjnych. W kontekście zastosowań płatniczych sugeruje to, że przepływy wartości mogą być w znacznym stopniu uzależnione od stabilności i aktywności tych kilku dominujących węzłów.

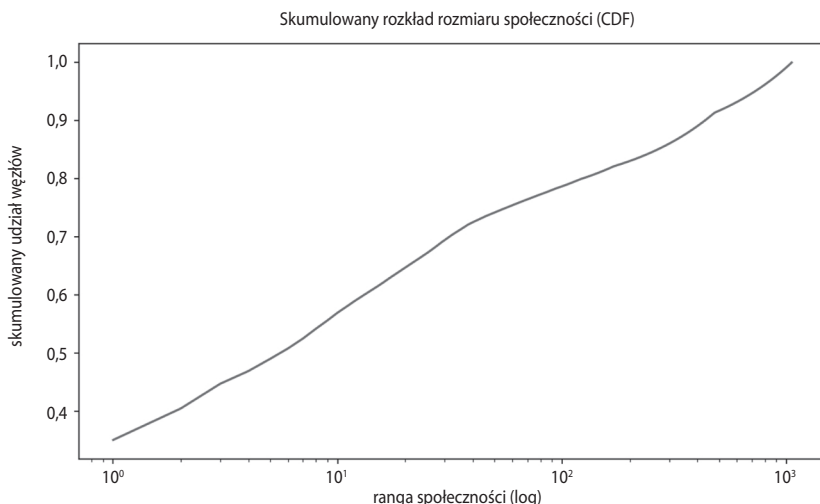
3.4. Statystyki stopni węzłów

Dla próbki 6 667 aktywnych adresów średni stopień całkowity wyniósł 3,78 (mediana: 2), przy $p_{90} = 4$, $p_{95} = 6$ i $p_{99} \approx 40$; maksimum osiągnęło 2329. Rozkłady *in-degree* i *out-degree* są silnie skośne: mediana *in-degree* = 1 ($p_{99} \approx 13$; max = 135), natomiast mediana *out-degree* = 0 ($p_{99} \approx 16$; max = 2 327), co potwierdza obecność nielicznej grupy hubów o wyjątkowo wysokiej liczbie połączeń po stronie nadawczej. Wnioski te są zgodne z wcześniejszymi wykresami (histogram, CCDF, degree-rank), wskazując na strukturę zbliżoną do skali-wolnej i znaczną heterogeniczność ról w sieci.

3.5. Społeczności w sieci Ripple

Identyfikacja społeczności za pomocą algorytmu Louvain pozwoliła na wyodrębnienie grup węzłów charakteryzujących się silniejszymi powiązaniami wewnętrznymi. Zamiast klasycznego wykresu słupkowego dla wszystkich społeczności, przedstawiono dwie formy ujęcia: dystrybucje skumulowane oraz ranking największych grup.

Rysunek 6. Skumulowana dystrybucja liczebności społeczności

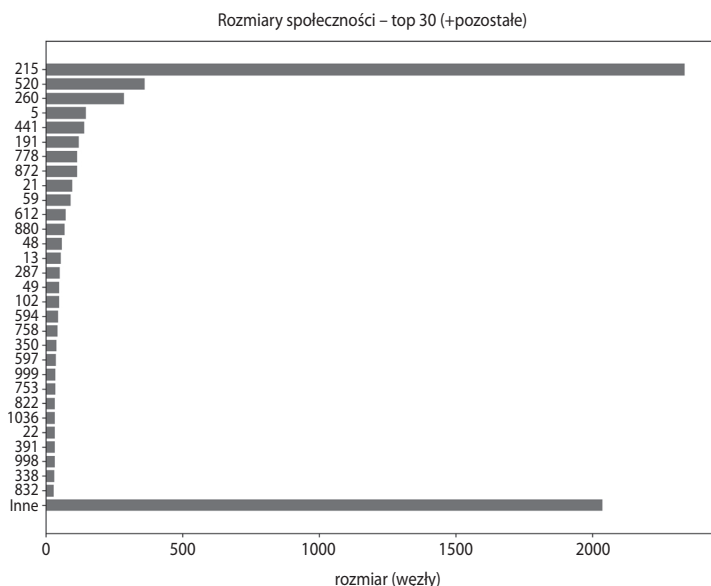


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Na rysunku 6 zaprezentowano skumulowaną dystrybucję liczebności społeczności (CDF) w skali logarytmicznej rangi. Widać wyraźnie, że stosunkowo niewielka liczba największych grup obejmuje znaczną część wszystkich węzłów, a osiągnięcie

50% populacji następuje już przy kilkunastu największych społecznościach. Krzywa szybko „domyka się” również w okolicach 80–90%, co wskazuje na wyraźną hierarchię: większość uczestników należy do kilku dominujących społeczności, podczas gdy tysiące mniejszych grup ma marginalny udział w strukturze sieci.

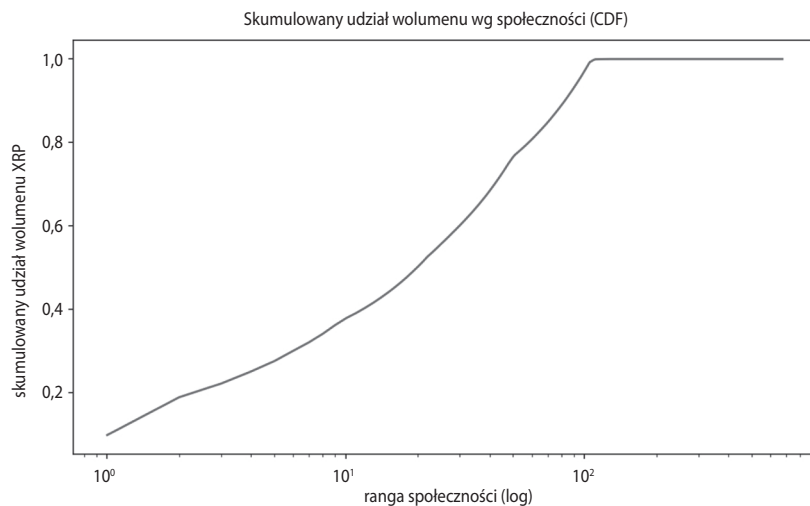
Rysunek 7. Największej społeczności (30) pod względem liczebności adresów



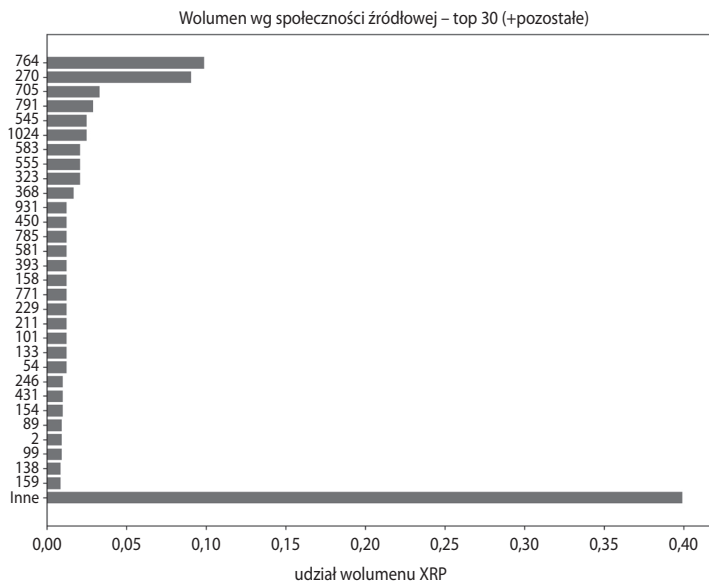
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Rysunek 7 prezentuje ranking trzydziestu największych społeczności pod względem liczebności, a wszystkie pozostałe ujęto zbiorczo jako kategorię *Other*. Zastosowanie takiego podejścia eliminuje problem „długiego ogona” i pozwala łatwo porównać dominującą rolę największych grup. Największa społeczność skupia ponad 2000 adresów, co sugeruje, że pełni ona funkcję rdzenia węzłowego, wokół którego koncentrują się przepływy wartości.

Podobne wnioski płyną z analizy wolumenu transakcji przypadającego na społeczności. Na rysunku 8 przedstawiono skumulowaną dystrybucję udziałów w całkowitym wolumenie XRP. Widoczna jest bardzo silna koncentracja – już kilka największych społeczności odpowiada za ponad połowę wartości wszystkich transferów, a ok. 90% całości skupia się w mniej niż stu grupach.

Rysunek 8. Wolumen transakcji przypadający na społeczności

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

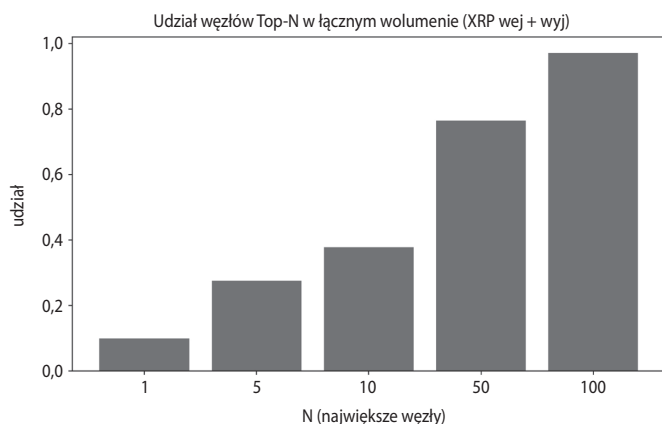
Rysunek 9. Ranking największych społeczności według udziału w wolumenie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Rysunek 9 ukazuje ranking największych społeczności pod względem udziału w wolumenie (Top-30 + Other). Największa grupa odpowiada za ponad 15% wszystkich przepływów, a trzy kolejne największe dodają po kilka procent każda. Natomiast tysiące mniejszych społeczności, zebranych do kategorii *Other*, łącznie generują mniej niż 40% wolumenu. Zastosowanie osi procentowej, zamiast wartości absolutnych, pozwala jednoznacznie ocenić skalę tej koncentracji i ułatwia porównania.

4. Koncentracja wartości i nierówności w dystrybucji

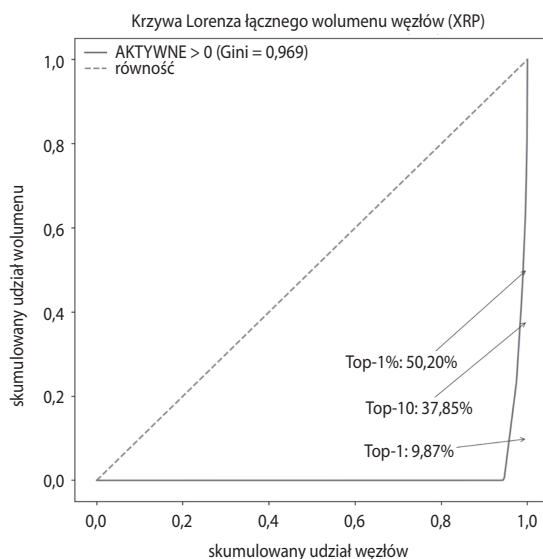
Rysunek 10. Rozkład udziału w całkowitym wolumenie pomiędzy największymi uczestnikami sieci



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

Rozkład udziału w całkowitym wolumenie pomiędzy największymi uczestnikami przedstawiono na rysunku 10. Z danych wynika, że pojedynczy największy węzeł odpowiada za ok. 10% wszystkich przepływów. Udział pięciu największych wynosi już ok. 27%, a stu największych – niemal 97%. Oznacza to, że aktywność w sieci jest ekstremalnie skoncentrowana i pozostaje pod kontrolą niewielkiej liczby adresów.

Wyniki te są zgodne z krzywą Lorenza zaprezentowaną na rysunku 11, która przyjmuje kształt skrajnie wypukły względem linii równości (przerwana linia). Obliczony współczynnik Giniego wynosi aż 0,969, co świadczy o ekstremalnym poziomie nierówności w dystrybucji przepływów XRP pomiędzy uczestników. Dodatkowo na wykresie oznaczono wartości ilustrujące udział największych węzłów: pojedynczy największy adres odpowiada za 9,87% całkowitego wolumenu, dziesięciu największych kontroluje łącznie 37,85%, a zaledwie 1% wszystkich aktywnych węzłów skupia w swoich rękach ponad 50% wolumenu. Tak wysoki stopień koncentracji dowodzi, że aktywność w sieci RippleNet jest zdominowana przez wąską elitę adresów, podczas gdy zdecydowana większość uczestników odpowiada za marginalny ułamek przepływów.

Rysunek 11. Krzywa Lorenza dla wolumenu transakcji węzłów

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ksiąg Ripple (29 sierpnia 2025 r.), wizualizacja wykonana w Python z użyciem biblioteki matplotlib.

5. Ripple Analiza SWOT

5.1. Mocne strony

Ripple oferuje natychmiastowe rozliczenia transakcji transgranicznych, co znacząco przewyższa tradycyjne systemy bankowe, w tym SWIFT (Qiu i in. 2019). Potwierdzają to również wyniki przeprowadzonych badań. Średni czas zamykania ledgerów w XRPL wynosił 3,87 sekundy, przy medianie równej jednej sekundzie, a maksymalny zaobserwowany czas finalizacji nie przekroczył 9 sekund. Tak stabilny i przewidywalny mechanizm konsensusu zapewnia quasi-natychmiastowe rozliczenia, niezależnie od obciążenia sieci. Dodatkowo, niskie koszty operacyjne oraz możliwość działania 24/7 niezależnie od lokalnych ograniczeń czasowych czynią RippleNet atrakcyjnym rozwiązaniem dla instytucji finansowych (Islam i in. 2022). Kolejną istotną zaletą jest przejrzystość – transakcje w sieci XRP Ledger są dostępne do śledzenia w czasie rzeczywistym, co zwiększa zaufanie i pozwala na bieżące monitorowanie przepływów środków (Kaygin i in. 2021). Wyniki wskazują ponadto, że sieć jest zdolna do obsługi okresów zwiększonej aktywności, w których liczba transakcji przekraczała 100 na pojedynczy ledger, bez utraty stabilności procesu rozliczeniowego.

5.2. Słabe strony

Ripple pozostaje względnie scentralizowanym. Choć opiera się na blockchainie, to znacząca część podaży XRP znajduje się pod kontrolą Ripple Labs, co może budzić wątpliwości co do faktycznej decentralizacji i niezależności sieci (Martin 2020). Dodatkowo, zastosowanie RippleNet – mimo dynamicznego wzrostu – jest nadal ograniczone w porównaniu do zasięgu SWIFT, a wdrożenie tej technologii wymaga integracji z istniejącymi systemami bankowymi, co bywa czasochłonne i kosztowne (Qiu i in. 2019). Wyniki badań własnych wskazują na bardzo wysoki poziom koncentracji aktywności: największy pojedynczy węzeł odpowiadał za blisko 10% całego wolumenu, a 1% uczestników kontrolował ponad połowę przepływów, co przełożyło się na współczynnik Giniego równy 0,969. Oznacza to, że aktywność w sieci RippleNet jest zdominowana przez niewielką grupę adresów, co może ograniczać jej postrzeganą decentralizację i zwiększać podatność na zaburzenia w aktywności tych kluczowych podmiotów.

5.3. Szanse

Rosnące zapotrzebowanie na efektywne, szybkie i tanie przelewy międzynarodowe w segmencie B2B oraz remittances stwarza przestrzeń do ekspansji RippleNet, szczególnie w regionach o słabiej rozwiniętej infrastrukturze bankowej (Ahmadova, Ereś 2022). Globalne trendy digitalizacji finansów, w tym rozwój CBDC oraz otwarcie instytucji na współpracę z fintechami, mogą ułatwić Ripple dalszą integrację z rynkami regulowanymi. Możliwa jest również współpraca Ripple z bankami centralnymi – np. w zakresie pośrednictwa przy emisji lub transferze walut cyfrowych (Ahmadova, Ereś 2022).

5.4. Zagrożenia

Ripple działa w środowisku wysokiego ryzyka regulacyjnego. Status prawny XRP jako aktywa finansowego pozostaje niejednoznaczny w wielu jurysdykcjach, co może wpłynąć na tempo wdrożeń i zniechęcić potencjalnych partnerów instytucjonalnych (Spindler 2024). Ripple konkuruje z innymi inicjatywami opartymi na blockchainie, jak Stellar czy systemy stablecoinów, które oferują podobne funkcjonalności z alternatywną strukturą zarządzania. Istnieje również ryzyko, że rozwój nowych, bardziej zaawansowanych systemów płatności (np. ISO 20022)² zmniejszy konkurencyjność RippleNet (Constantino i in. 2024). Należy zaznaczyć, że ISO 20022 jest standardem komunikacyjnym, a nie systemem rozliczeniowym; jego wdrożenie może jednak zwiększyć konkurencyjność SWIFT, ograniczając przewagi RippleNet. Dodatkowo, silna koncentracja przepływów wykazana w badaniach

² ISO 20022 is an international standard for electronic data interchange between financial institutions

własnych – gdzie zaledwie niewiele węzłów odpowiada za większość aktywności – może być postrzegana jako dodatkowe zagrożenie dla stabilności i wiarygodności systemu przez regulatorów i instytucje finansowe.

6. Synteza wyników badań własnych

Uzyskane rezultaty pozwalają sformułować kilka kluczowych wniosków. Po pierwsze, sieć Ripple cechuje się wysoką zmiennością zarówno w liczbie transakcji, jak i w wolumenach, co wskazuje na obecność dużych, nieregularnych transferów. Po drugie, struktura topologiczna i wskaźniki centralności potwierdzają istnienie niewielkiej liczby kluczowych węzłów dominujących nad resztą uczestników. Po trzecie, identyfikacja społeczności wykazała istnienie rdzeniowych grup, które generują większość aktywności sieci. Po czwarte, rozkład wartości transakcji i koncentracja top-N węzłów jednoznacznie wskazują na skrajną nierówność w dystrybucji przepływów. W rezultacie RippleNet, choć technologicznie zdecentralizowany, w praktyce funkcjonuje w sposób wysoce scentralizowany, co ma istotne konsekwencje dla jego potencjalnej roli jako infrastruktury transgranicznych płatności.

Studia literatury dowodzą, że wdrożenia RippleNet są prowadzone przede wszystkim w formie pilotażowej, a pełna implementacja w skali globalnej napotyka bariery regulacyjne, technologiczne i instytucjonalne. Uwagę zwracają m.in. szanse związane z integracją z projektami CBDC oraz zagrożenia wynikające z konkurencji i niepewności regulacyjnej.

W interpretacji wyników należy uwzględnić kwestie regulacyjne. Ze względu na niejednoznaczny status prawny XRP w wielu jurysdykcjach, a w szczególności na toczące się postępowania przed amerykańską SEC, wdrożenia RippleNet obarczone są ryzykiem prawnym (Goforth 2024). Brak jednolitej kwalifikacji prawnej XRP – czy jako waluty cyfrowej, towaru, czy papieru wartościowego – powoduje niepewność instytucji finansowych i może ograniczać ich skłonność do wykorzystania tej technologii. Z drugiej strony, badania empiryczne wskazują, że choć w krótkim okresie wdrożenie RippleNet nie przynosi bankom wyraźnych korzyści w zakresie efektywności i płynności, to w dłuższym okresie następuje poprawa niektórych wskaźników operacyjnych (Marisetty i in. 2024).

Przeprowadzone badania wskazują na konieczność dalszej analizy ryzyk systemowych związanych z koncentracją aktywności i centralizacją węzłów, a także na potrzebę uważnego śledzenia zmian legislacyjnych. W kontekście potencjalnej współpracy z bankami centralnymi oraz integracji z projektami CBDC, RippleNet może zostać wykorzystany jako pomost technologiczny, jednak jego strukturalne i regulacyjne ograniczenia powinny być integralnym elementem oceny wiarygodności i odporności sieci.

Tabela 1. Podsumowanie analizy SWOT

Mocne strony	Słabe strony	Szanse	Zagrożenia
– Natychmiastowe rozliczenia (średnio 3,87 s, mediana 1 s, maks. 9 s) – Niskie koszty transakcyjne – Transparentność transakcji – Działanie 24/7 – Zdolność obsługi zwiększonej aktywności (powyżej 100 transakcji na ledger bez utraty stabilności)	– Częściowa centralizacja (Znacząca część podaży XRP kontrolowana przez Ripple Labs) – Ograniczona adopcja rynkowa – Problemy z integracją z systemami legacy – Niejednoznaczny status prawny XRP – Skrajna koncentracja aktywności (1% uczestników kontroluje > 50% wolumenu; współczynnik Giniego = 0,969)	– Wzrost znaczenia fintechów i CBDC – Ekspansja na rynki wschodzące – Możliwość współpracy z bankami centralnymi – RippleNet jako pomost dla CBDC	– Ryzyko regulacyjne – Konkurencja ze strony innych technologii (np. Stellar) – Modernizacja SWIFT lub rozwój alternatyw (np. gpi, ISO 20022, CIPS w Chinach, SPFS w Rosji) – Niepewność wobec aktywów kryptograficznych – Nadmierna zależność od niewielkiej liczby kluczowych węzłów i społeczności

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań własnych oraz przeglądu literatury zawartego w artykule.

Bibliografia

- Adrian T., Garratt R., He D., Mancini-Griffoli T. (2023), *Trust bridges and money flows*. BIS Working Papers, No. 1112, Monetary and Economic Department, July. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work1112.pdf> (dostęp 5.09.2025).
- Ahmadova S., Ereğ M. (2022), *A review on Ripple, a financial intermediary Coin*. „Akademik İzdüşüm Dergisi”, 7(2).
- Albert R., Barabási A.L. (2002), *Statistical mechanics of complex networks*. „Reviews of Modern Physics”, 74(1).
- Armknicht F., Karame G.O., Mandal A., Youssef F., Zenner E. (2015), *Ripple: Overview and outlook*, [w:] Trust and Trustworthy Computing: 8th International Conference, TRUST 2015, Heraklion, Greece, August 24–26, 2015, Proceedings 8 (s. 163–180). Springer International Publishing.
- Chen S., Wang N., Zhong Y. (2021), *Ripple's market competitiveness in the long-term*. Advances in Economics, Business and Management Research, 190, 218–223. Atlantis Press.
- Cipriani M., Goldberg L.S., La Spada G. (2023), *Financial sanctions, SWIFT, and the architecture of the international payment system*. „Journal of Economic Perspectives”, 37(1).
- Constantino J., Mamede H.S., da Silva M.M. (2024), *Adopting ISO 20022: Opportunities, challenges, and success factors for corporations in payment processing*. Emerging Science Journal, 8(4), 1402–1419. <https://doi.org/10.28991/ESJ-2024-08-04-010>
- Dörny S., Robinson G., Derudder B. (2018), *There is no Alternative: SWIFT as Infrastructure Intermediary in Global Financial Markets* (Financial Geography Working Paper Series No. 22). The Global Network on Financial Geography (FinGeo).
- Goforth C.R. (2024), *SEC v. Ripple Labs: A Ripple or a Wave?*. Drake L. Rev., 71.
- Hashemi Joo M., Nishikawa Y., Dandapani K. (2020), *Cryptocurrency, a successful application of blockchain technology*. „Managerial Finance”, 46(6).
- Islam M.R., Rashid M.M., Rahman M.A., Mohamad M.H.S. B., Embang A.H.B. (2022), *Analysis of blockchain-based Ripple and SWIFT*. „Asian Journal of Electrical and Electronic Engineering”, 2(1).
- Kaygin E., Zengin Y., Topcuoglu E., Ozkes, S. (2021), *The evaluation of block chain technology within the scope of ripple and banking activities*. „Journal of Central Banking Theory and Practice”, 10(3).
- Marisetty V.B., Mamidi V., Breda L. (2024), *Blockchain, cross border payments markets and banking efficiency*. SSRN Working Paper. No. 5017790. <https://ssrn.com/abstract=5017790> (dostęp 7.07.2025).
- Martin L. (2020), *Ripple Effects: How In Re Ripple Labs Inc. Litigation Could Signal The Beginning of the End of the Payment Platform*. Duke L. & Tech. Rev., 19.
- Nilsson T., Bouter R., Van Acoleyen M., Cohen L. (2022), *SWIFT gpi data indicate drivers of fast cross-border payments*. „Journal of Payments Strategy & Systems”, 16(3).
- Qiu T., Zhang R., Gao Y. (2019), *Ripple vs. SWIFT: Transforming cross border remittance using blockchain technology*. „Procedia Computer Science”, 147.

Ripple (n.d.) Ripple Documentation, <https://docs.ripple.com/> (dostęp: 7.09.2025).

Rosner M.T., Kang A. (2015), *Understanding and regulating twenty-first century payment systems: The ripple case study*. Mich. L. Rev., 114.

Spindler J.C. (2024), *Shaq, Ripple, and the Future of Crypto Regulation*. Wm. & Mary L. Rev., 66.

SWIFT (n.d.) Who we are, <https://www.swift.com/about-us/who-we-are> (dostęp 7.09.2025).

Xia H., Wang L. (2022, December), *Reanalysis of Cross-Border Payment Based on Blockchain Technology*, [w:] 2022 International Conference on Bigdata Blockchain and Economy Management (ICBBEM 2022) (s. 206–214). Atlantis Press.

World Bank, Central Bank Digital Currencies for Cross-border Payments: A Review of Current Experiments and Ideas. World Bank, Washington 2021. Dostępne pod adresem: <https://worldbank.org/curated/en/369001638871862939/pdf/Central-Bank-Digital-Currencies-for-Cross-border-Payments-A-Review-of-Current-Experiments-and-Ideas.pdf> (dostęp 5.09.2025).

Miscellanea

DOI: 10.26354/bb.8.3.100.2025

Andrzej Reich*

andrzej.reich@efccongress.com

Michał Romanowski**

ORCID: 0000-0003-1065-0958

romanowski@wpia.uw.edu.pl

Modelowa umowa kredytu hipotecznego jako sposób zakończenia chaosu na rynku kredytów hipotecznych (i nie tylko) wedle zasady win-win

Streszczenie

W dyskusjach dotyczących konsekwencji unieważniania umów kredytu hipotecznego w Polsce i sposobu ich ograniczania na pierwszym miejscu wymienia się zarządzanie ryzykiem prawnym. W opracowaniu skoncentrowano się na tym ryzyku i sposobach jego mitygowania.

Artykuł charakteryzuje przedsięwzięcia mające na celu opracowanie i wprowadzenie do obiegu gospodarczego wzorca umowy kredytu hipotecznego, z intencją upowszechnienia stosowania go w transakcjach kredytowych, co powinno ograniczyć ryzyko prawne stron takich transakcji. Punktem wyjścia do tych prac była rekomendacja Klubu Odpowiedzialnych Finansów z roku 2022 postulująca eliminowanie niedozwolonych warunków umownych

* Andrzej Reich – Lider Klubu Odpowiedzialnych Finansów – agendy Europejskiego Kongresu Finansowego.

** Michał Romanowski – prof. dr hab., Uniwersytet Warszawski, Wydział Prawa i Administracji, Katedra Prawa Handlowego.

ex ante, a nie – jak się to dzieje obecnie – *ex post*. Omówione są też: modelowa umowa kredytu hipotecznego i jej znaczenie dla stabilności finansowej państwa.

Słowa kluczowe: kredyt hipoteczny, ryzyko prawne, wzorcowa umowa kredytowa, klauzule abuzywne

Kody JEL: K12, K15, K22

A Model Mortgage Agreement as a Win-Win Way to End the Chaos on the Mortgage Market (and Beyond)

Abstract

In the discussions concerning the consequences of the invalidation of mortgage contracts in Poland and how to reduce them, legal risk management is mentioned in the first place. Hence, the paper focuses on this risk and ways of mitigating it.

The article characterises undertakings aimed at developing and introducing into economic circulation a model mortgage credit agreement, with the intention of popularising its use in credit transactions, which should reduce the legal risk of the parties to such transactions. The starting point for this work was the recommendation of the Responsible Finance Club of 2022 postulating the elimination of prohibited contractual terms *ex ante*, and not – as is currently the case – *ex post*. The model mortgage contract and its relevance for state financial stability are also discussed.

Keywords: mortgage loans, legal risk, model credit agreement, abusive clauses

JEL Codes: K12, K15, K22

Wstęp

24 lipca w siedzibie Rzecznika Finansowego, z inicjatywy Klubu Odpowiedzialnych Finansów przy Europejskim Kongresie Finansowym (EKF), odbyła się prezentacja projektu modelowej umowy kredytu hipotecznego opracowanej przez Kapitułę ekspertów prawa składającą się z naukowców i praktyków z zakresu prawa cywilnego, w szczególności w obszarze konsumenckiego rynku finansowego. Pracami kapituły kierował Prof. Michał Romanowski.

Klub Odpowiedzialnych Finansów od kilku lat czynił starania o wprowadzenie do obiegu gospodarczego wzorca umowy o kredyt hipoteczny, który ograniczyłby ryzyka prawne z jakimi borykają się strony transakcji kredytowych. W listopadzie 2022 r. grupa 63 ekspertów EKF uczestniczących w projekcie nowej koncepcji kredytów mieszkaniowych rekomendowała: *Wdrożenie jednolitego wzoru umowy kredytu mieszkaniowego, co miałooby na celu wyeliminowanie warunków niedozwolonych ex ante, a nie – co stało się praktyką codzienności – ex post*. Rekomendacja ta była reakcją na zdominowanie rynku kredytów hipotecznych „kredytami walutowymi”¹.

¹ W szczególności były to **kredyty denominowane**, w których kwota kredytu była określona w walucie obcej, ale wypłacana w złotych po kursie z dnia uruchomienia kredytu, natomiast wysokość

1. Syntetyczna charakterystyka procesu kształtowania portfela mieszkaniowych kredytów walutowych w bankach w Polsce

Kredyty walutowe były bardzo popularne głównie z dwóch powodów:

- Po pierwsze, ze względu na dysparytet stopy procentowej. Stopy procentowe dla kredytów w złotych (PLN) od czasu transformacji ustrojowej były relatywnie bardzo wysokie i choć dość systematycznie malały, to stopy procentowe dla franka szwajcarskiego (CHF), euro i dolara były dużo niższe.
- Po drugie, ze względu na umacnianie się PLN w stosunku do CHF w okresie od kwietnia 2004 r. do lipca 2008 r. kurs waluty szwajcarskiej malał niemal liniowo z ponad 3 zł do 2 zł. Dla kredytobiorców „frankowych” rata konkretnego kredytu we franku z miesiąca na miesiąc była coraz niższa. Tendencję umacniania się złotego zakłócił globalny kryzys finansowy, który ujawnił się w 2007 r.

Warto podkreślić, że w warunkach korzystnej relacji i tendencji zmian kursu PLN/CHF kredytobiorcy nie kwestionowali postanowień umów kredytowych, niezależnie od ich kompetencji. Dotyczyło to zarówno osób, które mogły nie zdawać sobie sprawy z ryzyka zmian kursu walutowego czy ryzyka prawnego postanowień umowy kredytowej, jak i profesjonalistów, którym nie można przypisać braku kompetencji do rozumienia postanowień czy konsekwencji materializacji ryzyka prawnego. Sukcesywnie postawy kredytobiorców i różnorodnych osób, bądź podmiotów ich reprezentujących ulegały zmianie, zwłaszcza wobec pojawienia się możliwości uzyskania nadzwyczajnych korzyści z tytułu kształtującej się praktyki interpretacji przepisów konsumenckich oraz postanowień sądów w procesach wytaczanych bankom przez kredytobiorców.

Incydentalne początkowo spory sądowe nabierały stopniowo masowego charakteru w związku z postanowieniami sądów o unieważnieniu umów walutowych kredytów mieszkaniowych z tytułu występowania w nich klauzul abuzywnych (niedozwolonych), przede wszystkim w świetle europejskiego ustawodawstwa konsumenckiego. W początkowym okresie sporów sądowych sądy powszechne w Polsce orzekały na korzyść banków. Sytuacja zmieniła się jednak diametralnie po orzeczeniu TSUE w tzw. sprawie Dziubaków. Trybunał, odpowiadając na pytanie prejudycyjne jednego z polskich sądów, stwierdził, że jeśli w umowie znajduje się warunek abuzywny, należy go usunąć i wykonywać umowę bez tego warunku. Gdyby było to niemożliwe, umowę można unieważnić. To orzeczenie zapoczątkowało masowe pozywanie banków przez kredytobiorców, najczęściej z pomocą kancelarii prawnych, w imię przywrócenia naruszonej równowagi stron².

raty uzależniono od aktualnego kursu waluty oraz **kredyty indeksowane**, w których kwota kredytu była wyrażona w złotych, ale przeliczana na walutę obcą, według aktualnego kursu w dniu wypłaty oraz przy każdej spłacie raty, przy czym raty spłacano w złotych.

² Szybko okazało się, że na rynku powstała bardzo lukratywna luka dla kancelarii reprezentujących kredytobiorców. Kancelarie i organizacje frankowiczów twierdzą, że w imieniu swoich klientów zgłaszały w sądach prawie 300 tysięcy pozwów przeciwko bankom, a 98% spraw kończy się prawomoc-

Powstanie takiej lukratywnej luki rynkowej stanowiło czynnik zagrożenia stabilności niektórych banków w Polsce. Skala problemu wynika m.in. z tego, że instytucje państwa, pomimo sygnałów ostrzegawczych, zarówno ze strony izby gospodarczej banków (Biała księga kredytów frankowych w Polsce” ZBP, 2015), jak i przedsięwzięć KNB i KNF, nie wykorzystały możliwości uchwalenia przepisów ograniczających materializację ryzyka prawnego³.

Gdy na skutek procesów rynkowych, regulacji ostrożnościowych i dojrzewania udzielonych kredytów walutowych sprzedaż nowych nabrała marginalnego znaczenia, wzrastała sprzedaż kredytów hipotecznych w złotych. Osoby kupujące mieszkania, nie mogąc już zaciągać kredytów walutowych, sięgnęły po kredyty w złotych, które powoli taniały w związku z obniżkami stóp procentowych. W potocznym postrzeganiu kredyty walutowe i kredyty w złotych są traktowane zwykle jako dwa różne produkty. Mają one jednak przynajmniej jedną cechę wspólną polegającą na trudności zabezpieczenia się przed skutkami zdarzeń zewnętrznych, wpływających na cały rynek finansowy, a w konsekwencji na każdego kredytobiorcę.

Kredyty walutowe i złotowe łączy też to, że są to zobowiązania długoterminowe o ustalonym terminie zapadalności, jednak wysokość poszczególnych rat zależy przynajmniej od dwóch parametrów rynkowych:

- od stopy procentowej w przypadku kredytu w złotych,
- od stopy procentowej dla waluty zobowiązania oraz od kursu wymiany pary: waluta zobowiązania i waluta rozliczenia.

2. Porównanie warunków i parametrów kredytów walutowych oraz kredytów w złotych udzielanych na cele mieszkaniowe

Porównanie warunków i parametrów kredytów walutowych oraz kredytów w złotych w długim okresie wykazuje podobieństwo z przesunięciem czasowym. Przykłady zawarto w tabeli 1.

Porównanie procesów na rynku w segmencie kredytów hipotecznych złotych i w walucie obcej dowodzi bardzo wysokiego podobieństwa zachowań kredytobiorców. Przy czym charakterystyczne jest przesunięcie tych procesów w czasie, o podobnym interwale. Gdy złotówka gwałtownie i silnie umocniła się w stosunku do CHF kredytobiorcy walutowi nie dbali o ryzyko jej zdecydowanego osłabienia, co może zniweczyć ich spekulacyjne korzyści. W podobnym reżimie można się było spodziewać odwrócenia trendu i silnego wzrostu stóp procentowych. Kwestią innowacyjnych interpretacji było tylko podnoszenie wadliwości zapisów w umowach kredytowych.

nym uznaniem umowy kredytu za nieważną. Łączne koszty banków w postaci wypłaconych dotąd odszkodowań oraz zawiązanych rezerw sięgają już 100 miliardów złotych, czyli niemal 3% polskiego PKB.

³ Najczęstszą przyczyną unieważniania przez sądy umów kredytu walutowego było wykorzystywanie przez bank kredytujący własnej tabeli kursowej, czego na etapie podpisywania umów ani przez wiele lat spłaty rat nie kwestionowano.

Tabela 1. Porównanie wybranych cech i procesów towarzyszących kredytom walutowym i kredytom złotowym

Kredyty walutowe	Kredyty w złotych
Systematyczne osłabianie się franka szwajcarskiego w stosunku do złotówki, z poziomu ponad 3 złotych za franka w kwietniu 2004 r. do historycznego minimum kursu CHF/PLN w wysokości 2 złotych w lipcu 2008 r.	Wieloletni spadek stóp procentowych od czasów transformacji systemowej, z krótkoterminowymi okresami wzrostu, aż do historycznego minimum stopy referencyjnej NBP w roku 2021, równej 0,1%.
W 2008 roku liczba nowych kredytów walutowych udzielonych w ciągu roku osiągnęła historyczne maksimum na poziomie niemal 164 tysięcy kredytów.	W 2021 roku liczba nowych kredytów złotych udzielonych w ciągu roku osiągnęła historyczne maksimum w wysokości ponad 256 tysięcy kredytów.
Mimo że nadzór przestrzegał przed ryzykiem walutowym popyt na „tanie” kredyty walutowe, przede wszystkim w CHF rósł coraz szybciej.	Mimo że nadzór przestrzegał przed ryzykiem stopy procentowej popyt na „tanie” kredyty w złotych rósł coraz szybciej.
Media, politycy i opinia publiczna broniły dostępności kredytów walutowych widząc w nich tani pieniądź dla mniej zamożnych konsumentów.	Media, politycy i opinia publiczna zachęcały do zaciągania kredytów wskazując, że jeszcze nigdy nie były one tak tanie.
Po upadku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. złoty silnie się osłabił, w dodatku rozpoczął się długotrwały okres dużej zmienności kursu. Na początku 2015 r. frank skokowo się umocnił, a kurs CHF/PLN ustabilizował się na poziomie ponad 4 złote za franka.	Na skutek szybko rosnącej inflacji stopa referencyjna NBP zaczęła monotonicznie rosnąć dochodząc do 6,5%, co bardzo ograniczyło popyt w 2022 r. W efekcie sprzedaż kredytów w stosunku do roku 2021 spadła o połowę, do 126 tysięcy.
Wyrażone w złotych raty kredytów walutowych udzielonych zwłaszcza od połowy 2007 r. do połowy 2008 r. silnie wzrosły wywołując duże niezadowolenie kredytobiorców.	Raty kredytów, zwłaszcza udzielonych w okresie od wiosny 2020 r. do wiosny 2021 r. silnie wzrosły wywołując duże niezadowolenie kredytobiorców.
Materializacja ryzyka walutowego doprowadziła do dużego wzrostu rat kredytu, a kredytobiorcy szukali sposobu wyrwania się z pułapki w kwestionowaniu umów powołując się na abuzywność klauzul w nich zawartych, co miało wynikać z konsumenckiego ustawodawstwa UE.	Materializacja ryzyka stopy procentowej doprowadziła do dużego wzrostu rat kredytu, a kredytobiorcy, wspierani przez mające w tym interes finansowy kancelarie prawne, zaczęły poszukiwać możliwości unieważnienia umów kredytu, powołując się na niedozwolone w nich warunki.
Niemal we wszystkich przypadkach kredytobiorcy podnoszą: posługiwanie się przez banki własnymi tabelami kursowymi oraz niedopełnienie przez nie obowiązków informacyjnych.	Niemal we wszystkich przypadkach kredytobiorcy lub ich reprezentanci podnoszą: wady dotyczące ustalania przez banki indeksu WIBOR (choć występują ważne przesłanki za odrzuceniem takiej skargi przez TSUE) oraz niedopełnienie przez nie obowiązków informacyjnych.

Źródło: opracowanie własne.

Dlatego już w latach 2020–2021 należało jak najszybciej podjąć działania chroniące rynek kredytów w złotych przed unieważnianiem nowo zawieranych umów i przystąpić do pracy nad wzorem umowy, która byłaby wolna od racjonalnych wad prawnych i chroniła obie strony kontraktu przed konfliktami, kończącymi się sporami.

W tych okolicznościach, dla wszystkich interesariuszy rynku kredytowego powinno być jasne, że złożoność, a zwłaszcza niejednoznaczność postanowień umownych, szczególnie w kontekście ustawodawstwa prokonsumenckiego Unii Europejskiej może generować ryzyko prawne rzutujące na stabilność podmiotów sektora bankowego w Polsce. Generalnie można było wykorzystać jeden z dwóch wariantów eliminacji tego ryzyka. Po pierwsze, uzyskać wiążącą opinię stosownych instytucji lub organów państwa o zgodności stosowanych postanowień z obowiązującym prawem. Po drugie zaś, doprowadzić do eliminacji ewentualnych uchybień wskaziwanych przez te podmioty. Drugi wariant odpowiada koncepcji Klubu Odpowiedzialnych Finansów przy EKF lansowanej od końca 2022 r. Niestety, szansa na unikanie problemów *ex ante* nie została należycie wykorzystana, choć KNF zainicjował prace zmierzające do opracowania jednolitego wzoru umowy kredytu hipotecznego. Rozpoczęły się one wiosną 2023 r. i doprowadziły do powstania takiego projektu, który był przedmiotem dyskusji podczas XV Europejskiego Kongresu Finansowego 4 czerwca 2025 r. z udziałem Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego, Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Rzecznika Finansowego, członków Komitetu Stabilności Finansowej, środowiska bankowego, a także przedstawicieli Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego przy Ministrze Sprawiedliwości oraz środowiska akademickiego. W dyskusji eksperci prawa i przedstawiciele organów nadzoru dyskutowali o korzyściach dla konsumentów oraz rynku finansowego związanych z przyjęciem modelowej umowy kredytu hipotecznego. W konkluzji wszyscy zgodzili się, że wdrożenie modelowej umowy kredytu hipotecznego może przyczynić się do zwiększenia stabilności rynku finansowego, a także obniżenia kosztów pośrednictwa kredytowego. KOF niezwłocznie podjął intensywne działania ukierunkowane na jej akceptację przez regulatorów.

3. Zasadność opracowania projektu i certyfikowania wzorca umowy kredytu hipotecznego

Celowość czy wręcz konieczność opracowania i certyfikowania umowy kredytu hipotecznego w polskiej walucie nie budzi wątpliwości. KOF w różnych formach i środowiskach gromadził opinie interesariuszy, przy jednoznacznym poparciu do idei wdrożenia takiego wzorca.

Interesy konsumentów i przedsiębiorców powinny być oparte na zasadzie win-win. Obie strony wygrywają. Jednak przykład kredytów walutowych dowodzi, że nie brak chętnych do złamania tej zasady i każda umowa między przedsiębiorcą a konsumentem może być unieważniona. Gdyby praktyka ta została rozciągnięta na rynek kredytów w złotych, tracą wszyscy:

- Traci państwo, ponieważ niestabilność polskiego prawa, którego przejawem są sądowe unieważnienia niemal wszystkich umów długoterminowych między przedsiębiorcą a konsumentem po wielu latach ich bezproblemowego wykonywania skutecznie odstrasza tak potrzebnych państwu inwestorów. Co zrozumiałe, mogą się oni obawiać, że również ich umowy zawarte z polskimi podmiotami zostaną unieważnione, gdy będzie to korzystne dla strony polskiej. Przy odpowiednio dużej skali tego zjawiska i braku reakcji właściwych instytucji lub organów państwa rating Polski, a w ślad za nim rating polskich obligacji skarbowych, znacznie się pogorsza zwiększając i tak już wysoki koszt obsługi polskiego długu publicznego.
- Tracą konsumenci, gdyż korzyści kredytobiorców z wygranych sporów z bankami skutkują gorszymi warunkami kredytowania konsumentów pośrednictwa kredytowego (wyższe opłaty i prowizje, etc.), a nawet ograniczeniem dostępności kredytu. W pewnym momencie, być może szybciej niż się spodziewamy, skala ryzyka prawnego zwiększy cenę kredytu do tego stopnia, że będzie na niego stać tylko tych, którzy nie potrzebują kredytu aby kupić mieszkanie.
- Tracą banki, ponieważ każdy przegrany spór sądowy ma wymierny wymiar finansowy i generuje straty, ograniczając zdolność banków do finansowania projektów o żywotnym znaczeniu dla gospodarki lub ludności.
- Traci społeczeństwo, gdyż wygrane spory z bankami antagonizują konsumentów usług finansowych na tych, którzy bogacą się (niektórzy kredytobiorcy) kosztem innych (deponenci, podatnicy, inwestorzy).

Powyższe uwagi wypuklają znaczenie opracowania i wdrożenia do praktyki bankowej umowy, której ramowe postanowienia będą zgodne zarówno z prawem, jak i prawami ekonomii. Nie jest to zadanie łatwe bowiem kontrowersje interpretacji przepisów prawa dotyczącego ochrony konsumentów, ryzyko tendencyjnej interpretacji przepisów wymierzonej w przedsiębiorców czy szkodliwa praktyka działania prawa wstecz doprowadziły w do sytuacji, w której nie ma pewności co do stabilności postanowień umownych między konsumentem a przedsiębiorcą.

Dla przykładu: w pozwach przeciw bankom podnosi się, że postanowienia umowne nie były uzgadniane z kredytobiorcą, co narusza zasadę równości stron (np. metodyka obliczania kursu waluty, czy WIBOR3m). Tendencyjnie wykorzystuje się także okoliczność, że w transakcji występuje nieprofesjonalny konsument i profesjonalny podmiot gospodarczy (np. bank), nawet w sytuacjach, gdy konsumentem jest osoba o najwyższych kompetencjach zawodowych do oceny postanowień czy zrozumienia ryzyka.

Nagminnie powtarzany jest zarzut wobec banków, że klient nie uzyskał należytej informacji o ryzyku związanym z zaciąganiem kredytu walutowego, zwłaszcza gdy nie dokumentowano udzielanych wyjaśnień. W sporach sądowych kwestionowana jest nawet ważność podpisanych przez klienta oświadczeń, że zrozumiał udzielone informacje i przyjął je do wiadomości. I to pod pretekstem, że podpisanych dokumentów nie rozumieli, ale zdawali sobie sprawę, że złożenie podpisu pod deklaracją jest warunkiem koniecznym otrzymania kredytu. Stawia to na porządku dziennym zagad-

nienie poświadczenia nieprawdy w celu uzyskania korzyści materialnych w postaci kredytu. Co więcej, występuje tu odwrócona zasada równości stron.

Wszystko to dowodzi konieczności doprowadzenia do zgodnego stanowiska/porozumienia (konsensusu) nie tylko kredytobiorcy i kredytodawcy, ale także akceptacji ramowych warunków przez reprezentantów państwa. W przypadku kredytów hipotecznych dla konsumentów propozycją, wokół której taki konsensus miałby zostać zbudowany, jest projekt wzorca umowy kredytu hipotecznego autorstwa Kapituły ekspertów EKF, pozytywnie zaopiniowany w badaniach sondażowych. Podobnie pozytywne opinie uzyskał projekt prezentowany w siedzibie Rzecznika Finansowego w Warszawie 24 lipca 2025 r. ze strony przedstawicieli sieci bezpieczeństwa finansowego czy podmiotów rynku finansowego, wreszcie w specjalistycznych mediach.

Należy odnotować, że w latach 2022–2025 pojawiały się też nieliczne opinie przeciw samej idei wzorcowej umowy, która byłaby zgodna z wszystkimi przepisami aktualnie obowiązującego prawa, pod pretekstem traktowania banków jako profesjonalnych podmiotów, na których spoczywa obowiązek przygotowania zgodnej z prawem umowy. Opinie te pochodziły od przedstawicieli środowisk konsumencjickich, kancelarii odszkodowawczych i niektórych mediów.

Niemniej jednak należy zastanowić się nad skutkami uchylenia się sądów, rządu, rynku, od poparcia tego dokumentu. W jednej z dyskusji stwierdzono, że umowa sporządzona na podstawie umowy modelowej i tak będzie się musiała mierzyć z sądowym testem abuzywności, więc zaakceptowanie jej przez właściwe instytucje państwa niczego nie zmienia, a ryzyko prawne pozostaje. Stwierdzenie to jest dobrym asumptem do analizy empirycznej sytuacji w segmencie kredytów walutowych.

Przed wszystkim trzeba wziąć pod uwagę, że w obrocie mamy niemal wyłącznie tzw. stary portfel kredytów walutowych, a nowe – poza marginalnymi wyjątkami⁴ – nie są udzielane. Wiedza o tym starym portfelu jest dość kompletna (liczba, wartość, jakość, konwersje, ugody, spory etc.), podobnie jak szacunki kosztów, z uwzględnieniem postanowień sądów w stosunku do wniesionych pozwów. Może to służyć jako podstawa do oszacowania kosztu zmaterializowanego ryzyka prawnego dla tego typu wierzytelności. A jednocześnie może być przesłanką do oszacowania kosztu ryzyka prawnego dla kredytów złotych.

Gdyby porównywać dynamikę sporów kredytobiorców z bankami, głównie zresztą tzw. frankowiczów, oddzielnie dla portfela mieszkaniowych kredytów walutowych i oddzielnie złotowego, sytuacja dla kredytów w złotych odpowiadałaby kredytom walutowym sprzed mniej więcej siedmiu – ośmiu lat, z tym, że kredyty w złotych są nadal udzielane. W konsekwencji portfel ten przyrasta i jest już nieporównanie większy niż było to w przypadku kredytów walutowych, a banki kredytodawcy posiadają bogate bazy danych o kredytobiorcach i mogą szacować koszt ryzyka prawnego związany z każdym nowym kredytem.

⁴ Kredyty w walucie, w której kredytobiorca otrzymuje największą część wynagrodzenia.

4. Modelowy szacunek kosztu ryzyka prawnego dla portfela kredytów mieszkaniowych w uwarunkowaniach roku 2025

Koszt ryzyka prawnego jest składnikiem marży. Pomimo braku dokładnych oszacowań można pokusić się o zgrubne oszacowanie tego kosztu. Nie wiedząc, jaki byłby ten koszt, można obliczyć, jaki byłby wzrost raty typowego kredytu w przypadku wzrostu marży z tytułu ryzyka prawnego o jeden punkt procentowy. Dla kredytu o dość typowych obecnie parametrach: kapitał 500 tysięcy złotych, oprocentowanie zmienne Wibor3M plus marża, marża 2,2%, aktualny Wibor3M 5,0%, okres kredytowania 25 lat, rata wynosi niemal dokładnie 3600 złotych. Uwzględnienie w marży kosztu ryzyka prawnego w wysokości 1 punktu procentowego zwiększyłoby ratę do ponad 3900 złotych, a koszt obsługi kredytu wzrósłby o prawie 100 tysięcy złotych. Przy niższym oprocentowaniu, przy niższym kapitale, różnice te będą mniejsze. Gdy Wibor3M spadnie do 3% rata wyniesie prawie 3000 złotych, a przy 1% ryzyku prawnym wzrośnie do prawie 3300 złotych. Gdyby koszt ryzyka prawnego wzrósł do 2 punktów procentowych koszt ryzyka byłby nieco ponad 2 razy większy.

Rzeczywisty koszt ryzyka prawnego będzie zależeć od udziału kwestionowanych kredytów w całym portfelu kredytów mieszkaniowych banku, od odsetka spraw wygranych przez kredytobiorców, wreszcie, od kosztu przegranej sprawy przez bank. Zapewne będą one niższe niż w przypadku kredytów walutowych, ale portfel kredytów złotych jest nieporównanie większy. Nie ulega więc wątpliwości, że w razie zmaterializowania się ryzyka prawnego koszty ponoszone przez banki będą dużo wyższe niż w przypadku kredytów walutowych

5. O pracach nad projektem wzorca umowy kredytu hipotecznego

Opracowanie projektu modelowej umowy kredytu hipotecznego przez prawników niepowiązanych instytucjonalnie ani ze środowiskiem bankowym, ani konsumenckim w istotny sposób wpływa na jej kształt i można spodziewać się, że przyczyni się do wprowadzenia do obrotu prawnego takiego ramowego wzorca, który przede wszystkim powinien być wolny od wad prawnych, minimalizować ryzyko prawne, wreszcie pozbawiony konfliktu interesów reprezentantów stron transakcji kredytowej⁵.

⁵ 28 marca 2023 roku, czyli wkrótce po rozpoczęciu prac nad projektem umowy, na portalu BANK.PL pojawiła się rozmowa z profesorem Waldemarem Rogowskim z SGH, a jednocześnie głównym analitykiem BIK na temat stworzenia bezpiecznych dla banków i ich klientów wzorów umów na kredyt hipoteczny. Robert Lidke: *Jak Pan ocenia propozycję zgłoszoną przez ekspertów Centrum Myśli Strategicznych, którzy proponują stworzenie wzoru umowy na kredyt hipoteczny w złotych, który byłby zaakceptowany przez KNF lub Sąd Najwyższy, co gwarantowałoby nienaruszalność zapisów takiej umowy?* Waldemar Rogowski: *Doceniam tę propozycję. Ale żeby się ona sprawdziła to przede wszystkim musiałaby być odpowiednia kultura prawna i kultura instytucjonalna w naszym kraju polegająca na tym, że nikt w przyszłości takiego standardu nie próbowałby kwestionować. Czyli, jeżeli byśmy osiągnęli dzisiaj konsensus wszystkich interesariuszy takiej umowy, to musielibyśmy mieć pewność prawną, że nikt takiej*

Stosowanie jej przez banki może w kapitalnym stopniu ograniczyć ryzyko prawne związane z długoterminowymi kredytami hipotecznymi. Ważne jest teraz, aby instytucje i organy państwa potwierdziły, że kredyty zawierane z wykorzystaniem modelowej umowy są wolne od takiego ryzyka. Bez takiego rozwiązania niepewność na rynku kredytowym może generować ryzyko destabilizacji, jeżeli nie całego sektora bankowego to przynajmniej niektórych banków, a możliwości wspomagania rozwoju z wykorzystaniem instytucji pośrednictwa finansowego zostaną znacząco ograniczone.

6. Przyczyny prac nad modelową umową kredytu hipotecznego

W ostatnich latach polski sektor finansowy mierzy się z narastającym problemem sporów dotyczących ważności umów kredytowych zawieranych przez banki z konsumentami.

Choć problem ten pierwotnie dotyczył umów kredytu hipotecznego denominowanych/indeksowanych do franka szwajcarskiego, aktualnie dotyczy coraz szerszego spektrum produktów finansowych – dla przykładu umów kredytu hipotecznego oprocentowanych na podstawie wskaźników referencyjnych, umów kredytu konsumenckiego, przy których możliwe jest zastosowanie sankcji kredytu darmowego, czy umów pożyczek i leasingów zawieranych nie tylko z konsumentami, ale również z przedsiębiorcami.

Powyższą obserwację potwierdzają postępowania sądowe toczące się zarówno przed sądami krajowymi, jak i Trybunałem Sprawiedliwości. Wystarczy wskazać, że w ostatnim czasie Trybunał Sprawiedliwości pochyla się nad kwestią uczciwości wskaźników referencyjnych obowiązujących w Unii Europejskiej na mocy Rozporządzenia BMR⁶ w sprawie C-471/24⁷ – pierwszej polskiej sprawie dotyczącej wskaźnika referencyjnego WIBOR. Przed Trybunałem Sprawiedliwości są również trzy polskie sprawy⁸ dotyczące problemu kredytowanych kosztów w kredytach konsumenckich, których rozstrzygnięcie będzie istotne również z perspektywy

standardowej umowy by nie podważył. Nie chodzi tylko o to, że dzisiaj uznamy dane zapisy umowy za prawidłowe, ale o to, żeby za 5, 10, 15, a nawet 20 lat nikt ich nie podważał. Niestety, nikt dzisiaj nie jest w stanie zagwarantować, że ten standard teraz wypracowany i nawet zaakceptowany przez wszystkich interesariuszy nie będzie w przyszłości podważany.

⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz.U. UE. L. z 2016 r. Nr 171, str. 1 z późn. zm.) („Rozporządzenie BMR”).

⁷ Postępowanie przed Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej, J.J. przeciwko PKO BP S.A., sygn. akt C-471/24, ECLI:EU:C:2025:705.

⁸ Postępowanie przed Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej, Helpfind Recovery sp. z o.o. przeciwko Santander Bank Polska S.A.; sygn. akt C-566/24; Postępowanie przed Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej, P.W. przeciwko Bankowi Polskiej Kasy Opieki S.A., sygn. akt C-744/24; Postępowanie przed Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej, LG przeciwko Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A., sygn. akt C-473/25.

udzielania kredytów hipotecznych. Z kolei w marcu 2025 r. Sąd Okręgowy w Warszawie⁹ wydał korzystne dla pożyczkobiorcy (przedsiębiorcy) orzeczenie, biorąc pod uwagę aspekt przejrzystości warunków umownych zawartych w umowie pożyczki z oprocentowaniem zmiennym.

Wskazane przykłady potwierdzają diagnozę, że przed polskim sektorem finansowym stoi wyzwanie ułożenia relacji między instytucjami finansowymi a konsumentami, w sposób który będzie przejrzysty, uczciwy i oparty nie tylko na przepisach prawa, lecz także na najlepszych praktykach rynkowych.

Brak stabilizacji prawnej w relacjach między konsumentem a przedsiębiorcą, czyli sytuacja w której niemal każda umowa może zostać podważona, stoi w sprzeczności z istotą obrotu cywilnoprawnego opartego na zasadzie równowagi interesów i stabilności. Gospodarka rynkowa i prawo nie są grą o sumie zerowej. Interesy przedsiębiorców i konsumentów nie są sprzeczne, lecz wspólne. Przedsiębiorca i konsument potrzebują siebie nawzajem. Jest to fundament prawa handlowego rozumianego jako prawo wymiany dóbr. Prawo wymiany stanowi, że dobrowolna wymiana przynosi korzyści obu jej stronom. *Do ut des*, czyli daję, abyś dał. Na straży tak rozumianego prawa dobrowolnej wymiany stoi autorytet prawa pojętego nie tylko jako przepis, ale również jako dobry obyczaj. Zachowanie sprzeczne z dobrym obyczajem jest zachowaniem bezprawnym.

Krótkoterminowe korzyści osiągane przez wybranych interesariuszy w wyniku masowego kwestionowania i unieważniania umów prowadzą do długofalowych strat dla całego rynku – zarówno dla konsumentów, jak i przedsiębiorców. Taka sytuacja podważa wiarygodność polskiego sektora finansowego oraz kultury prawnej i wymiaru sprawiedliwości.

Próba odpowiedzi na te wyzwania są prace nad przygotowaniem modelowej umowy kredytu hipotecznego, której celem jest standaryzacja procesu kontraktowego, a przez to mitygowanie konfliktów i ryzyk w relacjach pomiędzy bankami a konsumentami.

7. Charakter modelowej umowy kredytu hipotecznego

Modelowa umowa kredytu hipotecznego to instrument prawny sięgający do źródeł cywilistyki oraz idei współpracy i dialogu, który może stać się dobrą praktyką w sektorze bankowym oraz realnym wsparciem dla stabilności rynku finansowego. Modelowa umowa kredytu hipotecznego nawiązuje do idei umów typowych w Kodeksie Zobowiązań (art. 72 k.z.) z 1933 r.¹⁰

Zmiany ustrojowe w Polsce po II wojnie światowej złamały kierunek rozwoju legislacji opartej na praktyce umownej. Do dzisiaj nie docenia się znaczenia – ze względu na nadmierne przywiązanie do pozytywizmu prawniczego akceptującego kon-

⁹ Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 14 marca 2025 r., sygn. akt XXIII Ga 763/24.

¹⁰ Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 października 1933 r. Kodeks zobowiązań (Dz.U. Nr 82, poz. 598 z późn. zm.) („Kodeks Zobowiązań”).

flikt – form prawnych w postaci kodeksów dobrych praktyk, mających chronić m.in. masowego odbiorcę towarów i usług, w tym na rynku finansowym.

Umowy modelowe czy też, szerzej, prawo modelowe zbliżają się do uzansów (zwyczajów), które traktuje się jako fakty mające znaczenie prawne. Są one dość powszechne w prawie międzynarodowym. Ich powszechność oznacza, że przestają mieć charakter prywatny, a nabierają charakteru quasi-publicznego. Oznacza to, że uznaje się je za dobre praktyki, które stają się dobrym obyczajem, a w konsekwencji prawem.

Modelowa umowa kredytu hipotecznego nie jest wzorcem umowy w rozumieniu art. 384 par. 1 Kodeksu Cywilnego¹¹. Jej koncepcja jest bliska prawu modelowemu i modelowym kontraktom handlowym wykorzystywanym w obrocie międzynarodowym. Przykłady takich instrumentów prawnych można odnaleźć m.in. w pracach UNIDROIT, których celem jest badanie potrzeb i metod modernizacji, harmonizacji oraz koordynacji prawa prywatnego pomiędzy państwami oraz formułowanie jednolitych instrumentów prawnych¹².

Modelowa umowa kredytu hipotecznego jest inspirowana działalnością amerykańskich organizacji Fannie Mae oraz Freddie Mac – instytucji utworzonych przez Kongres USA, które wspierają rynek kredytów hipotecznych, zapewniając jego płynność, stabilność i dostępność. Przedsiębiorstwa te wypracowały wystandaryzowany wniosek kredytowy *Uniform Residential Loan Application* (pl. *jednolity wniosek o pożyczkę mieszkaniową*)¹³ oraz materiały edukacyjne dla kredytobiorców, które wspierają przejrzystość i bezpieczeństwo obrotu oraz zapewniają właściwe informacje obu stronom transakcji.

Projekt modelowej umowy kredytu hipotecznego nie jest przygotowywany w opozycji do innych projektów funkcjonujących w świadomości społecznej, w szczególności w środowisku konsumenckim i bankowym. Celem prac jest przygotowanie dokumentu, który będzie stanowił konkretny materiał do dyskusji nad sposobem wdrożenia umowy oraz nad dalszym rozwojem umów modelowych na rynku finansowym. Koncepcja umów modelowych ma, z jednej strony, realizować postulat ochrony konsumenta i uczciwości kontraktowania, z drugiej zaś wspierać rozwój i konkurencyjność polskiego sektora finansowego.

¹¹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2025 r. poz. 1071) („Kodeks Cywilny”).

¹² Oficjalna strona UNIDROIT, <https://www.unidroit.org/about-unidroit/overview/> (dostęp 22.09.2025).

¹³ Formularz znajduje się na stronie Fannie Mae: Uniform Residential Loan Application.

8. Przebieg prac nad modelową umową kredytu hipotecznego

Rozpoczęcie prac nad modelową umową kredytu hipotecznego było poprzedzone analizą obszarów prawnych, które stanowią aktualnie największe wyzwanie w związku z udzielaniem kredytów hipotecznych w Polsce. Wśród analizowanych kwestii znalazły się m.in.:

- 1) rodzaj oprocentowania dostępny dla konsumenta;
- 2) konstrukcja oprocentowania okresowo stałego;
- 3) zakres informacji o oprocentowaniu kredytu wskazany w umowie;
- 4) konieczność wprowadzenia mechanizmu rekompensaty w celu zniesienia bariery dla rozwoju kredytów ze stałym oprocentowaniem;
- 5) możliwość udzielenia konsumentowi kredytu na pokrycie pozaodsetkowych kosztów kredytu;
- 6) zwrot kosztów w przypadku wcześniejszej częściowej lub całkowitej spłaty kredytu;
- 7) możliwość oferowania przez bank usług dodatkowych;
- 8) waloryzacja opłat pobieranych przez bank.

Powyższe kwestie były oceniane pod kątem uwarunkowań prawnych (na poziomie prawa europejskiego oraz krajowego) i biznesowych. Naturalnie, centralnym zagadnieniem poruszonym podczas prac była kwestia zapewnienia zgodności modelowej umowy kredytu hipotecznego z orzecznictwem Trybunału Sprawiedliwości dotyczącym ochrony konsumenta i kredytów hipotecznych oraz z zasadą przejrzystości materialnej i formalnej, której wymaga Dyrektywa 93/13¹⁴ oraz, o której wielokrotnie przypominał Trybunał Sprawiedliwości m.in. w sprawach C609/19, C125/18, C-186/16¹⁵.

Należy jednak podkreślić, że dla stworzenia instrumentu prawnego zapewniającego rzeczywistą równowagę stron, a jednocześnie wspierającego uczciwość kontraktowania i konkurencyjność polskiego sektora finansowego, konieczne jest uwzględnienie również innych, równie istotnych obszarów. Obszary te – z różnych przyczyn – nie są tak silnie akcentowane w debacie publicznej, jak orzecznictwo Trybunału Sprawiedliwości w sprawach dotyczących kredytów hipotecznych w Polsce.

Po pierwsze, podkreślenia wymaga, że wolność prowadzenia działalności gospodarczej, w tym działalności bankowej, nie może być ograniczona bez ważnej podstawy prawnej – nakazów i zakazów wprowadzonych inaczej niż na podstawie ustawy

¹⁴ Dyrektywa Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich (Dz.U. UE. L. z 1993 r. Nr 95, str. 29 z późn. zm.) („Dyrektywa 93/13”).

¹⁵ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 10 czerwca 2021 r., BNP PARIBAS PERSONAL FINANCE SA przeciwko VE, sygn. akt C-609/19, ECLI:EU:C:2021:469; Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 3 marca 2020 r., MARC GÓMEZ DEL MORAL GUASCH przeciwko BANKIA SA., sygn. akt C-125/18, ECLI:EU:C:2020:138; Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 20 września 2017 r., RUXANDRA PAULA ANDRICIUC i in. przeciwko BANCA ROMÂNE-ASCĂ SA, sygn. akt C-186/16, ECLI:EU:C:2017:703.

(art. 22 Konstytucji RP¹⁶). Zgodnie z art. 20 Konstytucji RP, wolność ta stanowi podstawę ustroju gospodarczego Polski. Z kolei zgodnie z art. 76 Konstytucji RP władza publiczna ma obowiązek ochrony konsumentów m.in. przed nieuczciwymi praktykami rynkowymi – zakres tej ochrony określają właściwe ustawy. Zatem modelowa umowa kredytu hipotecznego nie może ograniczać zakresu działalności bankowej w odniesieniu do kredytów hipotecznych w stopniu większym niż odpowiednie przepisy europejskie oraz krajowe, przede wszystkim Dyrektywa o Kredycie Hipotecznym¹⁷, Ustawa o Kredycie Hipotecznym¹⁸, Prawo bankowe¹⁹ czy Rozporządzenie BMR. Oprócz kwestii zapewnienia pełnej ochrony konsumenta kluczowe jest zaadresowanie również powyższych zasad i wartości ujętych Konstytucji RP. Modelowa umowa kredytu została przygotowana z uwzględnieniem powyższych kontekstów.

Po drugie, ochrona konsumencka powinna mieć na uwadze interesy wszystkich konsumentów korzystających z usług bankowych, m.in. kredytobiorców, deponentów oraz innych klientów – konsumentów. Interesy poszczególnych konsumentów, a także poszczególnych ich grup, są zróżnicowane, dlatego konieczne jest stosowanie takich mechanizmów, które nie będą chronić interesów jednej grupy kosztem pominięcia potrzeb pozostałych konsumentów. Przykładem takiego działania może być próba ograniczenia dla konsumentów dostępności kredytów z określonym rodzajem oprocentowania. Dlatego też modelowa umowa kredytu hipotecznego nie może ograniczać dostępu do określonych rodzajów produktów hipotecznych, które mogą być pożądane przez część konsumentów.

Po trzecie, na rynek finansowy należy patrzeć jak na element infrastruktury krytycznej państwa. System bankowy odgrywa w nim kluczową rolę. Nadzór nad bankami, w szczególności nad realizacją dyrektywy ostrożnego i stabilnego zarządzania bankami, o której mowa w art. 22aa ust. 1 Prawa Bankowego, oraz spełniania wymogów adekwatności kapitałowej (co bezpośrednio przekłada się na stabilność sektora), realizuje Komisja Nadzoru Finansowego. W trakcie prac kluczowe jest zaadresowanie rekomendacji i stanowisk KNF oraz zyskanie akceptacji organu nadzoru dla koncepcji modelowej umowy kredytu hipotecznego, o czym będzie szerzej mowa w części poświęconej możliwym sposobom wdrożenia umowy.

Odrębnym, lecz istotnym zagadnieniem, które jest podnoszone przez zainteresowane strony w trakcie prac nad modelową umową kredytu hipotecznego, jest zasadność stworzenia jednolitych materiałów edukacyjnych dla konsumentów, które będą dodatkowym elementem wspierającym zrozumienie zagadnień związanych z kredy-

¹⁶ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. 1997 Nr 78, poz. 483) („Konstytucja RP”).

¹⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z dnia 4 lutego 2014 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomościami mieszkalnymi i zmieniająca dyrektywę 2008/48/WE i 2013/36/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 („Dyrektywa o Kredycie Hipotecznym”).

¹⁸ Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (t.j. Dz.U. z 2025 r. poz. 720) („Ustawa o Kredycie Hipotecznym”).

¹⁹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 1646) („Prawo bankowe”).

tami hipotecznymi. Materiały takie uzupełniałyby realizację zasady przejrzystości materialnej. Zagadnienie to ze względu na praktyczne korzyści dla konsumentów zasługuje na odrębną dyskusję po zakończeniu prac nad projektem umowy.

Obecnie trwają konsultacje z podmiotami, które zgłosiły uwagi do pierwszego projektu modelowej umowy kredytu hipotecznego zaprezentowanego 24 lipca 2025 r. podczas ogłoszenia Rekomendacji EKF w siedzibie Rzecznika Finansowego²⁰. Po zakończeniu tego etapu Grupa Ekspertów EKF przygotuje finalny projekt umowy, którego opracowanie planowane jest do końca października 2025 r.

Poniżej zaprezentowano podsumowanie kluczowych mechanizmów przewidzianych w modelowej umowie kredytu hipotecznego. Należy zaznaczyć, że z uwagi na trwające konsultacje z interesariuszami, ostateczne brzmienie części postanowień może podlegać niewielkim modyfikacjom.

9. Dyrektywa prostego języka

Modelowa umowa kredytu hipotecznego jest napisana prostym i nieprawniczym językiem, z użyciem bezpośrednich zwrotów określających konsumenta oraz bank. Modelowa umowa kredytu hipotecznego w możliwie najszerszym zakresie odchodzi od pojęć sformalizowanych, których znaczenie może być niezrozumiałe dla uważnego i zainteresowanego konsumenta. Jeśli zachodzi konieczność posłużenia się formalnym pojęciem o określonym znaczeniu prawnym lub ekonomicznym, w treści umowy zamieszczone są wyjaśnienia i przykłady ułatwiające zrozumienie tego pojęcia.

Modelowa umowa kredytu hipotecznego ma m.in. w ten sposób – poprzez zapewnienie zrozumiałości postanowień – realizować zasadę przejrzystości formalnej. Zaś jednoznaczność jej postanowień ma pozytywnie oddziaływać na materialny aspekt tej zasady.

Forma modelowej umowy kredytu hipotecznego wpisuje się w szerszą tendencję przygotowywania przez przedsiębiorców materiałów *mówiących do klienta*. W czerwcu 2025 r. weszły w życie przepisy Ustawy o Dostępności²¹, która nakłada na podmioty z sektora finansowego m.in. obowiązek posługiwania się językiem ułatwiającym zrozumienie charakteru produktów i usług. Zgodnie z Ustawą o Dostępności prosty język powinien przypominać język mówiony. Modelowa umowa kredytu hipotecznego *mówi do klienta*.

²⁰ Projekt dostępny jest pod adresem: <https://www.efcongress.com/aktualnosci/wzor-umowy-modelowej-dla-kredytow-hipotecznyc/> (dostęp 22.09.2025).

²¹ Ustawa z dnia 26 kwietnia 2024 r. o zapewnianiu spełniania wymagań dostępności niektórych produktów i usług przez podmioty gospodarcze (Dz.U. z 2024 r. poz. 731) („Ustawa o Dostępności”).

10. Oprocentowanie kredytu

Modelowa umowa kredytu hipotecznego zakłada dwa warianty oprocentowania: oprocentowanie zmienne oraz okresowo stałe. Do konsumenta należy wybór, z którego rodzaju oprocentowania skorzysta. Modelowa umowa kredytu hipotecznego nie przewiduje oprocentowania stałego przez cały okres kredytu. Wynika to z faktu, że aktualnie taki kredyt hipoteczny nie jest oferowany przez banki w Polsce ze względu na uwarunkowania makroekonomiczne oraz prawne (na ten moment niejasność co do możliwości pobrania rekompensaty w przypadku wcześniejszej spłaty kredytu ze względu na redakcję art. 40 Ustawy o Kredycie Hipotecznym).

Prawo europejskie przewiduje możliwość oferowania konsumentom kredytów opierających się na trzech rodzajach oprocentowania: stałe, zmienne oraz stanowiące połączenie obu tych rodzajów – okresowo stałe. Prawo europejskie nie wskazuje przy tym preferowanej dla konsumenta formy oprocentowania, pozostawiając swobodę w tym zakresie zarówno konsumentom, jak i przedsiębiorcom. Należy podkreślić, że Trybunał Sprawiedliwości nie zakwestionował w swoim dorobku orzecznictwym możliwości oferowania kredytów hipotecznych o określonej stopie procentowej. Możliwość oferowania kredytów o wskazanych rodzajach oprocentowania jest odzwierciedlona w art. 29 ust. 2 Ustawy o Kredycie Hipotecznym.

Z powyższych względów ograniczanie modelowej umowy kredytu hipotecznego do jednej formy oprocentowania nie jest uzasadnione i mogłoby zostać zakwestionowane jako niezgodne z prawem europejskim i krajowym.

11. Oprocentowanie zmienne

Oprocentowanie zmienne jest określone w umowie jako suma wskaźnika referencyjnego oraz marży. Wskaźnik referencyjnym podlega obiektywnym zmianom wynikającym ze zmian stopy referencyjnej Narodowego Banku Polskiego. Wartość marży jest stała. Modelowa umowa kredytu hipotecznego zawiera informacje na temat oprocentowania zmiennego, wskaźnika referencyjnego oraz administratora tego wskaźnika przewidziane przez Rozporządzenie BMR oraz Ustawę o Kredycie Hipotecznym. Modelowa umowa kredytu hipotecznego nie przewiduje przekazywania szczegółowych informacji dotyczących metodologii wyznaczania danego wskaźnika referencyjnego. Takie podejście jest zgodne z opinią Rzecznik Generalnej z 11 września 2025 r. wydanej w sprawie C-471/24²².

²² Opinia Rzeczniczki Generalnej Laili Mediny przedstawiona w dniu 11 września 2025 r., w sprawie C-471/24, ECLI:EU:C:2025:705.

12. Klauzula awaryjna

Modelowa umowa kredytu hipotecznego przewiduje wprowadzenie tzw. klauzuli awaryjnej, określającej zasady ustalania oprocentowania kredytu w przypadku istotnej zmiany, braku publikacji wskaźnika referencyjnego lub wystąpienia zdarzenia uniemożliwiającego wyznaczenie zmiennej stopy procentowej na podstawie pierwotnie wskazanego wskaźnika referencyjnego. Klauzula ta powinna zostać uzupełniona indywidualnie przez bank stosujący modelową umowę kredytu hipotecznego.

Takie rozwiązanie zostało wybrane, żeby nie tworzyć barier wdrożenia modelowej umowy kredytu hipotecznego. Klauzule awaryjne w bankach są bowiem z reguły przygotowywane w sposób kompleksowy – obejmują różne produkty finansowe, a nie wyłącznie umowy kredytu hipotecznego zawierane z konsumentami. Wymóg ich odrębnego, szczegółowego dostosowania mógłby istotnie utrudnić, a w skrajnym przypadku nawet uniemożliwić wdrożenie modelowej umowy kredytu hipotecznego.

Z uwagi na nowatorski charakter modelowej umowy w polskim sektorze finansowym, kluczowe jest, aby proces jej wprowadzenia nie napotykał nadmiernych barier. W przypadku powodzenia tego projektu możliwe jest podjęcie dalszych prac zmierzających do standaryzacji kolejnych obszarów prawnych w działalności bankowej.

13. Oprocentowanie okresowo stałe

Oprocentowanie okresowo stałe jest ustalane w umowie na pierwszy okres oprocentowania stałego. W umowie konsument oraz bank uzgadniają długość okresu oprocentowania stałego oraz wartość stałej stopy procentowej. Możliwe jest stopniowe wydłużanie okresów oprocentowania stałego, w zależności od stopnia rozwoju rynku kredytów stałoprocentowych.

Przed końcem okresu oprocentowania stałego klient otrzymuje ofertę nowej stałej stopy procentowej na kolejny okres oprocentowania stałego. Jeśli klient nie zaakceptuje nowej stopy procentowej (jest to autonomiczna decyzja klienta), kredyt będzie oprocentowany zmienną stopą procentową liczoną jako suma wskaźnika referencyjnego i marży.

Modelowa umowa kredytu hipotecznego nie przewiduje tzw. okresu transferowego – mechanizmu, który pozwala na zmianę kredytodawcy w przypadku braku akceptacji nowej stałej stopy procentowej przez klienta. W celu zmiany kredytodawcy klient może zrefinansować kredyt na zasadach rynkowych.

14. Rekompensata

Wdrożenie skutecznego mechanizmu rekompensaty jest kluczowe dla rozwoju kredytów stałoprocentowych w Polsce.

Modelowa umowa kredytu hipotecznego przewiduje możliwość pobrania przez bank rekompensaty w przypadku kredytu z oprocentowaniem okresowo stałym. Bank nie ma możliwości pobrania rekompensaty w przypadku kredytu z oprocentowaniem zmiennym.

Rekompensata może zostać pobrana tylko, jeśli stopa referencyjna NBP w dniu wcześniejszej częściowej lub całkowitej spłaty kredytu jest niższa niż w dniu ustalenia stałej stopy procentowej obowiązującej w danym okresie oprocentowania stałego. Rekompensata jest liczona w odniesieniu do aktualnego okresu oprocentowania stałego. Rekompensata nie może przekroczyć 1,5% kwoty wcześniejszej spłaty za każdy rok pozostały do końca danego okresu oprocentowania stałego. Rekompensata jest zależna od kwoty wcześniejszej spłaty, stopy referencyjnej NBP w dniu wcześniejszej spłaty oraz liczby lat do końca danego okresu oprocentowania stałego.

Zarówno Dyrektywa o Kredycie Hipotecznym (art. 25 ust. 3), jak i Ustawa o Kredycie Hipotecznym (art. 40), przewidują możliwość pobrania rekompensaty w związku z przedterminową spłatą kredytu przez konsumenta. Zgodnie z tymi regulacjami rekompensata nie może stanowić kary dla konsumenta za przedterminową spłatę kredytu, powinna być obiektywna i sprawiedliwa oraz związana z kosztami i stratą poniesioną przez bank.

Kwestia rekompensaty była przedmiotem rozstrzygnięcia Trybunału Sprawiedliwości w sprawie C-536/22²³, w której TSUE potwierdził, że mechanizm jej obliczania nie ogranicza się wyłącznie do ustalenia kosztów poniesionych przez bank w związku z przedterminową spłatą kredytu.

Kluczowym problemem w Polsce przy ustalaniu rekompensaty jest treść art. 40 Ustawy o Kredycie Hipotecznym, który nie w pełni wdraża art. 25 ust. 3 Dyrektywy o Kredycie Hipotecznym. Przepis ten pomija wymóg, aby rekompensata była *sprawiedliwa i obiektywna*, a ponadto ogranicza ją wyłącznie do kosztów poniesionych bezpośrednio przez kredytodawcę, nie uwzględniając, że rekompensata może dotyczyć poniesionej przez kredytodawcę straty.

W konsekwencji nieprawidłowej konstrukcji art. 40 Ustawy o Kredycie Hipotecznym banki rezygnują ze stosowania mechanizmu rekompensaty, obawiając się kwestionowania prawidłowości wyliczeń.

Taka sytuacja jest niepożądana oraz niekorzystna zarówno z perspektywy konsumenta, jak i banku. Brak skutecznego mechanizmu rekompensaty hamuje rozwój oferty kredytów o stałym lub okresowo stałym oprocentowaniu i prowadzi do wyż-

²³ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 14 marca 2024 r., MW, CY przeciwko VR Bank Ravensburg-Weingarten eG, sygn. akt C-536/22, ECLI:EU:C:2024:234.

szych kosztów kredytu dla wszystkich konsumentów, nie tylko dla tych, którzy spłacają kredyt przed terminem.

Wyjaśnienia wymaga, że udzielając kredytów ze stałą lub okresowo stałą stopą procentową bank zabezpiecza ryzyko stopy procentowej poprzez zawieranie transakcji hedgingowych, np. na rynku IRS²⁴. Bank nie zabezpiecza pojedynczych wierzytelności z kredytów, lecz cały portfel wierzytelności. Główne i bezpośrednie koszty banku związane z wcześniejszą spłatą kredytów o okresowo stałym (lub stałym) oprocentowaniu wynikają z konieczności zabezpieczenia ekspozycji banku na ryzyko stopy procentowej. Powyższa okoliczność jest źródłem praktycznej trudności związanej z ustaleniem wysokości kosztów bezpośrednio związanych z zabezpieczeniem konkretnego indywidualnie oznaczonego kredytu, a zatem zaadresowania przesłanki z art. 40 ust. 7 Ustawy o Kredycie Hipotecznym.

Należy wskazać, że zadaniem doktryny prawa oraz właściwych organów powinno być dokonanie wykładni art. 40 Ustawy o Kredycie Hipotecznym zgodnej z Dyrektywą o Kredycie Hipotecznym oraz orzeczeniem TSUE w sprawie C-536/22. Równocześnie pożądane byłoby wprowadzenie zmian legislacyjnych, które jednoznacznie dostosują treść tego przepisu do wymogów prawa unijnego.

15. Kredytowane koszty

Modelowa umowa kredytu hipotecznego przewiduje możliwość udzielenia konsumentowi kredytu na pokrycie pozaodsetkowych takich kosztów kredytu, jak prowizja czy składka na ubezpieczenie. Skorzystanie z możliwości kredytowania kosztów jest autonomiczną decyzją klienta.

Możliwość kredytowania kosztów budzi duże zainteresowanie w doktrynie. Jest ona także przedmiotem rozstrzygnięć sądów krajowych, w tym Sądu Najwyższego, np. w sprawie I CSK 4175/22²⁵, w której Sąd Najwyższy potwierdził możliwość kredytowania kosztów oraz pobierania odsetek za kapitał udostępniony konsumentowi na pokrycie tych kosztów (jako wynagrodzenia za korzystanie z kapitału). Kwestii kredytowania kosztów (w odniesieniu do kredytu konsumenckiego) dotyczą też trzy polskie sprawy zawisłe przed Trybunałem Sprawiedliwości: C-744/24-1, C-566/24-1, C-473/25²⁶.

Rozstrzygnięcie w powyższych sprawach z pewnością wpłynie na praktykę rynkową zarówno przy udzielaniu kredytów konsumenckich, jak i hipotecznych.

Niezależnie od powyższego należy podkreślić, że co najmniej w przypadku kredytu hipotecznego możliwość kredytowania kosztów powinna być traktowana jako rozwiązanie zwiększające dostępność kredytów mieszkaniowych, a więc z istoty rzeczy służące konsumentowi. Stwierdzenie to dotyczy sytuacji, w której konsument, świadomie

²⁴ Transakcje IRS (swap na stopę procentową).

²⁵ Postanowienie Sądu Najwyższego – Izba Cywilna z dnia 15 czerwca 2023 r., sygn. akt I CSK 4175/22.

²⁶ Zob. przypis nr 3 powyżej.

oraz będąc właściwie poinformowanym o konsekwencjach ekonomicznych mechanizmu kredytowania kosztów, wyraża chęć skorzystania z niego.

Wynika to z okoliczności, że w przypadku braku środków własnych na pokrycie pozaodsetkowych kosztów kredytu konsument byłby postawiony w jednej z dwóch następujących sytuacji:

- 1) konsument nie mógłby otrzymać kredytu hipotecznego; albo
- 2) konsument byłby zmuszony do skorzystania z innych produktów kredytowych w celu sfinansowania pozaodsetkowych kosztów kredytu, np. z kredytu konsumenckiego, który jest oprocentowany mniej korzystnie ze względu na brak zabezpieczenia w postaci hipoteki na nieruchomości.

Taka sytuacja uniemożliwiałaby lub wydłużała proces udzielenia kredytu hipotecznego oraz wiązała się z koniecznością podwójnego wykonywania tych samych czynności przez konsumenta. Co więcej, narażałaby konsumenta na nieuzasadnione ponoszenie podwójnych kosztów pozaodsetkowych kredytu. Taka sytuacja byłaby dla konsumenta ekonomicznie niekorzystna. Tym samym kredytowanie przez bank, w ramach jednej umowy kredytu hipotecznego, zarówno podstawowego celu umowy, jak i kosztów związanych z udzieleniem kredytu, w znaczący sposób upraszcza obrót i jest w istocie rozwiązaniem prokonsumenckim.

16. Usługi dodatkowe

Modelowa umowa kredytu hipotecznego przewiduje możliwość zaoferowania konsumentowi usług dodatkowych w ramach sprzedaży łączzonej, o której mowa w Ustawie o Kredycie Hipotecznym (art. 9 ust. 4 – 6) oraz Dyrektywie o Kredycie Hipotecznym (art. 12 ust. 1). Przed podpisaniem umowy klientowi jest przedstawiana oferta kredytu, w szczególności wysokość marży, z usługami dodatkowymi oraz bez usług dodatkowych. Klientowi prezentowane są również koszty wynikające z usług dodatkowych. To klient decyduje, która oferta kredytu jest dla niego bardziej atrakcyjna.

17. Klauzula modyfikacyjna

Modelowa umowa kredytu hipotecznego przewiduje możliwość waloryzacji opłat pobieranych przez bank w okresie kredytu. Opłaty i prowizje mogą być aktualizowane raz w roku, a ich zmiana jest uzależniona wyłącznie od Wskaźnika Inflacji. Bank może zrezygnować z aktualizacji opłat i prowizji.

Mechanizm zaproponowany w modelowej umowie kredytu hipotecznego dotyczy możliwości zmian opłat i prowizji adresuje orzeczenie TSUE z dnia 13 lutego 2025 r. w sprawie C-472/23 (Lexitor)²⁷. TSUE na gruncie przepisów o kredycie konsumenckim (mających w pewnym stopniu znaczenie w przypadku kredytu hipotecznego)

²⁷ Wyrok TSUE z 13.02.2025 r., C-472/23, pkt 44, 45 i 47.

nego) wskazał, że warunki zmiany opłat związanych z wykonaniem umowy kredytowej powinny być w niej przedstawione jasno i zwięźle, aby przeciętny, właściwie poinformowany i rozsądny konsument nie miał wątpliwości co do zdarzeń mogących spowodować zmianę opłat ani co do związku między tymi zdarzeniami a samą zmianą wysokości opłat. Zaproponowany mechanizm spełnia wskazane warunki.

18. Możliwe metody wdrożenia modelowej umowy kredytu hipotecznego

Istotną kwestią pojawiającą w dyskusjach nad modelową umową kredytu hipotecznego jest sposób jej wdrożenia przez instytucje kredytowe, w szczególności zagadnienie, czy banki powinny być zobowiązane do jej stosowania lub czy jej stosowanie powinno być dobrowolne. Okoliczność ta ma istotne znaczenie ze względu na przynajmniej pięć czynników:

- 1) zgodność z Konstytucją RP w zakresie zasad wolności działalności gospodarczej oraz obowiązku ochrony konsumenta;
- 2) potencjał do stabilizacji relacji kontraktowych, a przez to redukcji ryzyka prawnego w postaci masowego unieważniania umów;
- 3) stworzenie ram wspierających rozwój konkurencyjności sektora bankowego (kwestia elastyczności regulacji);
- 4) wyłączenie kontroli abuzywności postanowień umownych *ex post* na gruncie Dyrektywy 93/13;
- 5) czas i trudność wdrożenia.

Możliwych jest kilka rozwiązań w zakresie wdrożenia modelowej umowy kredytu hipotecznego, przy czym każde z nich niesie ze sobą określone uwarunkowania natury prawnej i biznesowej. Prowadząc dyskusję o najlepszej metodzie wdrożenia modelowej umowy kredytu hipotecznego, należy mieć na uwadze nie tylko chęć zaspokojenia najbardziej palących problemów, które dotyczą konsumentów i sektor bankowy, ale także długoterminowe konsekwencje dla wszystkich interesariuszy.

Wśród opcji wdrożenia modelowej umowy kredytu hipotecznego, diskutowanych m.in. w trakcie XV Europejskiego Kongresu Finansowego, znajdowały się:

- 1) rekomendacja stosowania modelowej umowy kredytu hipotecznego wydana przez Ekspertów Europejskiego Kongresu Finansowego;
- 2) przyjęcie modelowej umowy kredytu hipotecznego w formie dobrych praktyk organizacji branżowej;
- 3) certyfikacja modelowej umowy kredytu hipotecznego poprzez stanowisko lub zalecenia organów państwowych, np. Komitetu Stabilności Finansowej;
- 4) przyjęcie modelowej umowy kredytu hipotecznego w drodze załącznika do rozporządzenia właściwego ministra w formule *opt-in*;
- 5) wprowadzenie obowiązku stosowania modelowej umowy kredytu hipotecznego w formie załącznika do ustawy.

Modelowa umowa kredytu hipotecznego ma przede wszystkim pełnić funkcję porządkującą i stabilizującą relacje kontraktowe pomiędzy konsumentem a bankiem. Aby modelowa umowa kredytu hipotecznego mogła pełnić tę funkcję, konieczne jest nadanie jej odpowiedniej certyfikacji, optymalnie pochodzącej z autorytetu (szeroko rozumianego) państwa i organów państwowych. Należy jednak podkreślić, że w obecnej sytuacji, stale pogłębiającego się chaosu, każda forma przyjęcia modelowej umowy kredytu hipotecznego będzie stanowiła dobry krok w stronę przywrócenia porządku i równowagi stron – zahamowania dalszego rozprzestrzeniania się kryzysu. Poniżej znajduje się krótkie omówienie poszczególnych metod wdrożenia.

19. Dobre praktyki

Przyjęcie modelowej umowy kredytu hipotecznego jako dobrej praktyki w wyniku Rekomendacji EKF lub, idąc o krok dalej, rekomendacji organizacji branżowej, np. Związku Banków Polskich, jest rozwiązaniem najprostszym operacyjnie i możliwym do wdrożenia w krótkim czasie w porównaniu do pozostałych wariantów, ponieważ nie wymaga zmian legislacyjnych ani udziału organów państwowych.

W takim wariantcie stosowanie modelowej umowy kredytu hipotecznego byłoby całkowicie dobrowolne dla wszystkich banków. Jak zaprezentowano wyżej w artykule, nie należy pomijać znaczenia dobrych praktyk w ustabilizowaniu i zredukowaniu ryzyka prawnego. Biorąc pod uwagę, że modelowe umowy są instrumentem nowym dla sektora finansowego oraz nie są rozpowszechnione w polskim systemie prawnym, korzystne może być włączenie ich do praktyki rynkowej i obrotu w sposób pozwalający na stopniową absorpcję tego rozwiązania. Dobre praktyki stosowane powszechnie w obrocie stają się dobrym zwyczajem i, w konsekwencji, prawem. Jest to jednak proces, który zachodzi stopniowo i jest rozciągnięty w czasie.

20. Certyfikacja właściwego organu

Pożądanym sposobem wdrożenia modelowej umowy kredytu hipotecznego byłoby uzyskanie certyfikacji od właściwych organów zajmujących się bezpieczeństwem i stabilnością sektora finansowego: Komitetu Stabilności Finansowej lub banku państwowego – Banku Gospodarstwa Krajowego. Taka ścieżka mogłaby zakładać wydanie przez organ stanowiska lub zaleceń dobrowolnego stosowania modelowej umowy kredytu hipotecznego lub zakładać wykorzystanie formuły *comply or explain*.

Zastosowanie takiego rozwiązania wymaga więcej czasu, a także zaangażowania organów państwowych. Jednak certyfikacja organu państwowego istotnie wzmocni autorytet rozwiązań wskazanych w modelowej umowie kredytu hipotecznego, potwierdzając ich uczciwość.

Co istotne, certyfikacja modelowej umowy kredytu hipotecznego w powyższej formule pozostawia instytucjom kredytowym znaczną elastyczność w dostosowywaniu jej postanowień do zmieniających się uwarunkowań rynkowych czy nowych potrzeb biznesowych, nie ograniczając w sposób nieuzasadniony możliwości prowadzenia działalności biznesowej.

Certyfikacja organu państwowego stanowi umiarkowaną i kompromisową alternatywę wobec innych opcji – nie ogranicza w istotny sposób wolności prowadzenia działalności gospodarczej, a jednocześnie wzmacnia pewność obrotu i jest dodatkowym elementem systemu ochrony konsumenta. Wdrożenie modelowej umowy kredytu hipotecznego w ten sposób powinno być *celem minimalnym* dalszych działań.

21. Załącznik do rozporządzenia w formule *opt-in*

Wprowadzenie modelowej umowy kredytu hipotecznego w drodze załącznika do rozporządzenia właściwego ministra w formule *opt-in*, czyli zakładającej dobrowolność stosowania, zyskuje coraz większą liczbę zwolenników.

Naturalnie jest to proces dłuższy i bardziej skomplikowany niż w przypadku certyfikacji organu państwowego, niesie jednak ze sobą wymierne korzyści. Gwarantuje stabilność prawną i redukcję ryzyka prawnego, jednocześnie nie niosąc wątpliwości natury konstytucyjnej (jak w przypadku ustawy) oraz zachowując dostateczną elastyczność w przypadku konieczności dokonania zmian w treści modelowej umowy kredytu hipotecznego. Modelowa umowa kredytu hipotecznego zostaje objęta domniemaniem uczciwości, z którego korzystają przepisy ustawowe i wykonawcze zgodnie z art. 1 ust. 2 Dyrektywy 93/13.

Konieczne jest podkreślenie, że domniemanie uczciwości zgodnie z art. 1 ust. 2 Dyrektywy 93/13 oraz w świetle motywu 13 preambuły obejmuje zarówno przepisy bezwzględnie obowiązujące, jak i dyspozytywne. Zgodnie z motywem 13 preambuły Dyrektywy 93/13: *użyte w art. 1 ust. 2 sformułowanie „obowiązujące przepisy ustawowe lub wykonawcze” obejmuje również zasady, które zgodnie z prawem będą stosowane między umawiającymi się stronami z zastrzeżeniem, że nie dokonano żadnych innych uzgodnień*. Sformułowanie *obowiązujące przepisy ustawowe lub wykonawcze* powinno być interpretowane w kontekście znaczenia, jakie nadała mu Dyrektywa 93/13. Z motywu 13 wynika, że sformułowanie to obejmuje również przepisy dyspozytywne, zatem wdrożenie modelowej umowy kredytu hipotecznego jako załącznika do rozporządzenia wykonawczego w formule *opt-in* (czyli w formie przepisu dyspozytywnego) korzysta z domniemania uczciwości.

Wątpliwości co do możliwości objęcia domniemaniem uczciwości przepisów dyspozytywnych wynikają z błędnego tłumaczenia niektórych orzeczeń Trybunału Sprawiedliwości. W niektórych orzeczeniach angielskie słowo *mandatory* odnoszące się do przepisów ustawowych lub wykonawczych, zostało przetłumaczone jako

bezwzględnie obowiązujące zamiast *obowiązujące*. Są to np. sprawy: C-125/18²⁸, C-779/18²⁹ czy sprawa C-192/20³⁰.

Wyrok w sprawie C-192/20 potwierdza powyższe wnioski dotyczące błędnego tłumaczenia – w pkt. 31³¹ wyroku TSUE wskazuje, że z zakresu kontroli na gruncie Dyrektywy 93/13 są wyłączone *bezwzględnie obowiązujące przepisy*. Następnie w pkt. 32³² tego wyroku TSUE potwierdza, że zgodnie z motywem 13 Dyrektywy 93/13 z zakresu kontroli wyłączone są również przepisy dyspozytywne.

Oprócz orzeczeń Trybunału Sprawiedliwości, zawierających błędne tłumaczenie, jest wiele wyroków, które potwierdzają wyłączenie przepisów dyspozytywnych z zakresu kontroli na gruncie Dyrektywy 93/13, np. w sprawie 81/19, pkt 34 i 35³³.

Wprowadzenie modelowej umowy kredytu hipotecznego w drodze załącznika do rozporządzenia właściwego ministra w formule *opt-in* powinno być docelową metodą wdrożenia.

²⁸ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 3 marca 2020 r., Marc Gómez del Moral Guasch przeciwko Bankia SA, C-125/18, ECLI:EU:C:2020:138.

²⁹ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 26 marca 2020 r., Mikrokasa S.A. i Revenue Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty przeciwko XO, C-779/18, ECLI:EU:C:2020:236.

³⁰ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 10 czerwca 2021 r., Prima banka Slovensko a.s. przeciwko HD, C-192/20, ECLI:EU:C:2021:480.

³¹ Ponadto zgodnie z art. 1 ust. 2 owej dyrektywy warunki umowy odzwierciedlające *bezwzględnie obowiązujące przepisy ustawowe lub wykonawcze nie będą podlegały przepisom tej dyrektywy*. Wyrok TSUE w sprawie 192/20, pkt 31.

³² W tym względzie Trybunał stwierdził wielokrotnie, że, jak wynika z motywu trzynastego dyrektywy 93/13, wyłączenie z zakresu stosowania tej dyrektywy przewidziane we wspomnianym art. 1 ust. 2, obejmuje zarówno przepisy prawa krajowego mające zastosowanie między umawiającymi się stronami niezależnie od ich wyboru, jak i przepisy mające zastosowanie w braku odmiennego postanowienia, tzn. w braku innych uzgodnień między stronami. Wyłączenie to jest uzasadnione tym, że słusznie należy zakładać, iż prawodawca krajowy ustanowił równowagę pomiędzy ogółem praw i obowiązków stron niektórych umów, którą to równowagę prawodawca Unii miał wyraźnie zamierzać zachować (wyrok Banco Santander i Escobedo Cortés, pkt 43 i przytoczone tam orzecznictwo). Wyrok TSUE w sprawie 192/20, pkt 32.

³³ Jak wskazano w pkt 25 niniejszego wyroku, sformułowanie „*obowiązujące przepisy ustawowe lub wykonawcze*” w rozumieniu art. 1 ust. 2 dyrektywy 93/13 obejmuje w świetle motywu trzynastego tej dyrektywy również zasady względnie wiążące, to znaczy takie, które zgodnie z prawem będą stosowane między umawiającymi się stronami, w sytuacji gdy nie dokonano żadnych innych uzgodnień. Tymczasem z tego punktu widzenia przepis ten nie dokonuje żadnego rozróżnienia z jednej strony pomiędzy przepisami, które mają zastosowanie niezależnie od wyboru umawiających się stron i, z drugiej strony przepisami dyspozytywnymi. [pkt 34] oraz W tym względzie z jednej strony okoliczność, że można odstąpić od dyspozytywnego przepisu krajowego, jest bez znaczenia dla weryfikacji, czy warunek umowny odzwierciedlający taki przepis jest wyłączony na podstawie art. 1 ust. 2 dyrektywy 93/13 z zakresu stosowania tej dyrektywy. [pkt 35] Wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 9 lipca 2020 r., NG i OH przeciwko SC Banca Transilvania SA, C-81/19, ECLI:EU:C:2020:532.

22. Obowiązek stosowania – ustawa

Wdrożenie modelowej umowy kredytu hipotecznego poprzez ustawowy obowiązek jej stosowania rodzi istotne wątpliwości natury konstytucyjnej. Wybór takiej metody prowadzi do istotnego ograniczenia wolności działalności gospodarczej, o której mowa w art. 20 Konstytucji RP. Jest to w istocie narzucenie przez państwo sposobu wykonywania działalności operacyjnej przedsiębiorcy, co jest niedopuszczalne.

Oprócz powyższej kwestii należy wskazać, że metoda ta ma również inne istotne wady:

- 1) nieprzewidywalność wyniku procesu legislacyjnego – ostateczna treść umowy może się istotnie różnić od zaproponowanego projektu;
- 2) bardzo ograniczona możliwość zmiany treści modelowej umowy kredytu hipotecznego, jeśli zajdzie taka konieczność wynikająca z czynników biznesowych lub prawnych;
- 3) długi okres wdrożenia.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, należy wskazać, że wybór ścieżki ustawowej do wdrożenia modelowej umowy kredytu hipotecznego nie jest celowy i pożądaný oraz w dłuższej perspektywie może w znaczący sposób utrudnić dostęp do kredytów hipotecznych dla konsumentów.

23. Najwyższy czas skończyć z prawnym chaosem na rynku kredytów

W ostatnich latach polski sektor finansowy mierzy się z narastającym problemem sporów dotyczących ważności umów kredytowych zawieranych przez banki z konsumentami. Rzeczywistość stała się nie normalna, bo trudno uznać za stan naturalny stan permanentnej wojny prawnej, permanentny stan epidemii prawnej infekującej stabilność systemu finansowego oraz niszczącej indywidualne stosunki kredytowe.

Celem niniejszego artykułu nie było dokonywanie oceny prawnej przyczyny takiego stanu rzeczy, ale wskazanie sposobu na definitywne zakończenie podobnych wojen na przyszłość w interesie wszystkich, tj. klientów banków po stronie aktywów (kredytobiorców), klientów banków po stronie pasywów (deponentów będących zarazem klientami Bankowego Funduszu Gwarancyjnego), instytucji kredytowych, a szerzej finansowych, nadzorców i regulatorów, ustawodawcy, władzy wykonawczej, sądów, rzeczników ochrony praw konsumenta, giełdy papierów wartościowych, gospodarki jako całości itd.

Infrastruktura rynku finansowego staje się, niezależnie od ujęć techniczno-prawnych, jednym z kluczowych elementów współczesnej infrastruktury krytycznej, zagrożonej cyberatakami przez cyberprzestępców, w tym z kierunku Rosji. Nie można ignorować geopolityki w jakiej znaleźliśmy się, i faktu, że Polska jest krajem przyfrontowym, na który już są kierowane bezpośrednie ataki ze strony Rosji.

Pamiętajmy, że chaos oznaczał w mitologii greckiej uosobienie pierwotnego stanu przed uporządkowaniem elementów wszechświata. Był pierwotnym stanem egzystencji, z którego pochodzili pierwsi bogowie (Ziemia(Gaja) i Niebo(Uranos)). Chaos miał trzy cechy:

- 1) był bezdenną przepaścią, do której wszystko bezustannie spada; jest przeciwstawnością wobec ziemi o stabilnym podłożu;
- 2) był miejscem bez ustalonych kierunków, gdzie wszystko rozpada się na różne strony;
- 3) był sferą rozdzielającą niebo i ziemię z chaosem pozostałym między nimi.

Wszystkie te trzy cechy chaosu pasują do wieloletniej już wojny prawnej na rynku kredytów hipotecznych, która po tzw. kredytach frankowych wkroczyła na teren kredytów złotówkowych i „testuje” możliwość inwazji na kolejne obszary rynku finansowego. Wojna to destrukcja, która służy tylko tym, którzy chcą, aby wojna trwała, nigdy nie kończyła się. Ale taka rzeczywistość nie jest normą, nie może być normą, bo jest nienormalna i prowadzi, prędzej lub później, do katastrofy.

Wielkie nadzieje wiążemy z wynikami konsultacji nad gotowym już projektem modelowej umowy kredytu hipotecznego zaprezentowanym wszystkim interesariuszom na spotkaniu u Rzecznika Finansowego jako rekomendacją Europejskiego Kongresu Finansowego (Klubu Odpowiedzialnych Finansów). Szczególne nadzieje należy wiązać także z Komitetem Stabilności Finansowej będącym swoistym strażnikiem infrastruktury krytycznej dla stabilności Państwa, czyli jego wszystkich obywateli, jaką jest rynek finansowy. Modelowa umowa kredytu hipotecznego może, i powinna, stać się wzorcem dla masowych umów zawieranych przez instytucje finansowe z konsumentami usług i produktów finansowych nie tylko w sektorze bankowym, ale także ubezpieczeniowym i inwestycyjnym. Stanowi ona także szansę na rozwój w Polsce rynku hipotecznych listów zastawnych.

Nazywając rzeczy po imieniu, od lat mamy do czynienia z chaosem prawnym, z którym najwyższy czas skończyć. *Vestigia terrent!* Nie stąpajmy po śladach, które odstrasza, bo nigdy z tego nie wyjdziemy. Pamiętajmy, że nade wszystko liczy się czas.

Ewa Kulinska-Sadłocha*

ORCID: 0000-0002-8183-6111

Ewa.kulinska@uni.lodz.pl

Rating Investor Relations EKF – indeks relacji inwestorskich banków proponowany przez Europejski Kongres Finansowy

Streszczenie

Opracowanie dotyczy koncepcji i pierwszych wyników Ratingu Investor Relations EKF (RIR EKF), nowego indeksu oceniającego jakość komunikacji banków z rynkiem. RIR EKF ma ograniczyć lukę między szerokimi wskaźnikami ładu korporacyjnego a potrzebą systematycznej oceny efektywności relacji inwestorskich, szczególnie istotnych w sektorze bankowym. Indeks obejmuje sześć obszarów: zawartość serwisu IR, *sustainability*/ESG, aspekty techniczne, komunikację *online*, jakość ujawnień oraz nagrody branżowe. Skala ocen nawiązuje do ratingów kredytowych (AAA–D). W badaniu pilotażowym z 2025 r. oceniono 20 banków z Polski, Europy Zachodniej i CEE. Krajowe banki uzyskały wyniki zbliżone do instytucji zachodnich, przewyższając banki regionu CEE, zwłaszcza w obszarze ESG. Projekt wymaga dopracowania metodologii i transparentności, ale ma potencjał stać się benchmarkiem jakości relacji inwestorskich i narzędziem ograniczania ryzyka informacyjnego.

Słowa kluczowe: indeks, ład korporacyjny, relacje inwestorskie, sektor bankowy

Kody JEL: G21, G28, I15, O16

EKF Investor Relations Rating – an index of bank investor relations proposed by the European Financial Congress

Abstract

This paper discusses the concept and initial results of the EKF Investor Relations Rating (RIR EKF), a new index assessing the quality of banks' communications with the market. The RIR EKF aims to narrow the gap between broad corporate governance indicators and the need for systematic assessment of investor relations effectiveness, especially important in the

* Ewa Kulińska-Sadłocha – dr, Uniwersytet Łódzki, Instytut Finansów.

banking sector. The index covers six areas: IR website content, sustainability/ESG, technical aspects, online communication, quality of disclosures, and industry awards. Its scale follows credit ratings (AAA–D). In a 2025 pilot study, 20 banks from Poland, Western Europe, and CEE were assessed. Domestic banks achieved results comparable to Western institutions and outperformed CEE peers, particularly in ESG. Although the project requires further methodological refinement and greater transparency, it holds the potential to become a benchmark for investor relations quality and a tool for mitigating information risk.

Keywords: banking sector, corporate governance, index, investor relations

JEL Codes: G21, G28, I15, O16

Wstęp

Relacje inwestorskie – zgodnie z definicją National Investor Relations Institute – to strategiczna odpowiedzialność zarządzających, która integruje finanse, komunikację, marketing i zgodność z prawem papierów wartościowych, aby umożliwić skuteczną komunikację pomiędzy spółką, społecznością finansową i innymi interesariuszami, co w rezultacie przyczynia się do uczciwej wyceny papierów wartościowych przez rynek¹. W praktyce oznacza to rzetelne i zrozumiałe prezentowanie informacji o spółce, przejrzystą komunikację z inwestorami (obecnymi i potencjalnymi) oraz aktywną obecność na rynku kapitałowym: publikację raportów, konferencje wynikowe, spotkania z inwestorami, a także nowoczesne serwisy internetowe poświęcone informacjom inwestorskim.

W literaturze wskazuje się, że dobre praktyki ładu korporacyjnego wiążą się z niższym ryzykiem niewypłacalności i lepszą efektywnością spółek, chociaż siła tych zależności bywa zróżnicowana, w zależności od kraju i stosowanych wskaźników (Satrio 2022; Black i in. 2017). Transparentność w relacjach spółki z rynkiem jest fundamentem zaufania oraz kluczowym elementem świadomego podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Mimo że istnieje wiele inicjatyw oceniających relacje inwestorskie jako element *corporate governance*, to brakuje wskaźników syntetycznie mierzących efektywność komunikacji spółek z rynkiem. Szczególnie dotyczy to sektora bankowego, w którym relacje inwestorskie – rozumiane jako systematyczne ujawnianie informacji i przekładanie złożonych kwestii ryzyka na zrozumiałe komunikaty – pozostają jednym z najsłabiej ustandaryzowanych obszarów ładu korporacyjnego. Wydane po 2008 roku² rekomendacje wskazywały m.in. na słabości ładu korporacyjnego

¹ Investor relations is a strategic management responsibility that integrates finance, communication, marketing and securities law compliance to enable the most effective two-way communication between a company, the financial community, and other constituencies, which ultimately contributes to a company's securities achieving fair valuation. NIRI, <https://www.niri.org/about-niri/who-we-are/> (dostęp 20.09.2025).

² Kryzys finansowy z 2008 r. ujawnił słabości ładu korporacyjnego – w tym mechanizmy nadzorcze i komunikacyjne – które przyczyniły się do upadku i bankructwa wielu dużych banków (np. Lehman Brothers, Washington Mutual Bank, Glitnir, Landsbanki). W odpowiedzi instytucje międzynarodowe

w bankach – w tym nieefektywne procesy nadzorcze i komunikacyjne. Prowadzone badania łączyły dobre praktyki z niższym ryzykiem niewypłacalności, wyższą wydajnością i lepszymi wynikami (El-Abiad i in. 2023). Chociaż te zależności nie zawsze mają charakter liniowy w krótkim okresie, to właśnie kanał informacyjny – w którym wskaźnik relacji inwestorskich (IR) odgrywa kluczową rolę – decyduje o tym, czy podmioty na rynku rozumieją ryzyka banku i wierzą w jego strategię.

1. Indeksy *corporate governance* i inicjatywy w zakresie relacji inwestorskich

Historia budowy ogólnych indeksów *corporate governance* (CG) jest stosunkowo krótka. Indeksy, ratingi i rankingi CG rozwinęły się po kryzysach zaufania korporacyjnego na początku XXI wieku (afery Enronu, WorldComu), a następnie zyskały na znaczeniu po globalnym kryzysie finansowym 2008 roku. Indeksy Corporate Governance – obejmujące w dużej mierze kwestie jakościowe i subiektywne, co utrudnia obiektywny pomiar oraz ich porównanie – tworzone są głównie przez akademików, niezależne organizacje branżowe lub też niezależnych analityków (Gruszczyński 2014, s. 343–352). Wśród nich można wymienić:

- G – indeks (Gompers, Ishii i Metrick) – składający się z 24 równoważonych elementów związanych z mechanizmami ochrony przed przejęciami; wskazujący powiązania z wynikami i wyceną spółek, choć krytykowany za dobór składowych i interpretację (Gompers i in. 2001);
- American Corporate Governance Index (ACGI) – jedyny indeks dostarczający informacji o tym, jak amerykańskie spółki giełdowe radzą sobie w kluczowych obszarach, zgodnie z zasadami ładu korporacyjnego (Guiding Principles of Corporate Governance) (Neel Corporate Governance Center, *American Corporate...*);
- SAHA Corporate Governance Rating – rozbudowany ranking obejmujący ok. 330 podkryteriów; stosujący własną metodologię oceny z wagami dla poszczególnych sekcji oraz dla kryteriów w nich zawartych, z uwzględnieniem kryteriów opcjonalnych (SAHA, <https://saharating.com...>);
- Corporate Governance Perception Index (CGPI) – wskaźnik oparty na percepcji interesariuszy; zestawiony z miarami efektywności spółek (ROE, ROA) i wyceną spółki (CGPI, <https://iicg.org...>).

Słabością badań i praktyki przez długi okres był brak transparentnych wskaźników Corporate Governance dla banków. W 2023 r. zaproponowano nowy międzynarodowy indeks ładu korporacyjnego dla sektora bankowego – GIB.X62. Indeks został oparty na 62 kryteriach pogrupowanych w 7 obszarach wewnętrznych (zarząd, audyt wewnętrzny, wynagrodzenia, zarządzanie ryzykiem, nominacje, zgodność z przepisami i etyka, transparentność i ujawnianie informacji). Wcześniej, w 2021 r. indeks ten był testowany w różnych bankach z 7 krajów (Stany Zjednoczone, Fran-

(Komitet Bazylejski, Komisja Europejska, MFW, OECD) zarekomendowały przegląd i wzmocnienie mechanizmów *governance*, monitoringu oraz transparentności w sektorze finansowym.

cja, Hiszpania, Włochy, Liban, Egipt i Jordania). Dane pozyskano z raportów rocznych, stron internetowych i uzupełniających odpowiedzi e-mailowych (El-Abiad i in. 2023).

W Polsce nie występuje jeden powszechnie uznany indeks w zakresie ładu korporacyjnego. Przez wiele lat funkcję tę pełnił Respect Index, który był pierwszym w Europie Środkowo-Wschodniej indeksem spółek odpowiedzialnych społecznie. Indeks ten obejmował spółki notowane na GPW, które wyróżniały się w zakresie ładu korporacyjnego, ładu informacyjnego oraz relacji z inwestorami³. Po dziesięciu latach funkcjonowania Respect Index został zastąpiony przez indeks WIG-ESG, którego publikację GPW rozpoczęła 3 września 2019 roku (GPW Benchmark, <https://gpwbenchmark.pl...>). Indeks ten oparty jest na raportach Sustainalytics⁴, a jego celem jest promowanie spółek spełniających najwyższe standardy w zakresie środowiskowym, społecznym oraz ładu korporacyjnego (ESG).

Indeksy z tego obszaru problemowego najczęściej koncentrują się na szeroko rozumianym *governance*, a rzadko na praktykach komunikacyjnych. Na świecie w zakresie relacji inwestorskich najczęściej spotyka się nagrody lub rankingi branżowe, które elastycznie oceniają jakość komunikacji i pozwalają wyróżnić najlepsze praktyk, np.:

- IR Magazine Awards (Global) – międzynarodowe nagrody przyznawane spółkom za wybitne osiągnięcia w dziedzinie relacji inwestorskich; kryteria oceny: jakość komunikacji z inwestorami, przejrzystość informacji, innowacyjność w działaniach IR; choć nie jest to indeks w tradycyjnym sensie, nagrody te wyróżniają spółki o najwyższych standardach w relacjach z inwestorami (IR Magazine 2024);
- Deutschen Investor Relations Preis – nagroda docenia wybitne osiągnięcia w zakresie relacji inwestorskich w Niemczech w siedmiu kategoriach; przyznawana jest na podstawie corocznego badania Extel, które odbywa się regularnie wiosną (DIRK, <https://www.dirk.org...>);
- Investor Relations Society Best Practice Awards (Wielka Brytania) – coroczne nagrody przyznawane przez brytyjskie stowarzyszenie IR Society za najlepsze praktyki w relacjach inwestorskich; kryteria oceny: efektywność komunikacji, jakość raportów rocznych, innowacyjność w angażowaniu inwestorów; nagrody promują doskonałość w relacjach inwestorskich na rynku brytyjskim (IR Society, <https://irsocietyawards.org.uk>);

³ RESPECT Index był unikatowym na polskim rynku kapitałowym indeksem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), który był publikowany od 19 listopada 2009 r. do 1 stycznia 2020 r. Trafiały do niego firmy, które przechodziły trzystopniową weryfikację prowadzoną przez GPW i Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, prowadzące w nienaganny sposób komunikację z rynkiem poprzez raporty bieżące i okresowe oraz swoje strony internetowe. GPW, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107753&title=Nowy+skład+RESPECT+Index (dostęp 15.09.2025).

⁴ Metodologia Sustainalytics opiera się na mierzeniu ekspozycji danej branży na specyficzne ryzyka związane z kryteriami ESG. Ocenie podlega także sposób, w jaki dany podmiot zarządza ryzykami ESG. Czynniki ryzyka są wyznaczane na podstawie analizy 20 czynników specyficznych dla każdej branży. Podstawą oceny jest analiza informacji umieszczonych na stronach internetowych spółek, ich raportów rocznych, raportów zawierających dane niefinansowe, a także dane przekazane bezpośrednio przez spółki. Sustainalytics prowadzi ciągły monitoring, a raz na rok przeprowadza szczegółową analizę.

- Best Practice Investor Relations Awards – nagrody przyznawane spółkom w regionie Azji i Pacyfiku za wybitne osiągnięcia w dziedzinie relacji inwestorskich; kryteria oceny: przejrzystość, dostępność informacji, proaktywne podejście do komunikacji z inwestorami; nagrody zachęcają spółki w regionie do podnoszenia standardów w relacjach z inwestorami (AIRA, <https://www.australasianir.com.au...>).

W Polsce rankingi tworzone są przez czasopisma oraz organizacje biznesowe i tylko częściowo odnoszą się do relacji inwestorskich. Zazwyczaj obejmują szerszy zakres zagadnień związanych z zarządzaniem spółką i jej funkcjonowaniem na rynku. Do najpopularniejszych można zaliczyć (EKF 2025b):

- Giełdowa Spółka Roku – prestiżowy ranking organizowany przez dziennik „Puls Biznesu”, oceniający spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie; ranking tworzony na podstawie ocen około 100 analityków i zarządzających funduszami, którzy oceniają spółki w pięciu kategoriach: kompetencje zarządu, relacje z inwestorami, innowacyjność produktów i usług, perspektywy rozwoju oraz sukces roku; jest on cennym źródłem informacji dla inwestorów, wskazującym na spółki wyróżniające się na polskim rynku kapitałowym pod względem zarządzania, innowacyjności i relacji z inwestorami (GSR PB, *O rankingu*);
- Indeks Nastrojów Inwestorów (INI) prowadzony przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII), który mierzy sentyment polskich inwestorów indywidualnych wobec rynku giełdowego; badanie to jest przeprowadzane co tydzień i polega na pytaniu inwestorów o ich przewidywania dotyczące trendu na giełdzie w ciągu najbliższych sześciu miesięcy: wzrostowego, bocznego czy spadkowego; wyniki są publikowane na stronie SII i stanowią cenne źródło informacji o nastrojach na rynku; dzięki regularnym badaniom INI, inwestorzy mogą śledzić zmiany nastrojów na rynku, co może być pomocne w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych⁵.

I chociaż powyższe inicjatywy to nie indeksy giełdowe w ścisłym tego słowa znaczeniu, odgrywają one podobną rolę: promują przejrzystość, wyznaczają standardy i tworzą wzorce. Przy czym sektor bankowy wymaga szczególnej uwagi ze względu na systemowy charakter informacji o ryzyku, płynności i adekwatności kapitałowej.

⁵ Indeks Nastrojów Inwestorów SII wykorzystywany jest jako wskaźnik sentymentu wśród polskich inwestorów, może być też traktowany jako wskaźnik kontrariański. Zestawiany bywa zarówno z indeksem szerokiego rynku WIG, jak i sWIG80, w którym dominują mniejsi inwestorzy. Wskaźnik ten stanowi polski odpowiednik AAI – Investor Sentiment Survey – oceniającego nastroje inwestorów, tworzony przez American Association of Individual Investors. Indeks Nastrojów Inwestorów SII opiera się na opiniach inwestorów giełdowych, którzy dzielą się swoimi odczuciami wobec sytuacji na rynku. To wypadkowa wielu subiektywnych opinii, która może pomóc w określeniu rynkowych trendów w najbliższym czasie. Wyniki INI są publikowane w ogólnopolskich mediach (w tym w depeszach Polskiej Agencji Prasowej) i stanowią ciekawe źródło informacji o rynkowych nastrojach dla analityków i samych inwestorów. SII, <https://www.sii.org.pl/3438/analizy/nastroje-inwestorow.html> (dostęp 15.09.2025).

2. Charakterystyka zakresu merytorycznego Indeksu Relacji Inwestorskich Banków EKF

Celem projektu zainicjowanego w ramach Europejskiego Kongresu Finansowego (EKF) było opracowanie narzędzia klasyfikacyjnego oceniającego jakość relacji inwestorskich banków i przyznającego im odpowiedni rating, nazywany Rating Investor Relations (RIR). I chociaż na świecie funkcjonuje kilka grup indeksów i ratingów, które w różnym stopniu dotyczą zagadnień komunikacji z rynkiem, to żaden z nich nie mierzy wprost jakości i efektywności relacji inwestorskich w sektorze bankowym. Oprócz promowania i premiowania jak największej transparentności, projekt ma podnieść jakość udostępnianych informacji i wyznaczyć standardy wykraczające poza minimum wymagane przepisami prawa.

Badania dotyczące zainteresowania inwestorów indeksem relacji inwestorskich potwierdziły szczególnie zainteresowanie w środowiskach, gdzie dostęp do rzetelnych i transparentnych informacji o spółkach giełdowych odgrywa kluczową rolę w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Poziom zainteresowania różni się w zależności od grup inwestorów i specyfiki rynku i jest związany z takimi czynnikami, jak (EKF 2025b):

- transparentność i zaufanie: indeksy pomagają ocenić, które spółki są najbardziej transparentne i otwarte w komunikacji z inwestorami; cenią oni firmy, które dbają o klarowność swoich raportów i udostępniają łatwo dostępne dane finansowe;
- ryzyko inwestycyjne: inwestorzy postrzegają dobrze rozwinięte relacje inwestorskie jako element minimalizujący ryzyko inwestycyjne; spółki, które otwarcie komunikują swoje działania, rzadziej generują niespodziewane negatywne wydarzenia;
- typ inwestora: inwestorzy indywidualni są bardziej zależni od jakości informacji dostarczanych przez spółki, ponieważ często mają ograniczony dostęp do zaawansowanych narzędzi analitycznych; natomiast inwestorzy instytucjonalni mogą wykorzystywać indeksy jako dodatkowe narzędzie do oceny spółek, choć zazwyczaj korzystają z własnych analiz;
- społeczna odpowiedzialność biznesu (ESG): zainteresowanie indeksami relacji inwestorskich rośnie wraz z popularnością inwestowania opartego na kryteriach ESG.

Proponowany przez EKF indeks koncentruje się na efektywności relacji inwestorskich – czyli zdolności banków do jasnego przedstawiania strategii i ryzyka w sposób spójny, zrozumiały i użyteczny dla inwestorów oraz innych interesariuszy. W odróżnieniu od ratingów ogólnych ładu korporacyjnego, które agregują spektrum różnych obszarów, skupia się on na tym, co bezpośrednio kształtuje decyzje inwestorów, tj. na informacji i interakcji (efektywności komunikacji z rynkiem). Ocenie podlega 6 obszarów: zawartość strony internetowej, sustainability/ESG, aspekty techniczne serwisu IR, komunikacja *online*, jakość i głębokość ujawnień, nagrody branżowe (tabela 1).

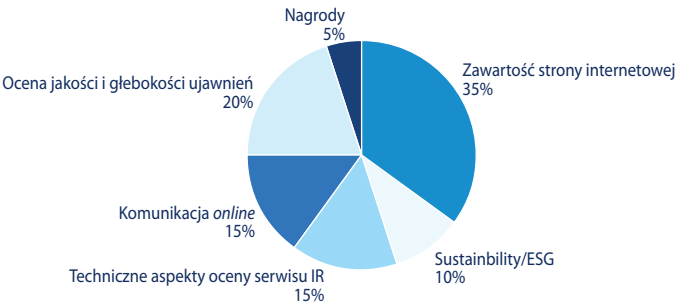
Tabela 1. Syntetyczne zestawienie kryteriów oceny

Obszar	Zakres oceny
1. Zawartość strony internetowej	38 pozycji w obszarach: Corporate Governance Raportowanie finansowe Akcjonariat i polityka kapitałowa WZA Multimedia Pokrycie analityków
2. Sustainability/ESG	Strategia Raportowanie Cele
3. Techniczne aspekty oceny serwisu RI	Bezpieczeństwo serwisu Nawigacja i mobilność Design i estetyka Innowacyjność rozwiązań
4. Komunikacja online	Komunikacja mailowa (ukryty inwestor) Wielokanałowy dialog z inwestorami
5. Ocena jakości i głębokości ujawnień	Dostępność Terminowość Głębia informacji finansowych Ujawnienia pozafinansowe Materiały dodatkowe
6. Nagrody branżowe	Krajowe Międzynarodowe

Źródło: opracowanie na podstawie: EKF 2025a.

Udział poszczególnych kryteriów w indeksie jest zróżnicowany i wynosi od 5% (kryterium nagrody) do 35% (kryterium zawartość strony internetowej) (rysunek 1).

Rysunek 1. Struktura indeksu



Źródło: opracowanie na podstawie: EKF 2025a.

Skala ocen nawiązuje do ratingów kredytowych – od AAA (bardzo dobre) – do D (niebudzące zaufania) (tabela 2).

Tabela 2. Skala ratingowa

Ocena	Opis	Wynik
AAA	bardzo dobre	wynik powyżej 90
AA	bardzo dobre z zastrzeżeniami	wynik powyżej 85 i poniżej lub równy 90
A	dobre	wynik powyżej 80 i poniżej lub równy 85
BBB	dobre z zastrzeżeniami	wynik powyżej 75 i poniżej lub równy 80
BB	poprawne	wynik powyżej 70 i poniżej lub równy 75
B	poprawne z zastrzeżeniami	wynik powyżej 65 i poniżej lub równy 70
CCC	dostateczne	wynik powyżej 60 i poniżej lub równy 65
CC	dostateczne z zastrzeżeniami	wynik powyżej 55 i poniżej lub równy 60
C	bardzo słabe	wynik powyżej 50 i poniżej lub równy 55
D	niebudzące zaufania	wynik poniżej lub równy 50

Źródło: opracowanie na podstawie: EKF 2025a.

W projekcie przyjęto coroczną publikację rankingu oraz raportów indywidualnych dla instytucji (z mapą luk i rekomendacjami). W odróżnieniu od ogólnych ratingów ładu korporacyjnego, które są mało przejrzyste, proponowany indeks ma bardziej praktyczne podejście. Skupia się on na działaniach i efektach relacji inwestorskich, ukazuje, gdzie brakuje informacji lub kontaktu z rynkiem i wykorzystuje ogólnodostępne dane i wskaźniki, które interesariusze czy zespoły ds. relacji inwestorskich mogą szybko wykorzystać w codziennej pracy. Indeks ten w zasadzie ma większe znaczenie dla samych spółek (benchmark, presja na poprawę komunikacji), mniejsze zaś dla inwestorów instytucjonalnych, którzy prowadzą własne analizy.

3. Wyniki pierwszego badania empirycznego RIR EKF

Badanie zostało przeprowadzone w maju 2025 roku i obejmowało dwadzieścia banków: pięć z Polski, pięć z Europy Środkowo-Wschodniej oraz dziesięć z Europy Zachodniej (tabela 3)⁶.

⁶ Wyniki projektu zrealizowanego przez zespół analityków EKF we współpracy z praktykami rynku kapitałowego, a dotyczącego badania i oceny ratingowej relacji inwestorskich banków, zaprezentowano podczas XV Europejskiego Kongresu Finansowego (EKF) odbywającego się w Sopocie w dniach 2–4 czerwca 2025 r. Gospodarzem panelu była Akademia Corporate Governance przy EKF (ACG),

Tabela 3. Grupa banków podlegająca badaniu

Nazwa banku	Kraj pochodzenia banku
Kraje Europy Środkowo-Wschodniej	
1. Komerční Banka	Czechy
2. OTB Bank	Węgry
3. Moneta Money Bank	Czechy
4. Nova Ljubljanska Banka (NLB)	Słowenia
5. Banca Transilvania	Rumunia
Kraje Europy Zachodniej	
6. Deutsche Bank	Niemcy
7. Nordea	Finlandia (Norwegia, Szwecja, Dania)
8. Raiffeisen Bank International	Austria
9. Erste Group Bank	Austria
10. Société Générale	Francja
11. KBC Group	Belgia
12. Commerzbank	Niemcy
13. BNP Paribas	Francja
14. Credit Agricole	Francja
15. UniCredit	Włochy
Polska	
	16. ING Bank Śląski
	17. mBank
	18. Santander Polska
	19. PKO BP
	20. Pekao

Źródło: opracowanie na podstawie: EKF 2025a.

Analizę przeprowadzono z perspektywy międzynarodowego inwestora, stosując około 90 kryteriów w sześciu kategoriach. Oceniano m.in.:

- zawartość stron internetowych – najobszerniejsza część, obejmująca 38 kryteriów (informacje o ładu korporacyjnym, raporty finansowe, polityka dywidendowa, materiały ze zgromadzeń, innowacyjne narzędzia multimedialne);
- problematykę ESG i zrównoważony rozwój – strategię, cele oraz ich raportowanie;
- aspekty techniczne serwisów IR – bezpieczeństwo, nawigacja, estetyka, innowacyjność, w tym wykorzystanie sztucznej inteligencji;

której celem jest podniesienie jakości zarządzania i nadzoru nad działalnością spółek kapitałowych w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem sektora finansowego. ACG działa pod patronatem honorowym Ministra Aktywów Państwowych, a jej partnerami biznesowymi są Bank Pekao SA, Orlen SA, PKO BP SA oraz PZU SA. ACG, <https://www.efcongress.com/acg/partnerzy/> (dostęp 20.09.2025).

- komunikację *online* (m.in. sesje Q&A, Capital Market Days), a także test „ukrytego inwestora”, polegający na wysłaniu zapytań mailowych i ocenie odpowiedzi banków;
- jakość i głębokość ujawnień – dostępność, terminowość oraz kompleksowość materiałów finansowych i pozafinansowych;
- nagrody i wyróżnienia – element symboliczny, mający mniejsze znaczenie w ocenie.

W efekcie powstało pionierskie porównawcze badanie relacji inwestorskich banków na polskim rynku kapitałowym, którego syntetycznym wynikiem są przyznane 20 bankom oceny ratingowe (tabela 4).

Tabela 4. Ratingi wg regionu

Nazwa banku	Punkty	Ocena	Region
1. Moneta Money Bank	81,45	A	Europa Środkowo-Wschodnia 70,43
2. Nova Ljubljanska Banka (NLB)	75,30	BBB	
3. Banca Transilvania	67,29	B	
4. OTB Bank	65,75	B	
5. Komerční Banka	62,35	CCC	
6. Nordea	88,04	AA	Europa Zachodnia 79,55
7. UniCredit	84,85	A	
8. BNP Paribas	84,19	A	
9. Erste Group Bank	82,22	A	
10. Commerzbank	81,56	A	
11. Deutsche Bank	78,16	BBB	
12. KBC Group	76,62	BBB	
13. Société Générale	75,74	BBB	
14. Credit Agricole	74,09	BB	
15. Raiffeisen Bank International	70,03	BB	
16. mBank	83,75	A	Polska 79,76
17. PKO BP	82,22	A	
18. ING Bank Śląski	81,45	A	
19. Santander Polska	76,29	BBB	
20. Pekao	75,08	BBB	

Źródło: opracowanie na podstawie: EKF 2025a.

Maksymalna liczba punktów możliwa do osiągnięcia wynosiła 100. Żaden bank z badanej grupy nie zbliżył się do tej wielkości – najwyższy wynik to 88,04 pkt. Najlepszy wynik osiągnął Nordea Bank, a najłabszy jeden z banków regionu CEE Komerční Banka (Czechy). Średnia dla grupy banków krajowych i z krajów Europy Zachodniej przekroczyła nieco 79,5 pkt, natomiast dla banków z Europy Środkowo-Wschodniej wynosiła 70,43 pkt. Najwyższe miejsca w rankingu zajęły duże banki Europy Zachodniej – Nordea, Unicredit i BNP Paribas. Krajowe banki uplasowały się niewiele niżej, wyraźnie dystansując instytucje z Europy Środkowo-Wschodniej. Szczególnie dobrze oceniono je w obszarze ESG, gdzie wyniki były porównywalne z zachodnimi konkurentami. Ta relatywnie niewielka różnica w wynikach między bankami w Polsce a instytucjami z Europy Zachodniej może wynikać z faktu, że wśród 5 analizowanych banków krajowych aż 3 działają w ramach międzynarodowych grup bankowych, a ich większościowymi udziałowcami są instytucje z Europy Zachodniej (ING Bank Śląski, mBank, Santander Polska). Sprzyja to ujednoliceniu standardów – także w obszarze relacji inwestorskich. Większe różnice odnotowano natomiast w komunikacji *online* oraz w aspektach technicznych serwisów IR. Główne statystyki opisowe wyników dla wszystkich analizowanych banków kształtowały się następująco:

- mediana: 77,39 pkt.
- średnia arytmetyczna: 77,32 pkt.
- wartość minimalna: 62,35 pkt.
- wartość maksymalna: 88,04 pkt.
- odchylenie standardowe: 6,87 pkt.
- rozstęp: 25,69 pkt.

Badanie pokazało, że banki w Polsce prezentują stosunkowo wysoki poziom relacji inwestorskich, porównywalny z bankami Europy Zachodniej, a wyraźnie przewyższający instytucje z innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Wnioski z badania są ogólnie pozytywne dla banków w Polsce, jednak wskazują również obszary wymagające dalszych usprawnień. W dwóch analizowanych grupach (banki krajowe oraz banki z Europy Zachodniej) wyniki wielu instytucji były do siebie zbliżone (na poziomie 80 pkt.), jednocześnie w całej analizowanej próbie rozpiętość wyników była znacząca, co może wynikać m.in. z błędów statystycznych, zbyt wąskich kryteriów lub nieoptymalnej kalibracji wag w modelu oceny. Takie słabości mogą utrudniać popularyzację indeksu i obniżać jego rangę w oczach potencjalnych interesariuszy, dlatego wymagałyby dopracowania, zwłaszcza w zakresie transparentności zasad klasyfikacji.

Pierwsze krytyczne uwagi dotyczące indeksu wskazał Wiesław Rozłucki⁷ pełniący funkcję recenzenta badania. Docenił on innowacyjność projektu, podkreślając, że to pierwsza taka inicjatywa w Polsce i, jeżeli udałoby się wypracować metodologię, która zostanie uznana za wiarygodną i powtarzalną, indeks może stać się punktem odniesienia także poza Polską. Jego uwagi krytyczne dotyczyły głównie:

⁷ Wiesław Rozłucki – polski ekonomista, dr h.c. Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, współzałożyciel Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz pierwszy prezes jej zarządu (1991–2006).

- ESG – braku zróżnicowania wyników w tej kategorii, co rodzi pytanie o jej realną wartość w ocenie;
- wpływu na wycenę – wątpliwość, czy ranking IR, będąc jednym z wielu czynników kształtujących wycenę, będzie miał wpływ na giełdową wartość banków;
- ryzyka manipulacji w przyszłości – znajomość kryteriów może skłaniać banki do działań ukierunkowanych na poprawę wyniku punktowego, zamiast na trwałe podniesienie jakości relacji inwestorskich;
- małych różnic punktowych w przypadku analizowanych banków krajowych i banków z Europy Zachodniej (większość instytucji uzyskała zbliżone oceny, co utrudnia ich uszeregowanie czy wyróżnienie liderów) – rodzi się pytanie, czy niewielkie poprawy (np. o 1 pkt) mają znaczenie praktyczne.

Autorzy badania podkreślili, że zbieżność ocen ESG wynika z powszechnego wdrożenia podstawowych standardów w tym obszarze. Zaznaczyli również, że nawet jeśli trudno statystycznie udowodnić wpływ relacji inwestorskich na wyceny, to słaba komunikacja może powodować gwałtowne spadki kursów banków w sytuacjach kryzysowych. Dlatego celem ratingu jest przede wszystkim redukcja ryzyka informacyjnego i poprawa jakości komunikacji. Natomiast ryzyku manipulacji przeciwdziałają komponenty jakościowe oraz test ukrytego inwestora. Chociaż metodologicznie i praktycznie są pewne ograniczenia, zaproponowany rating może być impulsem do dalszej poprawy jakości komunikacji z inwestorami.

Podsumowanie

Odpowiednio skonstruowany indeks relacji inwestorskich powinien łączyć globalną porównywalność z lokalną specyfiką, być oparty na transparentnych kryteriach, a także uwzględniać zarówno ilościowe, jak i jakościowe aspekty komunikacji (Black i in. 2017). Proponowany przez EKF indeks relacji inwestorskich banków ma potencjał, by stać się wartościową inicjatywą dla rynku. Jednak na obecnym etapie projekt wymaga dalszego rozwoju – zarówno w warstwie metodologicznej, empirycznej, jak i komunikacyjnej – aby w pełni wykorzystać jego możliwości. W celu wzmocnienia wiarygodności i zwiększenia oddziaływania wskaźnika warto rozważyć: upublicznienie pełnej metodologii, powołanie niezależnej rady eksperckiej składającej się z ekspertów rynkowych, stopniowe rozszerzanie zakresu analiz (docelowo również poza sektor bankowy), cykliczność publikacji nastawionej na otwartą debatę z szerokim gronem interesariuszy. Taki kierunek może pomóc przełożyć ideę indeksu na trwały, praktyczny standard rynkowy. Obecnie jednak brakuje formalnej struktury (współpracy instytucjonalnej), która pozwoliłaby na systematyczną ewaluację i rozwój indeksu. Bez tego indeks pozostanie wewnętrznym projektem wąskiej grupy, pozbawionym szerszego odbioru społecznego i rynkowego. Dobrze zaprojektowany indeks może stać się narzędziem selekcyjnym dla inwestorów i analityków, benchmarkiem dla banków, a także impulsem rynkowym dla regulatorów i giełd, by wspierając promowanie standardów najlepszych prak-

tyk bez dodatkowych formalnych obciążeń. Jednak jego globalna standaryzacja może być utrudniona ze względu na różnorodność praktyk i uwarunkowań rynkowych (np. niski udział inwestorów indywidualnych w rynku), a także odmienności kulturowych, językowych oraz wymogów regulacyjnych.

Bibliografia

ACG, <https://www.efcongress.com/acg/partnerzy/> (dostęp 20.09.2025).

AIRA, <https://www.australasianir.com.au/Public/Public/Resources/Articles/2025-IR-Awards-Winners.aspx> (dostęp 17.09.2025).

Black B., Gledson de Carvalho A., Khanna V., Kim W., Yurtoglu B. (2017), *Corporate Governance Indices and Construct Validity*, Finance Working Paper N° 483/2016, <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/10/17/corporate-governance-indices-and-construct-validity/> (dostęp 10.08.2025).

CGPI, <https://iicg.org/wp/main-page/> (dostęp 18.09.2025).

DIRK, <https://www.dirk.org/veranstaltungen/dirk-konferenz/deutscher-investor-relation-s-preis/> (dostęp 17.09.2025).

EKF (2025a), *Badanie i ocena ratingowa EKF. Investor Relations banków*, Akademia Corporate Governance przy EKF, https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2025/06/ACG-Investor-Relations-2025_FIN.pdf (dostęp 30.08.2025).

EKF (2025b), *Syntetyczna charakterystyka projektu „Investor Relations (IR) wybranych banków Unii Europejskiej”*, https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2025/03/Syntetyczna-charakterystyka-projektu_IR-inwestorskich-bankow-UE_25-03-2025.pdf (dostęp 30.08.2025).

El-Abiad Z., Braendle U., El-Chaarani H. (2023), *Formulation of a corporate governance index for banking sector: The GIB.X62*, Helyion, vol. 9, Issue 4, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S240584402302460X> (dostęp 10.09.2025).

Gompers P., Ishii J.L., Metrick A. (2001), *Corporate Governance and Equity Prices*, Neber Working Paper N° 8449, https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8449/w8449.pdf (dostęp 21.08.2025).

GSR.PB, *O rankingu*, <https://gsr.pb.pl/#s-o-konkursie> (dostęp 17.09.2025).

GPW, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107753&title=Nowy+skład+RESPECT+Index (dostęp 15.09.2025).

GPW Benchmark, <https://gpwbenchmark.pl/karta-indeksu?isin=PL9999998955#Messages> (dostęp 15.09.2025).

Gruszczyński M. (2014), *Indeksy nadzoru korporacyjnego w mikroekonometrii finansowej*, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, Szczecin.

IR Magazine, *About the awards*, <https://events.irmagazine.com/usawards2024/#:~:text=The%20IR%20Magazine%20Awards%20-%20US%202024%20will,in%20the%20investor%20relations%20profession%20across%20the%20US> (dostęp 17.09.2025).

IR Society, <https://irsocietyawards.org.uk> (dostęp 17.09.2025).

Neel Corporate Governance Center (2021), *American Corporate Governance Index*, Corporate Governance Center, <https://haslam.utk.edu/neelcgc/acgi/#:~:text=In%202018%2C%20the%20Institute%20of%20Internal%20Auditors%20and,among%20publicly%20held%20companies%20in%20the%20United%20States> (dostęp 18.09.2025).

SAHA, <https://saharating.com/en/corporate-governance-ratings/#> (dostęp 18.09.2025).

NIRI, <https://www.niri.org/about-niri/who-we-are/> (dostęp 20.09.2025).

Satrio A.B. (2022), *Corporate Governance Perception Index and Firm Performance in Indonesia*, Media Ekonomi dan Manajemen, vol 37, Issue 2, https://www.researchgate.net/publication/361839575_Corporate_Governance_Perception_Index_and_Firm_Performance_in_Indonesia (dostęp 10.08.2025).

SII, <https://www.sii.org.pl/3438/analizy/nastroje-inwestorow.html> (dostęp 15.09.2025).