

Aleksandra Jurkowska

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Instytucje ważne systemowo i ryzyko systemowe. Propozycje nowych rozwiązań regulacyjnych w sektorze finansowym

1. Wprowadzenie

Kryzys, który rozpoczął się pod koniec 2007 r. na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych, szybko rozprzestrzenił się na sferę realną, osiągając globalny wymiar. Choć w 2010 r. w gospodarce światowej pojawiły się pewne oznaki ożywienia, załamanie na rynkach finansowych obnażyło błędy w polityce regulacyjnej i wpłynęło na zmianę podejścia do kwestii stabilności finansowej. Więcej uwagi zaczęto poświęcać ryzyku systemowemu oraz prawnym aspektom funkcjonowania instytucji, które ze względu na zasięg terytorialny oraz skalę działania mogą przyczynić się do wystąpienia „efektu zarażania” w wymiarze globalnym. Celem artykułu jest próba zdefiniowania ryzyka systemowego i instytucji ważnych systemowo poprzez określenie ich cech charakterystycznych oraz zasad funkcjonowania na mocy obowiązujących i proponowanych regulacji. W artykule przeanalizowano głównie regulacje prawne krajów Unii Europejskiej i USA oraz podstawowe propozycje Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF) i Rady Stabilności Finansowej (Financial Stability Board – FSB) dotyczące przyszłych działań w zakresie kryteriów identyfikacji instytucji ważnych systemowo oraz obejmujących je procedur upadłościowych.

2. Pojęcia ryzyka systemowego i instytucji ważnych systemowo

Zdaniem K. Jajugi „główną cechą kryzysów finansowych ostatnich lat, a zwłaszcza obecnego, jest to, że podstawowym rodzajem ryzyka, jakie w nich występuje, jest ryzyko systemowe”¹.

W literaturze przedmiotu ryzyko systemowe rozpatrywane jest w ujęciu makro- i mikroekonomicznym. „Zgodnie z koncepcją makro ryzyko systemowe definiowane jest jako nagle, nieprzewidziane zdarzenie, które może załamać system finansowy w takim stopniu, że aktywność gospodarcza na szeroką skalę zostanie zagrożona”². W ujęciu mikro „ryzyko systemowe to niebezpieczeństwo, iż niezdolność jednego z uczestników rynku (biorącego udział w systemie płatności) do wywiązania się ze zobowiązań spowoduje niezdolność do wywiązania się ze zobowiązań przez innych uczestników rynku (i systemu płatności). W wyniku reakcji łańcuchowej (*chain reaction*) może to prowadzić do poważnych zakłóceń w funkcjonowaniu systemu finansowego danego kraju. W rezultacie problemy w systemie płatności mogą spowodować znaczne problemy z płynnością i zagrożić stabilności rynków finansowych oraz zaufaniu do nich. W tym rozumieniu ryzyko systemowe należy traktować jako typowe i istotne jedynie dla banków, w mniejszym zaś stopniu dla firm inwestycyjnych, a w najmniejszym dla zakładów ubezpieczeń”³.

Wzrost znaczenia ryzyka systemowego we współczesnej gospodarce światowej przypisuje się nieformalnej akceptacji doktryny *too big to fail* (TBTF) oraz postępującemu zjawisku finansjalizacji (finansyzacji), które polega na „wykorzystaniu możliwości oderwania obrotu pieniądzem w jego wielorakich współczesnych postaciach, od obrotu dobrami materialnymi i usługami i uczynienia zeń niezależnego przedmiotu transakcji gospodarczych”⁴.

Jakakolwiek forma gwarancji rządowych (czy to w postaci systemu gwarantowania depozytów, czy pomocy udzielanej upadającym podmiotom) sprzyja hazardowi moralnemu, gdyż objęte nimi instytucje odnoszą korzyści do momentu, gdy koszty marginalne z tytułu generowania ryzyka systemowego nie przekraczają marginalnych korzyści z tytułu podejmowanych operacji⁵.

¹ K. Jajuga, *Czy banki będą lepiej zarządzać ryzykiem?*, www.obserwatorfinansowy.pl (25.01.2010).

² A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer, Warszawa 2008, s. 179–180.

³ *Ibidem*.

⁴ A. Eckhardt, K. Eckhardt, *Demokratyczna koncepcja bankowości – wybrane problemy krytyki z pozycji doktryny konserwatywnej i empirii ekonomicznej* [w:] *Państwo – koncepcje, zadania*, Wrocławskie Studia Erazmiańskie, z. II, Uniwersytet Wrocławski, Wrocław 2008.

⁵ *Navigating the Financial Challenges Ahead. Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund, October 2009, s. 43.

Efektom finansjalizacji jest m.in. „rosnąca rola motywacji finansowych, rynków finansowych, instrumentów finansowych i instytucji finansowych w funkcjonowaniu krajowych i międzynarodowych gospodarek”⁶. Zgodnie z raportem McKinsey Global Institute, w ciągu pierwszych ośmiu dekad XX w. stopa wzrostu aktywów finansowych w gospodarce światowej była mniej więcej równa stopie wzrostu ogólnego PKB (z wyjątkiem okresu II wojny światowej, w czasie której konieczność finansowania działań zbrojnych przyczyniła się do emisji rządowych dłużnych papierów wartościowych). Przełom dokonał się w latach 80. w rezultacie zwiększonego zainteresowania przedsiębiorstw i banków finansowaniem za pośrednictwem rynków kapitałowych. W końcu 2007 r. wartość aktywów finansowych w ekonomii globalnej osiągnęła 194 bln dolarów (343% światowego PKB), co stanowiło najwyższy poziom w historii. W następstwie załamania rynków finansowych wartość ta spadła do 178 bln dolarów (293% światowego PKB) według stanu na koniec 2008 r. (por. rys. 1 i tabela 1)⁷.

Tak gwałtowne zmiany nie mogłyby się dokonać w sferze realnej. M.A. Bieszki do czynników determinujących skalę i szybkość wzrostu aktywów finansowych zalicza⁸:

- odejście w grupach finansowych objętych doktryną TBTF od tradycyjnego modelu *originate and hold* i przejście do modelu *originate and distribute*,
- rozwój pochodnych instrumentów finansowych opartych na mnożniku zabezpieczeń hipotecznych (*mortgage backed securities* – MBS),
- innowacje antyregulacyjne, które pozwoliły na zwiększenie dźwigni finansowej przy zachowaniu odpowiednich współczynników adekwatności kapitałowej.

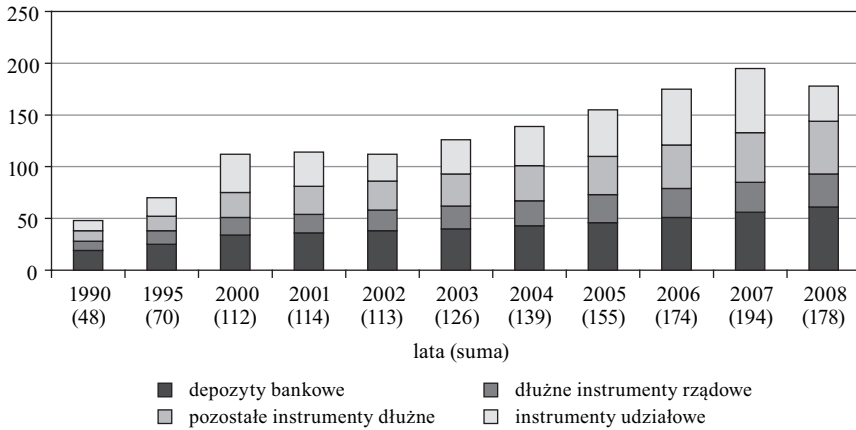
W konsekwencji opisanych powyżej procesów, aktywa największych finansowych korporacji międzynarodowych znacznie przekroczyły potencjał gospodarczy najbogatszych państwa świata (por. tabela 2), wpisując ryzyko systemowe w zespół cech właściwych współczesnym systemom finansowym. Coraz częściej, nawet w oficjalnych publikacjach ekonomicznych, można spotkać się ze stanowiskiem, że wiele filii powstało jedynie dla arbitrażu regulacyjnego i podatkowego, a stopień złożoności struktur holdingów, w ramach których funkcjonują, utrudnia ich efektywną kontrolę.

Czy zatem wielkość i międzynarodowy charakter instytucji świadczącej usługi finansowe to cechy wystarczające, czy konieczne, by uznać ją za instytucję ważną systemowo (*systemically important institution*), czy też zjawisko, jakim jest ryzyko systemowe, ma o wiele bardziej złożoną naturę?

⁶ K. Jajuga, *op. cit.*

⁷ *Global Capital Markets...*, s. 8–9.

⁸ M.A. Bieszki, *Za duże, by upaść, czy zbyt bezkarne, by upaść?*, www.obserwatorfinansowy.pl (25.01.2010).



Rys. 1. Aktywa finansowe w ujęciu globalnym w latach 1990–2008 (w bln dolarów)

Źródło: McKinsey Global Institute Global Financial Assets database; Bloomberg, cyt. za: *Global Capital Markets: Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, September 2009, s. 9.

Tabela 1. Aktywa finansowe w ujęciu globalnym a światowe PKB w latach 1990–2008

Wyszczególnienie	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PKB (w bln dolarów)	21,2	28,4	37,0	38,5	39,9	42,3	45,5	48,6	52,3	56,8	60,7
Wartość aktywów finansowych (w bln dolarów)	48,0	70,0	112,0	114,0	113,0	126,0	139,0	155,0	174,0	194,0	178,0
Aktywa finansowe jako procent PKB	227,0	246,0	303,0	297,0	282,0	298,0	305,0	320,0	334,0	343,0	293,0

Źródło: McKinsey Global Institute Global Financial Assets database; Bloomberg, cyt. za: *Global Capital Markets...*, s. 9.

Dotychczas nie sformułowano jednoznacznej definicji instytucji systemowo ważnej. Obecnie w wypowiedziach wielu praktyków, jak też w licznych publikacjach naukowych prezentowane jest stanowisko, że wielkość nie jest jedyną przesłanką opisywanej kategoryzacji⁹. W sprawozdaniu Międzynarodowego

⁹ J.B. Thomson z Banku Rezerwy Federalnej w Cleveland stwierdza, że instytucji ważnych systemowo nie należy utożsamiać z tymi, które są „zbyt duże, by upaść”, a więc rozmiar nie powi-

Tabela 2. Największe finansowe korporacje międzynarodowe według wartości aktywów (stan na koniec 2009 r.)

Lp.	Nazwa	Kraj pochodzenia	Aktywa ogółem (w mln dolarów)	Liczba placówek ^a ogółem	Liczba placówek ^a zagranicznych	Liczba krajów goszczących
1	BNP Paribas	Francja	2 948 928	755	596	61
2	Royal Bank of Scotland Group PLC	Wielka Brytania	2 682 319	790	273	29
3	HSBC Holdings PLC	Wielka Brytania	2 364 452	741	485	54
4	Bank of America Corporation	Stany Zjednoczone	2 338 700	369	148	40
5	Deutsche Bank AG	Niemcy	2 260 684	949	804	39
6	Credit Agricole SA	Francja	2 231 858	312	191	46
7	Barclays PLC	Wielka Brytania	2 226 694	495	154	42
8	Mitsubishi UFJ Financial Group	Japonia	2 184 387	84	58	22
9	JPMorgan Chase & Company	Stany Zjednoczone	2 135 796	704	265	35
10	Citigroup Inc	Stany Zjednoczone	2 002 213	796	601	75

^a określenie „placówka” dotyczy jedynie jednostek, w których podmiot dominujący posiada udział większościowy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *World Investment Report 2010. Investing in a Low-Carbon Economy*, United Nations, 2010.

nien być jego zdaniem podstawowym kryterium klasyfikacyjnym. Zamiast tego proponuje formułę czterech C: *contagion, correlation, concentration, and conditions (context)*, co można przetłumaczyć jako: prawdopodobieństwo wywołania efektu „zarazania”, prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka korelacji na skutek powiązań z innymi podmiotami i (lub) na skutek efektu ujawnienia się w warunkach kryzysu współzależności pomiędzy pierwotnie nieskorelowanymi ekspozycjami (*phase-locking behaviour*), koncentracja (mierzona udziałem w obrotach poszczególnych segmentów rynku finansowego), warunki (kontekst) ujawniania się problemów finansowych (por. J.B. Thomson, *On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation*, Policy Discussion Paper No 7, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 2009).

Funduszu Walutowego, Banku Rozrachunków Międzynarodowych i Rady Stabilności Finansowej z dnia 28 października 2009 r. zatytułowanym „Wytyczne do oceny znaczenia systemowego instytucji finansowych, rynków i instrumentów: rozważania wstępne”, przedstawionym ministrom finansów i prezesom banków centralnych państw grupy G-20, stwierdzono m.in., że instytucje mogą być systemowo ważne dla lokalnych, krajowych lub międzynarodowych systemów finansowych i gospodarek. Wyodrębniono także kryteria, których celem jest pomoc w identyfikacji systemowego znaczenia rynków i instytucji, tj. wielkość (ilość usług finansowych świadczonych przez poszczególne elementy systemu finansowego), substytucyjność (zakres, w jakim inne elementy systemu mogą świadczyć te same usługi w ramach zakłóceń) i wzajemne powiązania (powiązania z innymi elementami systemu). Ocena oparta na tak sformułowanych kryteriach powinna zostać uzupełniona analizą pewnych uwarunkowań właściwych dla danej instytucji lub gospodarki¹⁰. Na spotkaniu Komitetu Wykonawczego Europejskiej Federacji Bankowej w dniu 4 lutego 2011 r. przyjęto, że z uwagi na złożoną strukturę rynków finansowych uzasadnione jest stwierdzenie „w kryzysie wszystkie instytucje są systemowo ważne – niezależnie od ich wielkości”¹¹. Z tego względu „podstawowym zadaniem władz winna być identyfikacja wszystkich źródeł i procesów ryzyka systemowego, uwzględniająca zarówno podział na instytucje systemowo ważne szczebla lokalnego i europejskiego, jak i instytucje niebankowe (np. dostawcy infrastruktury)”¹².

W praktyce poszczególne kraje stosują dość zróżnicowane techniki oceny instytucji ważnych systemowo; są wśród nich zarówno techniki tradycyjne, określające skalę ryzyka w systemie bankowym, jak i zaawansowane, oparte na modelach inteligencji rynkowej. W wielu krajach UE wykorzystywane są w tym celu wytyczne Europejskiego Banku Centralnego (*ECB's Systemic Impact Assessment Handbook*). Zasadniczo większość wykorzystywanych metod jest opracowywana na potrzeby budowania systemów wczesnego ostrzegania. W niektórych przypadkach, w celu określenia powiązań systemowych, stosuje się równocześnie

¹⁰ *Report to G-20 Finance Ministers and Governors. Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Financial Stability Board, October 2009, cyt. za: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, Dz.Urz. UE L 331 z 15.12.2010 r., Wstęp.

¹¹ <http://www.zbp.pl/site.php?s=MTMzOTgzNzQ=> (24.03.2011). Takie stwierdzenie znalazło się we wspomnianych powyżej „Wytycznych do oceny znaczenia systemowego instytucji finansowych, rynków i instrumentów”.

¹² <http://www.zbp.pl/site.php?s=MTMzOTgzNzQ=> (24.03.2011).

kilka metod, których dobór uzależniony jest od ich wzajemnej spójności, specyfiki danego systemu finansowego i dostępności danych¹³.

3. Instytucje ryzyka systemowego a kryzysy finansowe – mechanizm transmisji

Instytucje ryzyka systemowego zwiększają prawdopodobieństwo rozprzestrzeniania się kryzysów finansowych w skali globalnej w wyniku zwiększenia prawdopodobieństwa wystąpienia „zjawiska zarażania” (*contagion effect*) poprzez sieć międzynarodowych powiązań kapitałowych. Tradycyjnie zjawisko to wyjaśniano przez pryzmat konsekwencji upadłości (*default*) powiązanych instytucji: jeśli podmiot A zaciągnął pożyczkę w B, a podmiot B w C, wówczas następstwem upadłości A mogła być upadłość C. Współcześnie wspomniany efekt łączony jest z kanałem cenowym i zmianą wyceny kapitału poszczególnych instytucji w wyniku wykorzystania mechanizmu *marking-to-market* do wyceny aktywów. W takim ujęciu konsekwencje szoku zewnętrznego mogą być wielokrotnie nawet w przypadku maksymalnej dywersyfikacji ekspozycji bilansowych¹⁴. Szczególna wrażliwość na efekty zmian cen charakteryzuje przy tym instytucje pośrednictwa finansowego, ze względu na występujący w nich poziom dźwigni finansowej. O ile jednak gospodarstwa domowe redukują dźwignię, gdy nastroje są pozytywne i zwiększają ją, gdy sytuacja rynkowa się pogarsza, pośrednicy finansowi zachowują się procyklicznie (zwiększają finansowanie długiem w warunkach prosperity i redukują je, gdy nastroje są pesymistyczne)¹⁵.

Przyjęcie opisanego powyżej rozumowania skłania do wniosku, że „podstawową słabością obowiązującego do czasów ostatniego kryzysu sposobu podejścia do tworzenia regulacji ograniczających ryzyko systemowe jest założenie, że bezpieczeństwo całego systemu bankowego może być osiągnięte tylko poprzez troskę o bezpieczeństwo poszczególnych banków. Tymczasem (...) banki i inne instytucje finansowe stosujące wysoką dźwignię, dążąc do zapewnienia własnego bezpieczeństwa, w istocie mogą doprowadzić do podważenia stabilności całego systemu. Sprzedaż aktywów wtedy, gdy cena ryzyka rośnie, jest rozsądną reakcją z perspektywy pojedynczego banku, ale jeśli wiele banków działa w ten sposób,

¹³ Szerzej: *Report to G-20...*, s. 20.

¹⁴ T. Adrian, H.S. Shin, *Liquidity and Financial Contagion*, „Financial Stability Review”, Special issue on liquidity, Banque de France, No. 11, February 2008, s. 1.

¹⁵ *Ibidem*, s. 3.

ceny aktywów spadną, zmuszając je do podejmowania następnych kroków dla ratowania sytuacji¹⁶.

Podobne stanowisko zostało zaprezentowane przez Międzynarodowe Centrum Studiów Monetarnych i Bankowych w Genewie oraz Ośrodek Badań Polityki Gospodarczej w raporcie opublikowanym w styczniu 2009 r., dotyczącym zasad regulacji finansowych w obecnych warunkach. We wspomnianym raporcie wyróżniono dwa rodzaje postulowanych regulacji: regulacje mikro, dotyczące czynników wpływających na stabilność poszczególnych instytucji, oraz regulacje makro, które koncentrują się na czynnikach determinujących stabilność systemu. Takie podejście pozwala na dostosowanie zakresu regulacji do charakteru instytucji, tj.:

- instytucje z natury systemowe (największe instytucje bankowe) – powinny podlegać zarówno makro-, jak i mikroregulacjom,
- instytucje „systemowe w zbiorowości” (fundusze inwestycyjne i hedgingowe) – wymagają również makroregulacji, jednak na poziomie mikro powinny być nadzorowane przez prime-brokerów,
- duże „niesystemowe instytucje” (firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne) – wymagają głównie regulacji na poziomie mikro,
- instytucje bardzo małe – wymagają bardzo ograniczonego zakresu regulacji, szczególnie jeśli nie wykorzystują zjawiska dźwigni finansowej¹⁷.

Grupa zaszeregowania zależy jednak ostatecznie od stosowanej dźwigni finansowej. Wysoka dźwignia oznacza konieczność włączenia regulacji makro¹⁸.

4. Dotychczasowe rozwiązania legislacyjne w ustawodawstwie amerykańskim i regulacjach unijnych

Pojęcie instytucji o istotnym znaczeniu lokalnym (*essential to its community*) w regulacjach po raz pierwszy pojawiło się w Stanach Zjednoczonych w 1950 r. w ustawie o federalnym systemie ubezpieczania depozytów (*Federal Deposit Insurance Act*)¹⁹. Określenia „ryzyko systemowe” i „instytucje ryzyka syste-

¹⁶ B. Waszczuk, *Jakich regulacji oczekuje rynek?*, <http://www.acipolska.pl/edukacja/publikacje/84-nastpstwa-kryzysu-jakich-regulacji-oczekuje-rynek.html> (21.03.2011).

¹⁷ M. Brunnermeier, A. Crockett, Ch. Goodhart, A.D. Persaud, H. Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Reports on the World Economy 11. Preliminary Conference Draft*, International Centre for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, January 2009, s. 26.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ Do tego momentu FIDIC był na mocy prawa upoważniony albo do likwidacji upadających banków i wypłaty kwot gwarantowanych, albo do przygotowania ich do przejścia przez inny pod-

mowego” wprowadzono jednak do prawnej nomenklatury dopiero po ostatnim załamaniu rynkowym. W USA miało to miejsce w wyniku przyjęcia ustawy Dodda-Franka (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), podpisanej przez Prezydenta USA 21 lipca 2010 r. Ryzyko systemowe to według jej przepisów ryzyko „negatywnie oddziałujące na gospodarkę”, natomiast „ważność systemowa” dotyczy takich obszarów działalności (usług finansowych, płatniczych, clearingowych lub rozliczeniowych), w przypadku których problemy mogą zagrozić instytucjom finansowym i rynkom, a przez to – także stabilności systemu finansowego USA. Na mocy *Dodd-Frank Act* podmioty ważne systemowo podlegają nadzorowi Fed, natomiast nowo utworzona Rada ds. Monitorowania Ryzyka Systemowego (Financial Stability Oversight Council – FSOC) jest odpowiedzialna za identyfikację tych obszarów ryzyka, które mogą wpłynąć na stabilność finansową USA, promowanie dyscypliny rynkowej poprzez eliminację oczekiwań co do udzielenia ewentualnego wsparcia określonym grupom interesariuszy i reagowanie na bieżące zagrożenia stabilności systemu finansowego. W ustawie wyraźnie stwierdzono, że za identyfikację obszarów systemowo istotnych odpowiada FSOC, oraz sformułowano kryteria tej identyfikacji, tj. zagregowane, wyrażone w pieniądzu wartości transakcji, zagregowane ekspozycje, wzajemne interakcje pomiędzy określonymi obszarami działania, konsekwencje załamania w danym obszarze dla zasadniczych rynków, instytucji finansowych i systemu finansowego, inne czynniki uznane przez Radę za istotne²⁰.

W ustawodawstwie unijnym określeniem „ryzyko systemowe” posłużono się w dyrektywie CRD II²¹, w której zaakcentowano potrzebę większej koordyna-

miot. W 1950 r. dzięki zmianom dokonany w *Federal Deposit Insurance Act* wprowadzono możliwość zastosowania przez FIDIC planów pomocowych (*Open Bank Assistance Transactions*), jeśli upadający bank był „instytucją o istotnym znaczeniu”. W 1982 r. na mocy *Garn-St Germain Depository Institutions Act* wymóg przeprowadzania testów istotności zastąpiono analizą relacji kosztów udzielenia pomocy i kosztów likwidacji danej instytucji, jeśli jednak w grę wchodziła „instytucja istotna”, ewentualne koszty mogły zostać zignorowane. W latach 1950–1979 na rynku amerykańskim wsparcia udzielono czterem tego typu instytucjom, najbardziej jednak spektakularnym przykładem planu ratunkowego był plan zastosowany wobec Continental Illinois National Bank and Trust Company w 1984 r. Po wspomnianej interwencji, do końca 1994 r. pomocy udzielono dodatkowym 117 podmiotom. Por. http://www.fdic.gov/bank/historical/history/235_258.pdf, s. 236 i 248 oraz <http://www.fdic.gov/bank/historical/reshandbook/ch5obas.pdf>, s. 48 i 53 (30.03.2011).

²⁰ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 111th Congress (2009–2010), H.R. 4173.ENR.

²¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/111 WE z dnia 16 września 2009 r. zmieniająca dyrektywy 2006/48/WE, 2006/49/WE i 2007/64/WE w odniesieniu do banków powiązanych z centralnymi instytucjami, niektórych pozycji funduszy własnych, dużych ekspozycji, uzgodnień w zakresie nadzoru oraz zarządzania w sytuacji kryzysowej, Dz.Urz. UE L 302 z 17.11.2009 r.

cji działań organów wspólnotowych w celu ograniczenia wspomnianego ryzyka, jednak nie zdefiniowano jego istoty ani podmiotów mających znaczący wpływ na jego powstawanie. W szerszym zakresie problem podjęto w kolejnej propozycji zmian CRD (tzw. CRD IV, implementująca postanowienia Bazylei III). W dokumencie konsultacyjnym dostępnym na stronie Komisji Europejskiej²² znalazło się m.in. stwierdzenie, że „instytucje finansowe w okresie kryzysu wykazują się większą wrażliwością systemową niż niefinansowe”, stąd wagi ryzyka przyporządkowane tym pierwszym powinny być wyższe. W sekcji VI wspomnianego dokumentu po raz pierwszy użyto określenia „instytucje finansowe ważne systemowo” (*systemically important financial institutions – SIFIs*), jednak omawiana propozycja stanowi raczej zapowiedź rozpoczęcia pewnych działań zmierzających w kierunku ograniczania ryzyka systemowego. Pojęcie ryzyka systemowego zdefiniowano natomiast w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010²³ ustanawiającym Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Board – ESRB), jako „ryzyko zakłócenia systemu finansowego, które może wywołać poważne negatywne skutki dla rynku wewnętrznego i dla realnej gospodarki”, przy czym „wszystkie rodzaje pośredników finansowych, rynków i infrastruktur mogą w pewnym stopniu mieć potencjalne znaczenie systemowe”²⁴. No mocy omawianego rozporządzenia ESRB uczyniono podmiotem odpowiedzialnym za „sprawowanie nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym w Unii w celu przyczyniania się do przeciwdziałania ryzykom systemowym dla stabilności finansowej w Unii, które pojawiają się w związku z wydarzeniami w obrębie systemu finansowego, lub ograniczania tych ryzyk, z uwzględnieniem zmian natury makroekonomicznej, tak aby zapobiegać okresom rozpowszechnionego występowania trudności finansowych”²⁵. ESRB identyfikuje różne rodzaje ryzyka systemowego, wydaje ostrzeżenia i zalecenia w odniesieniu do zidentyfikowanego ryzyka, monitoruje działania stanowiące reakcje na wspomniane ostrzeżenia i koordynuje swoje działania z międzynarodowymi instytucjami finansowymi, w szczególności IMF

²² *New Proposals on Capital Requirements*, ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm#consultation_credit_risk (30.03.2011).

²³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010...

²⁴ *Ibidem*, art. 2 lit. c. Przytoczona definicja ryzyka systemowego jest w dużym stopniu zbieżna z definicją zaproponowaną w „Wytycznych do oceny znaczenia systemowego instytucji finansowych, rynków i instrumentów”, gdzie określono je jako „ryzyko załamania w sferze usług finansowych, które 1) jest spowodowane przez zakłócenia w funkcjonowaniu części lub całości systemu finansowego i 2) może mieć poważne negatywne konsekwencje dla sfery realnej (*Report to G-20...*, s. 2).

²⁵ *Ibidem*, art. 3. Utworzenie ESRB stanowiło realizację jednej z propozycji reformy rynków i instytucji finansowych zawartych w raporcie Grupy de Larosiere’a, przedstawionym Komisji Europejskiej 25 lutego 2009 r.

i FSB oraz z właściwymi organami w państwach trzecich. Europejskie Urzędy Nadzoru, Europejski System Banków Centralnych, Komisja Europejska, krajowe organy nadzoru i krajowe organy statystyczne zostały zobowiązane do ścisłej z współpracy z ESRB, polegającej na dostarczeniu wszelkich informacji koniecznych do realizacji zadań zgodnie z przepisami unijnymi²⁶. W omawianym rozporządzeniu występuje termin „instytucje ważne systemowo”, wyodrębnione zostały też kryteria ich oceny zgodne z „Wytycznymi do oceny znaczenia systemowego instytucji finansowych, rynków i instrumentów” (uzupełnione o analizę słabych stron sektora finansowego i zdolności ram instytucjonalnych do reagowania na jego problemy oraz czynników dodatkowych)²⁷, nie określono jednak jednoznacznie relacji ESRB – instytucje ważne systemowo. Na mocy wspomnianych „Wytycznych...” odpowiedzialność za ich identyfikację spoczywa na stosownych władzach poszczególnych krajów.

5. Instytucje ważne systemowo i ryzyko systemowe – propozycje nowych rozwiązań regulacyjnych

W raporcie Międzynarodowego Funduszu Walutowego z 2009 r. zwrócono uwagę, że w okresie pokryzysowym wszelkie rozwiązania zmierzające do ograniczenia ryzyka systemowego powinny zmierzać raczej w kierunku zaostrzenia wymogów stawianych instytucjom finansowym i opracowania zasad skutecznego nadzoru niż w stronę wprowadzania bardziej restrykcyjnych regulacji na poziomie operacyjnym. Zdaniem IMF, w warunkach przeregulowania rynku ryzyko systemowe może nawet wzrosnąć, gdyż wzrasta wówczas skłonność do transferu ryzyka poza system bankowy, a instytucje udzielające kredytów i ich akcjonariusze przywiązują mniejszą wagę do monitorowania jego skali²⁸. Z tego względu we wspomnianym raporcie zaproponowano podjęcie takich działań, jak:

1. Przywrócenie dyscypliny rynkowej przez zaostrzenie wymogów stawianych instytucjom finansowym w zakresie wielkości bazy kapitałowej i jakości kapitału, co powinno wpłynąć na zmniejszenie prawdopodobieństwa ich niewypłacalności i ograniczenie korzystania przez nie z funduszy pomocowych (*bailout*).

2. Eliminację zagrożeń, jakie instytucje ważne systemowo stwarzają w sferze fiskalnej²⁹, przez wprowadzenie dodatkowych wymogów kapitałowych lub płynnościowych (co może skłonić niektóre podmioty do redukcji ich „wagi systemowej” przez procesy dekonsolidacyjne lub uproszczenie podejmowanych operacji)

²⁶ *Ibidem*, Wstęp i art. 15.

²⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010...

²⁸ *Navigating the Financial Challenges Ahead...*, s. 42–43.

²⁹ Konsekwencje szeroko pojętych gwarancji rządowych.

i opracowanie specjalnych procedur likwidacyjnych (*resolution*) adresowanych do tych instytucji (w ten sposób prawdopodobieństwo poniesienia konsekwencji zbyt ryzykownych decyzji staje się bardziej realne).

3. Zastosowanie podejścia makro w tworzeniu reguł ostrożnościowych, dzięki ustaleniu długoterminowych celów spójnych dla polityki monetarnej, fiskalnej i ostrożnościowej. Wyrazem takiego podejścia mogłoby być np. ograniczanie procykliczności, dzięki przypisaniu wyższych klas ryzyka dla gwałtownie rosnących w pewnych okresach typów aktywów lub uzależnieniu wynagrodzenia menedżerów od wypracowanych przez nich długoterminowych zysków.

4. Integracja nadzoru nad transgranicznymi instytucjami finansowymi o złożonych strukturach na poziomie globalnym. Integracja taka miałaby polegać na wymianie informacji pomiędzy nadzorcami z poszczególnych krajów oraz opracowaniu przez nich procedur postępowania, które znalazłyby zastosowanie w przypadku upadłości wspomnianych instytucji (w raporcie w szczególności zaakcentowano kwestię podziału odpowiedzialności za finansowe konsekwencje upadłości pomiędzy poszczególne kraje)³⁰.

Szczegółowe rozwiązania w zakresie wyposażenia banków w kapitały własne, jakości utrzymywanych przez nie funduszy, norm płynności, polityki ujawnień i zasad nadzoru znalazły się w Trzeciej Bazylejskiej Umowie Kapitałowej (Bazylea III)³¹. Rekomendacje w tych obszarach mają przyczynić się m.in. do „ograniczenia ryzyka systemowego wynikającego z procykliczności i wzajemnych powiązań instytucji finansowych”³². W umowie nie zamieszczono jednak żadnych wytycznych dotyczących zasad działania instytucji ważnych systemowo. W raporcie Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS), skierowanego do państw G-20, opracowanie odpowiednich rozwiązań w tej sferze zaliczono natomiast do jego przyszłych zadań, które w przypadku instytucji systemowych miałyby polegać na:

- 1) stworzeniu procedur likwidacyjnych dla podmiotów transgranicznych,
- 2) rewizji „Podstawowych zasad efektywnego nadzoru bankowego” (*Core Principles for Effective Banking Supervision*),
- 3) wzmocnieniu współpracy nadzorców w skali międzynarodowej dzięki powołaniu kolegiów nadzorczych (*supervisory colleges*), których regularne spotkania miałyby służyć zwiększeniu efektywności przepływu informacji³³.

³⁰ *Navigating the Financial Challenges Ahead...*, s. 42–47.

³¹ *A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Bank for International Settlements, Basel, December 2010.

³² *Ibidem*, s. 2.

³³ *The Basel Committee's Response to the Financial Crisis: Report to the G20*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, Basel, October 2010, s. 13–15.

Problem redukcji skłonności instytucji ważnych systemowo do hazardu moralnego został w szerszym zakresie podjęty przez Radę Stabilności Finansowej (FSB), która w październiku 2010 r. opracowała stosowne rekomendacje, wyznaczyła ramy czasowe ich wdrażania oraz podmioty odpowiedzialne za poszczególne kwestie w skali ponadnarodowej. Do najważniejszych zaproponowanych przez nią rozwiązań należy zaliczyć:

1. Opracowanie przez poszczególnych członków FSB ogólnych ram polityki ograniczania ryzyka systemowego i ryzyka hazardu moralnego związanych z funkcjonowaniem instytucji ważnych systemowo (SIFIs). Wspomniana polityka powinna skupiać się m.in. na procedurach umożliwiających likwidację podmiotu bez dodatkowych kosztów w postaci destabilizacji systemu finansowego i strat podatników oraz określeniu bardziej restrykcyjnych zasad bezpieczeństwa i nadzoru dla SIFIs (początkowo zaś głównie dla globalnych instytucji systemowo istotnych – *global systemically important financial institutions*, GSIFIs).

2. Zwiększenie ponad minima przewidziane w Bazylei III wymogów formułowanych pod adresem GSIFIs, w celu zwiększenia ich zdolności do absorpcji strat. Źródłem tej absorpcji, w zależności od uwarunkowań lokalnych, mogłyby być kombinacja dodatkowych buforów kapitałowych (*capital surcharges*), kapitału warunkowego (*contingent capital*)³⁴, instrumentów dłużnych lub zobowiązań typu *bail-in*³⁵. FSB zastrzegła także możliwość objęcia GSIFIs dodatkowymi wymogami ostrożnościowymi (dotyczącymi np. wskaźników płynności, dużych ekspozycji czy obciążeń podatkowych).

3. Reformę poszczególnych systemów prawnych, mającą na celu legalizację procedur likwidacyjnych (*resolution regime*), których konstrukcja zapewniałaby ochronę podatników. Procedury takie powinny przewidywać nie tylko możliwość przeniesienia strat finansowych na udziałowców i niezabezpieczonych wierzycieli według ustalonego porządku, ale również możliwość rekapitalizacji podmiotu dzięki konwersji długu lub mechanizmom amortyzacyjnym. W każdym systemie prawnym powinny ponadto zostać wyłonione odpowiednie organy odpowiedzialne za egzekucję wskazanych norm, wyposażone w stosowne narzędzia. Organy te powinny mieć prawnie zagwarantowaną możliwość współpracy i wymiany informacji na szczeblu międzynarodowym. FSB zaproponowała także odrębne porozumienia pomiędzy organami macierzystymi i kraju goszczącego GSIFIs, ukierunkowane na specyfikę działania poszczególnych instytucji.

4. Zapewnienie skutecznego nadzoru SIFIs, polegającego na kontroli przez władze nadzorcze spójności metod szacowania ryzyka i egzekucji norm z wpro-

³⁴ Obligacje, które w określonych sytuacjach kryzysowych (spadek kapitału poniżej określonego minimum) zostają zamienione na instrumenty o charakterze udziałowym.

³⁵ Kategoria długu, w przypadku którego wierzyciele już w momencie jego powstania godzą się partycypować w potencjalnych stratach spowodowanych kłopotami finansowymi emitenta.

wadzanymi regulacjami. Władze te powinny reagować na wszelkie sytuacje kryzysowe z odpowiednim wyprzedzeniem, tak by skutecznie hamować proces „zarazania”. Zdaniem FSB ostatni kryzys skłania do wyciągnięcia wniosków co do potencjalnych kierunków reformowania istniejących systemów nadzorczych. Do kierunków tych zaliczono: sformułowane w sposób jednoznaczny uprawnienia, niezależność i dostęp do odpowiednich zasobów, narzędzia umożliwiające egzekucję przyznaných uprawnień, standardy nadzorcze uwzględniające złożoność współczesnych systemów finansowych i podmiotów w nich funkcjonujących, restrykcyjne procedury umożliwiające odpowiednio szybkie wykrycie potencjalnych słabych stron systemu nadzorczego.

5. Wzmocnienie infrastruktury rynku finansowego – systemów płatności, systemów obsługujących procesy rozliczeń z tytułu dostaw instrumentów finansowych i systemów opartych na centralnym modelu pośrednictwa (*central counterparty*). Poszczególne kraje powinny wprowadzić postanowienia G-20 dotyczące zasad obrotu na rynkach OTC standaryzowanymi instrumentami finansowymi (elektroniczny system obrotu, rozliczenie przez pośrednika zajmującego pozycję centralną, rejestrowanie transakcji przez repozytoria – *trade repositories*).

6. Zapewnienie jednolitych i spójnych zasad polityki wobec GSIFIs na szczeblu narodowym. W tym celu FSB zapowiedziała utworzenie Rady Rewizyjnej (Peer Review Council) składającej się z osób pełniących nadrzędne funkcje kierownicze w stosownych organach nadzorczych systemów, w których działają GSIFIs. Do zadań Rady miałyby należeć gromadzenie i przekazywanie do FSB informacji dotyczących zasad polityki danego kraju wobec GSIFIs (w tym opracowanych dla tych podmiotów procedur likwidacyjnych), ocena spójności tej polityki w wymiarze globalnym oraz monitorowanie listy GSIFIs (polegające w szczególności na stwierdzeniu, czy lista ta nie powinna zostać rozszerzona)³⁶.

Implementacja omówionych rekomendacji powinna zostać przeprowadzona do końca 2012 r., przy czym w realizację jej poszczególnych etapów są zaangażowane kraje członkowskie FSB, grupy robocze FSB (obecnie w fazie formowania), FSB CBCM (FSB Cross-Border Crisis Management Group), FSB OTC Derivatives Working Group, FSB PRC (FSB Peer Review Council), BCBS, BCBS CBRG (BCBS Cross-border Bank Resolution Group), IMF, IAIS (International Association of Insurance Supervisors), IOSCO (International Organization of Securities Commissions), CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems), CGFS (Committee on the Global Financial System) oraz władze nadzorcze krajów macierzystych i goszczących GSIFIs³⁷.

³⁶ *Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions. FSB Recommendations and Time Lines*, Financial Stability Board, 20 October 2010, s. 1–10.

³⁷ *Ibidem*, s. 11–12.

6. Podsumowanie

Pomimo braku jednoznacznej definicji określenia „ryzyko systemowe” podejścia zaprezentowane w artykule pozwalają stwierdzić, że jest to ryzyko załamania w sferze finansowej i (lub) realnej wywołane przez zakłócenia w funkcjonowaniu instytucji ważnych systemowo. Instytucje ważne systemowo to takie, których problemy finansowe mogą przyczynić się do wystąpienia efektu „zarazania” w wymiarze lokalnym lub globalnym, oddziałując negatywnie na stabilność lokalnych lub globalnych systemów finansowych. Współcześnie wspomniany efekt łączony jest z kanałem cenowym i zmianą wyceny kapitału w wyniku wykorzystania mechanizmu *marking-to-market* do wyceny aktywów. Za źródło potencjalnych zakłóceń uznaje się natomiast sferę finansową, głównie ze względu na rozmiary podmiotów finansowych. Problem redukcji skłonności instytucji ważnych systemowo do hazardu moralnego został w szerszym zakresie podjęty przez Radę Stabilności Finansowej, która opracowała rekomendacje i harmonogram prac w zakresie zwiększenia zdolności wspomnianych instytucji do absorpcji strat oraz efektywnych procedur ich likwidacji na szczeblu krajowym i ponadnarodowym. Kryteria typowania instytucji ważnych systemowo pozostają jednak wciąż niejednorodne i wymagają doprecyzowania. Różnice w definiowaniu znaczenia systemowego (które są dostrzegalne np. w regulacjach unijnych i *Dodd-Frank Act*) stwarzają możliwości dla arbitrażu regulacyjnego, ale przede wszystkim rodzą groźbę kolizji prawnych, jeśli spójność polityki wobec GIFIs ma być oceniana na szczeblu narodowym. Analiza rekomendacji FSB pozwala prognozować kres doktryny TBTF – w tym kontekście propozycje opracowania procedur likwidacyjnych (*resolution regime*) należy ocenić pozytywnie i uznać ich wagę dyscyplinującą. Wydaje się jednak, że wzmocnienie roli tej kategorii długu, jaką są instrumenty typu *bail-in*, to kolejna próba rozmycia odpowiedzialności za błędne decyzje menedżerów, która – jak każda niejednoznaczna kategoria – stwarza pole do nadużyć. Instrumenty takie muszą oferować wysoką stopę zwrotu (ze względu na ryzyko), a więc potęgują presję na realizację wysokich zysków. Możliwość przekształcenia ich w udziały stwarza kolejną pokusę: doprowadzenia do upadłości w zamian za kontrolę. W tym przypadku obawy IMF przed przeregulowaniem rynku mogą się, niestety, okazać uzasadnione.

Literatura

Adrian T., Shin H.S., *Liquidity and Financial Contagion*, „Financial Stability Review”, Special issue on liquidity, Banque de France, No. 11, February 2008.

- The Basel Committee's Response to the Financial Crisis: Report to the G20*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, Basel, October 2010.
- Bieszki M.A., *Za duże, by upaść, czy zbyt bezkarne, by upaść?*, www.obserwatorfinansowy.pl (25.01.2010).
- Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart Ch., Persaud A.D., Shin H., *The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Reports on the World Economy 11*, International Centre for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, January 2009.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 111th Congress (2009–2010), H.R. 4173.ENR.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/111 WE z dnia 16 września 2009 r. zmieniająca dyrektywy 2006/48/WE, 2006/49/WE i 2007/64/WE w odniesieniu do banków powiązanych z centralnymi instytucjami, niektórych pozycji funduszy własnych, dużych ekspozycji, uzgodnień w zakresie nadzoru oraz zarządzania w sytuacji kryzysowej, Dz.Urz. UE L 302 z 17.11.2009 r.
- Eckhardt A., Eckhardt K., *Demokratyczna koncepcja bankowości – wybrane problemy krytyki z pozycji doktryny konserwatywnej i empirii ekonomicznej* [w:] Państwo – koncepcje, zadania, Wrocławskie Studia Erazmiańskie, z. II, Uniwersytet Wrocławski, Wrocław 2008.
- Global Capital Markets: Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, September 2009.
- A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Bank for International Settlements, Basel, December 2010.
- Jajuga K., *Czy banki będą lepiej zarządzać ryzykiem?*, www.obserwatorfinansowy.pl (25.01.2010).
- Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer, Warszawa 2008.
- Navigating the Financial Challenges Ahead. Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund, October 2009.
- New Proposals on Capital Requirements*, ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm#consultation_credit_risk (30.03.2011).
- Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions. FSB Recommendations and Time Lines*, Financial Stability Board, 20 October 2010.
- Report to G-20 Finance Ministers and Governors. Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Financial Stability Board, October 2009.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, Dz.Urz. UE L 331 z 15.12.2010 r.

Thomson J.B., *On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation*, Policy Discussion Paper No 7, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 2009.

Waszczuk B., *Jakich regulacji oczekuje rynek?*, <http://www.acipolska.pl/edukacja/publikacje/84-nastpstwa-kryzysu-jakich-regulacji-oczekuje-rynek.html> (21.03.2011).

World Investment Report 2010. Investing in a Low-Carbon Economy, United Nations, 2010.

Systemically Important Institutions and Systemic Risk. A Proposal for New Regulatory Solutions in the Financial Sector

The financial crisis which began in the United States at the end of 2007 quickly spread to the real economy. The turmoil highlighted the weaknesses of the existing regulatory system and changed the perception of financial stability, which was reflected in the abandoning of the “too big to fail” doctrine. The aim of this article is to define systemic risk and systemically important institutions through presenting their characteristics and functioning based on the current and proposed regulations. The analysis is based on regulations in force in the EU and US jurisdictions as well as IMF and FSB proposals addressing the problem of future insolvency procedures, bail-in instruments and additional loss absorption capacity in the entities which may have an adverse impact on other units or markets.

Aleksandra Jurkowska – doktor, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Katedra Finansów.

Zainteresowania naukowo-badawcze: zarządzanie ryzykiem bankowym, zarządzanie kapitałem bankowym, ryzyko systemowe, rynki finansowe, międzynarodowe przepływy kapitałowe.

e-mail: jurkowska@uek.krakow.pl