

Szymon Okoń

Nadmiar regulacyjny na zglobalizowanych rynkach finansowych na przykładzie Unii Europejskiej

**Regulatory Excess on Globalized Financial Markets
Based on the European Union Example**

Wprowadzenie

Na rynek finansowy można spoglądać z perspektywy globalnej. Można bowiem postrzegać go jako pewnego rodzaju twór międzynarodowy, w ramach którego zachodzą liczne interakcje. Wraz z umiędzynarodowieniem rynków spowodowanym przede wszystkim zachodzącymi na świecie procesami globalizacji podjęto wiele działań ukierunkowanych na budowanie rynków finansowych w ramach poszczególnych regionów świata. Takim regionem mającym szczególne znaczenie pozostaje przede wszystkim Unia Europejska (UE). W tym obszarze w ostatnich latach zauważyć można wiele zmian o charakterze regulacyjnym. Wśród nich wymienić można m.in. wprowadzenie ram prawnych odnoszących się do utworzenia unijnej architektury nadzoru nad rynkiem finansowym, przyjęcie mechanizmów zarządzania kryzysowego w sektorze finansowym, objęcie wzmocnionym nadzorem agencji ratingowych, przyjęcie szczególnych rozwiązań w odniesieniu do usług inwestycyjnych i nadzoru nad obrotem instrumentami finansowymi, wprowadzenie modyfikacji w odniesieniu do obszaru adekwatności kapitałowej, zastosowanie specyficznego podejścia w zakresie funkcjonowania instytucji zbiorowego inwestowania, a także wprowadzenie nowego porządku w zakresie obowiązków informacyjnych i nadużyć na rynku. Celem niniejszego opracowania jest odpowiedź na pytanie, w jakim kierunku zmierzają regulacje sektora finansowego w UE oraz czy obecnie mamy do czynienia ze zjawiskiem tzw. nadmiaru regulacyjnego, tj. szczególnego doregulowania tego obszaru.

1. Integracja rynku finansowego i stanowienie prawa Unii Europejskiej

Ostatnie kilkadziesiąt lat to czas nasilających się na świecie procesów globalizacyjnych. Warto zauważyć, że nie jest to zjawisko nowe w gospodarce światowej, chociaż pojęcie to wkroczyło na dobre do literatury przedmiotu dopiero w latach 80. XX w., natomiast w latach 90. procesy globalizacji nabrały szczególnego tempa oraz zmienił się ich zakres i charakter, m.in. dzięki rewolucji informatyczno-komunikacyjnej, deregulacji gospodarczej i liberalizacji przepływów finansowych (Kotyński, 2005, s. 17). Procesy globalizacyjne i integracyjne obserwuje się także w ramach UE, w szczególności jeżeli chodzi o płaszczyznę gospodarczą. Koncepcja integracji gospodarczej powstała już wraz z ideą budowania wspólnej Europy. Jej celem w ramach UE jest stworzenie jednolitego rynku oraz zjednoczenie gospodarek poszczególnych państw członkowskich.

Elementem szeroko rozumianej integracji gospodarczej jest integracja obszaru finansowego, której cele przejawiają się w budowaniu jednolitego rynku finansowego UE. Integracja narodowych rynków finansowych poszczególnych państw członkowskich w jednolity rynek w ramach UE służyć ma tworzeniu warunków z jednej strony do optymalnej alokacji kapitału na obszarze UE, z drugiej natomiast do pozyskiwania środków finansowych przez przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe, jak i inne podmioty (Oręziak, 1999, s. 37). Pojęcie „jednolitego rynku finansowego” odnosi się do sytuacji, w której rynek nie ogranicza się do obszaru jednego państwa, lecz obejmuje terytorium oznaczone w inny sposób. Należy go rozumieć jako zunifikowaną organizację i nadzór nad rynkiem finansowym, który obejmuje każde państwo członkowskie UE. Oznacza to, że państwo członkowskie nie organizuje i nie nadzoruje rynku finansowego w oderwaniu od wspólnych zasad i norm przyjętych na szczeblu UE, lecz podporządkowuje swoje działania w tym zakresie postanowieniom prawa unijnego (Kosikowski, 2008, s. 206).

W aspekcie powyższego należy zwrócić uwagę na to, że proces integracji może przebiegać przede wszystkim w dwóch płaszczyznach, a mianowicie w ramach integracji transgranicznej oraz integracji transsektorowej (Iwanicz-Drozdowska, 2009, s. 15). Pierwszy rodzaj sprowadza się do scalenia rynków finansowych poszczególnych krajów członkowskich UE. Drugi natomiast odnosi się do integracji działalności poszczególnych instytucji finansowych aktywnych na rynku finansowym (tj. instytucji kredytowych, firm inwestycyjnych czy zakładów ubezpieczeń) w konglomeraty finansowe.

Należy podkreślić, że osiągnięcie celu, którym jest budowa jednolitego rynku finansowego UE, nie byłoby możliwe bez przyjęcia określonych, szczególnych zasad dotyczących stanowienia prawa. W tym aspekcie należy wskazać, że w 2000 r. Rada do Spraw Gospodarczych i Finansowych (Economic and Financial Affairs Council, ECOFIN) powołała Komitet Mędrców ds. Regulacji Rynków Papierów Wartościowych (Committee of Wise Man on Securities Markets Regulation) pod przewodnictwem Alexandra Lamfalussy'ego. Pierwotnym celem komitetu była ocena funkcjonowania rynku papierów wartościowych i sporządzenie rekomendacji w zakresie jego reformy. Efektem prac stał się raport Lamfalussy'ego (*Lamfalussy Report*). W raporcie tym podano powody wskazujące na konieczność zmian w obszarze funkcjonowania rynku papierów wartościowych, jak również konkretne rekomendacje w zakresie reform. Raport ten odnosił się, co do zasady, do rynku kapitałowego, jednakże należy zauważyć, że proponowane zmiany zostały w późniejszym czasie zastosowane wobec całego rynku finansowego (Bednarski, Staniszewski, 2007).

W konsekwencji zdecydowano się na opracowanie swoistego rodzaju cztero-stopniowego procesu stanowienia prawa (tzw. proces Lamfalussy'ego). Poziom pierwszy obejmuje typowy proces legislacyjny wynikający z prawa pierwotnego. Zaangażowane są w niego Komisja Europejska, mająca inicjatywę prawodawczą, oraz Rada i Parlament Europejski. Procedura ta została ściśle ograniczona do aktów prawa unijnego, takich jak dyrektywa lub rozporządzenie. Akty te powinny jednak regulować jedynie kwestie o charakterze ramowym, które szczegółowo będą doprecyzowane na poziomie drugim. Poziom drugi wiąże się z zaangażowaniem w proces przez Komisję Europejską specjalnych komitetów (tzw. Komitetów Poziomu 2. oraz Komitetów Poziomu 3.). Procedura ta obejmuje, podobnie jak w przypadku poziomu pierwszego, dyrektywy lub rozporządzenia, jednakże regulacje w nich zawarte mają charakter techniczny. Zaangażowanie specjalnych komitetów ma na celu zapewnienie wprowadzenia regulacji dostosowanych w większym stopniu do potrzeb rynku. Poziom trzeci przewiduje zaangażowanie organów nadzoru poszczególnych państw członkowskich w ramach uczestnictwa w pracach Komitetów Poziomu 3.¹ Na tym etapie dochodzi do opracowania szczegółowych wskazówek, rekomendacji oraz standardów, propozycji przepisów wykonawczych, analizy oraz kontroli praktyki regulacyjnej w celu zapewnienia jednolitej implementacji i stosowania regulacji w państwach członkowskich UE.

¹ Docelowo obowiązki Komitetów Poziomu 3. zostały przejęte przez Europejskie Organy Nadzoru.

Poziom czwarty sprowadza się do nadzoru Komisji Europejskiej nad prawidłową implementacją aktów prawnych w poszczególnych państwach członkowskich UE.

Wprowadzenie czterostopniowego procesu stanowienia prawa zaprezentowanego powyżej należy uznać za ważny element w procesie integracji rynku finansowego UE. Warto zauważyć, że w ramach UE funkcjonują poszczególne krajowe rynki finansowe, które mają określoną specyfikę oraz znajdują się w danym stadium rozwoju. Budowanie jednolitego rynku finansowego musi zatem odbywać się w taki sposób, aby możliwe było uwzględnienie różnic występujących pomiędzy poszczególnymi rynkami krajowymi. Wprowadzenie jednolitych regulacji nierespektujących powyższych odmienności może prowadzić do znacznego ograniczenia rozwoju poszczególnych rynków krajowych. Wydaje się zatem, że integracja w tym zakresie musi być wynikiem kompromisów i powinna przebiegać bardzo rozważnie.

2. Nowe organy nadzoru nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej

Tworzenie unijnej architektury nadzoru nad rynkiem finansowym przebiegało w ramach procesu zorganizowanego. Wymaga przy tym podkreślenia, że nowa struktura, pomimo złożoności i doniosłości materii, została stworzona w niezwykle krótkim czasie (20 miesięcy) (Moloney, 2011). W listopadzie 2008 r. Komisja Europejska utworzyła grupę wysokiego szczebla pod przewodnictwem Jacques'a de Larosièrè'a w celu opracowania zalecenia dotyczącego sposobu wzmocnienia europejskich ram nadzorczych dla lepszej ochrony obywateli i przywrócenia zaufania do systemu finansowego. Prace zakończyły się przygotowaniem obszernego raportu *The High-Level Group on Financial Supervision in the UE* (Larosièrè, 2009). Wskazano w nim na liczne słabości mechanizmów regulacyjnych. Przedstawiono swoistego rodzaju plan naprawy nadzoru finansowego w ramach UE. Raport ten skłonił do podjęcia konkretnych kroków w celu urzeczywistnienia jego postanowień. W marcu 2009 r. – a więc niedługo po jego opublikowaniu – Komisja Europejska zaproponowała przedstawienie wniosku w sprawie utworzenia Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego. Szczegóły dotyczące nowej architektury nadzoru przedstawione zostały natomiast w maju 2009 r. We wrześniu 2009 r. przyjęto wnioski legislacyjne dotyczące aktów prawnych związanych z tworzoną systemem nadzoru.

Dzień 1 stycznia 2011 r. był przełomowy dla regulacji rynków finansowych UE. Doszło wtedy do utworzenia Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (Eu-

ropean System of Financial Supervisors, ESFS), mającego na celu zapewnienie właściwego wdrażania przepisów dotyczących sektora finansowego w sposób umożliwiający zachowanie stabilności finansowej i zapewnienie zaufania do systemu finansowego jako całości oraz odpowiedniej ochrony konsumentów usług finansowych. Wprowadzenie ESFS wymagało licznych zmian w obowiązujących wówczas aktach prawnych regulujących rynek finansowy. W związku z tym przyjęto dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2010/78/UE z dnia 24 listopada 2010 r. (Omnibus Directive).

W ramach ESFS powstały Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Board, ESRB) oraz Europejskie Organy Nadzoru (European Supervisory Authorities). W związku z utworzeniem ESRB konieczne stało się powierzenie Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególnych zadań w zakresie jej funkcjonowania. W ramach Europejskich Organów Nadzoru powstał natomiast Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority, ESMA) z siedzibą w Paryżu, który zastąpił dotychczas działający Komitet Europejskich Regulatorów Rynków Papierów Wartościowych (Committee of European Securities Regulators, CESR). Do sprawowania nadzoru nad pozostałymi segmentami rynku finansowego powołano dwie dodatkowe instytucje, a mianowicie Europejski Organ Nadzoru Bankowego (European Banking Authority, EBA) z siedzibą w Londynie, który zastąpił Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (Committee of European Banking Supervisors, CEBS), oraz Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) z siedzibą we Frankfurcie nad Menem, zastępujący Komitet Europejskich Nadzorów Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS). Ponadto utworzono Wspólny Komitet Europejskich Organów Nadzoru (Joint Committee of the European Supervisory Authorities) stanowiący forum, w ramach którego Europejskie Organy Nadzoru prowadzą regularną i ścisłą współpracę oraz zapewniają międzysektorową spójność, zwłaszcza w odniesieniu do konglomeratów finansowych, księgowości i audytu oraz analiz mikroostrożeń pod kątem rozwoju sytuacji, zagrożeń i słabości związanych ze stabilnością finansową, detalicznych produktów inwestycyjnych, środków przeciwdziałania praniu brudnych pieniędzy, wymiany informacji z ESRB oraz rozwoju stosunków między ESRB a Europejskimi Organami Nadzoru. Należy zauważyć również, że w skład Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego wchodzi także krajowe organy nadzoru finansowego. W literaturze przedmiotu wskazuje się, iż wejście w życie regulacji kreujących

w UE nowy, zintegrowany nadzór finansowy ma stanowić remedium na skutki kryzysu finansowego w UE i systemowo-organizacyjne braki legislacyjne występujące w krajowych unormowaniach nadzoru finansowego (Fedorowicz, Michór, 2011).

3. Nowe regulacje prawne sektora finansowego Unii Europejskiej

Na przestrzeni ostatnich lat, równoległe do tworzenia nowej architektury nadzoru nad rynkiem finansowym UE, trwały intensywne prace nad regulacjami prawnymi. Pierwszym istotnym obszarem wartym uwagi jest zarządzanie kryzysowe. Kluczowa z tego punktu widzenia jest dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r., a także liczne rozporządzenia delegowane komisji uzupełniające tę dyrektywę. W ramach dyrektywy ustanowiono ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.

Niezależnie od wyżej wskazanej dyrektywy warto również zwrócić uwagę na rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 806/2014 z dnia 15 lipca 2014 r. Rozporządzenie to tworzy tzw. jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (SRM), jeden z filarów tzw. unii bankowej. Utworzenie Europejskiej Unii Bankowej ma stanowić systemową odpowiedź na zagrożenia stabilności finansowej w strefie euro i doprowadzić do osłabienia powiązań między bankami a rządami państw członkowskich (upadłość banków i ich ratowanie za pomocą środków budżetowych zagraża finansom publicznym). W zakresie podmiotowym założeniem jest, że w unii bankowej uczestniczą państwa należące do strefy euro oraz kraje spoza strefy euro, które zdecydują się na przystąpienie do unii bankowej poprzez nawiązanie tzw. bliskiej współpracy z Europejskim Bankiem Centralnym (Jurkowska-Zeidler, 2016).

Założeniem nowych regulacji jest, aby procesy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji były finansowane – oprócz współników i wierzycieli – również ze środków specjalnego funduszu finansowanego przez sektor bankowy – Jednolitego Funduszu Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji. Banki są nadzorowane na szczeblu unijnym, a jeżeli popadną w kłopoty, to do ich pokonania stosowany będzie mechanizm o ponadpaństwowym charakterze (Czajkowska, 2016). Nowa regulacja wprowadziła zharmonizowane ramy prawne tzw. *resolution* w krajach członkowskich UE, w tym wspólne instrumenty restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków będących na progu upadłości lub zagrożonych upadłością, oraz określiła uprawnienia krajowych organów wszystkich

państw członkowskich w zakresie prowadzenia restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (Jurkowska-Zeidler, 2016).

Innym istotnym zagadnieniem jest uregulowanie funkcjonowania agencji ratingowych w ramach rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. (zmienionego kolejnymi rozporządzeniami odpowiednio: nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. oraz nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r.). Celem wskazanego wyżej rozporządzenia jest zapewnienie, aby: ratingi nadawane przez zarejestrowane agencje były wysokiej jakości; agencje odznaczały się niezależnością oraz były rzetelne i obiektywne w ustalaniu ratingów, a prowadzona przez nie działalność była wolna od konfliktów interesów; agencje ujawniały informacje dotyczące metod, modeli i podstawowych założeń ratingowych, a modele te były poddawane systematycznej walidacji; wszelkie zmiany metodologii były wprowadzane z zachowaniem należytej przejrzystości, a ratingi podlegały bieżącemu przeglądowi oraz by były stosowane oddzielne oznaczenia dla ratingów zamówionych i niezamówionych (Cichy, 2013; Niedziółka, 2013).

Założeniem wprowadzonych zmian jest to, aby agencje ratingowe podlegały rejestracji i nadzorowi w Europejskim Urzędzie Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA – jeden z podmiotów wchodzących w skład nowej unijnej architektury nadzoru nad rynkiem finansowym). Niezależnie od procesu rejestracji, realizowany jest również nadzór bieżący. W tym obszarze prowadzone są przede wszystkim działania ukierunkowane na spełnianie wymogów, które zostały narzucone przez regulacje prawne.

W kontekście nowych regulacji ważnym obszarem, na którym skupił się prawodawca unijny, jest obszar dotyczący usług inwestycyjnych i nadzoru nad obrotem instrumentami finansowymi. W tym zakresie przyjęto dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2104/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. (dalej: Dyrektywa MIFID II) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. (dalej: Rozporządzenie MIFIR). Wśród najistotniejszych kwestii, które zostały dotknięte zmianami w ramach wyżej powołanej dyrektywy, należy wskazać przede wszystkim następujące: ramy struktury rynku, ramy ochrony inwestorów, ład korporacyjny oraz ramy prawne dostępu do rynków w UE.

Jeżeli chodzi o ramy struktury rynku, to wprowadzono – obok dotychczasowo funkcjonujących na rynku kapitałowym UE rynków regulowanych oraz wielostronnych platform obrotu (MTF) – nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi, a mianowicie zorganizowany system obrotu (OTF). Godny uwagi jest także obszar ochrony inwestorów. W tym zakresie wprowadzono przede wszystkim nowe, bardziej rygorystyczne ramy prawne dla doradztwa inwesty-

cyjnego oraz zarządzania portfelem. Dyrektywa proponuje również przyjęcie nowych zasad w zakresie ładu korporacyjnego. Warto zauważyć, że wprowadzane są one zarówno wobec firm inwestycyjnych, jak i operatorów rynku regulowanego. Chodzi tutaj przede wszystkim o nałożenie dodatkowych wymogów wobec członków organów zarządzających firmy inwestycyjnej. Wymogi te można podzielić na dwie grupy: z jednej strony odnoszące się do cech personalnych danego członka organu zarządzającego, z drugiej strony – do podejmowanych przez niego działań. Dyrektywa wprowadza także istotne zmiany w zakresie ram prawnych dostępu do rynków UE. Ukierunkowane są one przede wszystkim na harmonizację w zakresie przyznania dostępu do rynków UE firmom inwestycyjnym oraz operatorom rynku z siedzibą w państwie trzecim.

W kontekście Dyrektywy MIFID II oraz Rozporządzenia MIFIR warto zwrócić uwagę, że w dniu 25 listopada 2021 r. Komisja Europejska ogłosiła długo oczekiwany projekt zmieniający powyższe akty prawne. Będzie on przedmiotem dalszych dyskusji. Celem jest wzmocnienie transparentności oraz konkurencyjności rynku kapitałowego UE, m.in. poprzez wprowadzenie środków, które mają zapewnić inwestorom lepszy dostęp do spółek oraz danych rynkowych (łączenie spółek z inwestorami, polepszenie dostępu do środków finansowych, poszerzenie możliwości inwestycyjnych dla inwestorów detalicznych).

Prawodawca unijny zdecydował również o zmianach w obszarze adekwatności kapitałowej, rozumianej jako wielopłaszczyznowa ocena relacji kapitał–ryzyko (Capiga, Gradoń, Szustak, 2011). W konsekwencji wprowadzono pakiet regulacyjny obejmujący dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/36 UE z dnia 26 czerwca 2013 r. (dalej: Dyrektywa CRD IV) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. (dalej: Rozporządzenie CRR). Dyrektywa CRD IV reguluje kwestie związane m.in. z wymogami dotyczącymi tworzenia banków, buforami kapitałowymi, nadzorem, zarządzaniem i ładem korporacyjnym w stosunku do instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych. Rozporządzenie CRR wprowadza m.in. przepisy dotyczące funduszy własnych, wymogów kapitałowych, płynności i lewarowania w odniesieniu do instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych. W przypadku rozporządzenia przepisy są bardzo szczegółowe. Koncepcją prawodawcy unijnego było wprowadzenie tzw. *single book rule*, która stanowi zestaw ujednoliconych regulacji ostrożnościowych skierowanych do instytucji finansowych UE.

Dalsze zmiany w ramach adekwatności kapitałowej zostały wprowadzone kilka lat później, przede wszystkim poprzez przyjęcie kolejnego pakietu regulacyjnego obejmującego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2019/878/UE z dnia 20 maja 2019 r. (dalej: Dyrektywa CRD V) oraz rozporządzenie Parlamentu

Europejskiego i Rady nr 2019/876 z dnia 20 maja 2019 r. (dalej: Rozporządzenie CRR II). Powyższe akty prawne wprowadzają wiele szczegółowych zmian, które mają na celu wyeliminować wątpliwości oraz ograniczenia powstające na tle stosowania poprzednio obowiązujących regulacji. Jednym z kluczowych elementów Dyrektywy CRD V oraz Rozporządzenia CRR II jest uwzględnienie w większym stopniu zasady proporcjonalności, która przez lata stanowiła ogromne wyzwanie, w szczególności w procesie stosowania prawa. W wyniku zmian zaproponowano wymogi, które w większym stopniu uwzględniają wielkość instytucji finansowej (tj. redukcja obowiązków dla mniejszych podmiotów).

Dla prawodawcy unijnego ważne stały się także przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania. W tym zakresie należy zwrócić szczególną uwagę na przyjęcie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. (dalej: Dyrektywa AIFMD), dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. (dalej: Dyrektywa UCITS IV), dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. (dalej: Dyrektywa UCITS V), a także wielu innych dyrektyw oraz rozporządzeń delegowanych i wykonawczych związanych z dyrektywą AIFMD oraz UCITS IV i UCITS V.

Dyrektywa AIFMD wprowadza zupełnie nowy porządek prawny w odniesieniu do funkcjonowania pewnej grupy podmiotów – tzw. zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI), którzy zarządzają tzw. alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AFI). ZAFI to w rzeczywistości podmiot, którego stała działalność polega na zarządzaniu jednym lub większą liczbą AFI. AFI to z kolei przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania, które pozyskuje kapitał od wielu inwestorów z myślą o inwestowaniu go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną z korzyścią dla tych inwestorów. W zakresie dyrektywy AIFMD warto zwrócić uwagę na to, że w dniu 25 listopada 2021 r. Komisja Europejska opublikowała projekt zmian do tego aktu prawnego (dalej: Dyrektywa AIFMD II). Propozycje modyfikacji są efektem zebranych doświadczeń ze stosowania dotychczasowej dyrektywy i dotyczą m.in. obszaru usług dodatkowych, obowiązków informacyjnych czy finansowania.

Inne zmiany, na które warto zwrócić uwagę w kontekście przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, to modyfikacje przyjęte w ramach tzw. Dyrektywy UCITS IV oraz Dyrektywy UCITS V. Dyrektywy UCITS – w odróżnieniu od Dyrektywy AIFMD – dotyczą typowych funduszy inwestycyjnych, w tym w szczególności funduszy inwestycyjnych otwartych.

W ramach Dyrektywy UCITS IV wprowadzono wiele nowych zmian w kontekście funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. W tym zakresie trzeba zwrócić

uwagę przede wszystkim na przyjęcie rozwiązania dotyczącego przygotowania tzw. kluczowych informacji dla inwestorów (KII), skróconego dokumentu zawierającego najważniejsze informacje do podjęcia decyzji inwestycyjnej. W ramach Dyrektywy UCITS IV przyjęto także podstawy dla transgranicznego łączenia się funduszy, co wcześniej nie było możliwe. Dodatkowo umożliwiono także spółce zarządzającej UCITS wykonywanie działalności w pełnym zakresie na terytorium innych państw członkowskich (tworzenie funduszy, przejęcie zarządzania). Uproszczono także procedurę notyfikacji w zakresie zbywania tytułów uczestnictwa na terytorium innego państwa członkowskiego UE.

Jeżeli chodzi natomiast o Dyrektywę UCITS V, wprowadza ona zmiany przede wszystkim w zakresie obowiązków i odpowiedzialności depozytariuszy, a także definiuje zasady dotyczące polityki wynagrodzeń. Jeżeli chodzi o depozytariuszy, to istotnie zaostrza regulacje dotyczące ich odpowiedzialności. W obszarze polityki wynagrodzeń w odniesieniu do spółek zarządzających i zarządzanych przez nie funduszy wprowadza się analogiczne rozwiązania, jakimi wcześniej zostały objęte m.in. banki czy firmy inwestycyjne (Okoń, 2012). Zmiany mają na celu przede wszystkim to, aby osoba zarządzająca, mająca wpływ na profil ryzyka, brała pod uwagę okoliczność, jaki wpływ będą miały podejmowane przez nią decyzje, w szczególności na sytuację finansową oraz ekspozycję na ryzyko spółki zarządzającej i zarządzanych przez nią funduszy.

W kontekście Dyrektywy UCITS IV oraz Dyrektywy UCITS V warto również zwrócić uwagę na przyjęcie w dniu 20 czerwca 2019 r. dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2019/1160/UE oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2019/1156/UE, które ustanowiły dodatkowe procedury, m.in. dotyczące ułatwienia transgranicznej dystrybucji funduszy.

Jedną z reform regulacyjnych była również reforma w obszarze obowiązków informacyjnych oraz nadużyć na rynku. W toku prac legislacyjnych na poziomie UE przyjęto dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/57 UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. (dalej: Dyrektywa MAD II) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (dalej: Rozporządzenie MAR), a także szereg dodatkowych aktów prawnych, wśród których można wymienić m.in. rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r. czy dyrektywę wykonawczą Komisji (UE) nr 2015/2392 z dnia 17 grudnia 2015 r. Kluczowym aktem prawnym z punktu widzenia realizacji obowiązków informacyjnych i nadużyć na rynku pozostaje Rozporządzenie MAR. Reguluje ono m.in. zagadnienia dotyczące zakresu zastosowania informacji poufnych, wykorzystywania informacji poufnych, bezprawnego ujawniania informacji poufnych i manipulacji na rynku. Szczegółowo określa wymogi w zakresie

podawania informacji poufnych do wiadomości publicznej. Wskazuje środki i sankcje administracyjne z tytułu nieprzestrzegania postanowień Rozporządzenia MAR oraz obowiązki nakładane na operatorów rynku, firmy inwestycyjne oraz osoby zawodowo zajmujące się pośredniczeniem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń na rynku finansowym.

Zakończenie

Postępująca integracja rynku finansowego UE doprowadziła do przyjęcia szczególnego procesu tworzenia prawa. W ramach UE funkcjonują poszczególne krajowe rynki finansowe, mające określoną specyfikę. Budowanie jednolitego rynku finansowego musi zatem odbywać się w taki sposób, aby możliwe było uwzględnienie różnic występujących pomiędzy poszczególnymi rynkami krajowymi. Dlatego wprowadzenie procesu Lamfalussy'ego należy ocenić, co do zasady, pozytywnie. Nie bez znaczenia dla procedury tworzenia prawa miało także utworzenie nowych organów nadzoru w UE, które przejęły obowiązki tzw. Komitetu Poziomu 3. (w ramach procesu Lamfalussy'ego). Organy te, współpracując z organami poszczególnych państw członkowskich, powinny sygnalizować potrzeby płynące z poziomu lokalnego. Niemniej jednak dla uczestników rynku finansowego oznacza to zmierzenie się z nowymi licznymi regulacjami prawnymi, które stanowią podstawę funkcjonowania tych nowych podmiotów. Oznacza to nic innego, jak konieczność zaakceptowania nowej rzeczywistości prawnej, która powoduje wprowadzenie po stronie uczestników rynku finansowego wielu działań o charakterze dostosowawczym, wiążących się z poniesieniem odpowiednich kosztów.

W ostatnim czasie w odniesieniu do rynku finansowego na poziomie UE przyjęto liczne regulacje prawne. Przepisy w obszarze zarządzania kryzysowego odnoszące się do restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków trzeba przyjąć z aprobatą. Wprowadzenie dodatkowych mechanizmów ochronnych oraz przeniesienie na poziom unijny kompetencji i odpowiedzialności w zakresie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji z pewnością jest rozwiązaniem dobrym, w szczególności z punktu wspomnianych wcześniej powiązań na rynku finansowym i przenoszenia się ryzyk pomiędzy instytucjami finansowymi, zwłaszcza działającymi w różnych państwach członkowskich. Warto jednak zauważyć, że wprowadzanie nowych przepisów prawnych, wiążących się z koniecznością stosowania określonych procedur, powoduje, że instytucje finansowe muszą podjąć odpowiednie działania o charakterze dostosowawczym, które pociągają za sobą określone koszty

(stworzenie nowych struktur wewnętrznych, konieczność zbierania i raportowania dodatkowych danych). Na pozytywną ocenę zasługują również zmiany prawne wprowadzone w odniesieniu do agencji ratingowych. Dotychczas obszar ten nie był objęty tak szczegółowymi regulacjami. Objęcie agencji ratingowych nadzorem na poziomie unijnym, wprowadzenie dodatkowych wymogów oraz zdefiniowanie odpowiedzialności z pewnością przyczyni się do większej transparentności działalności tych podmiotów. Niemniej jednak konsekwencją tej transparentności jest konieczność zmierzenia się z ogromem regulacji prawnych, które dotychczas do tych podmiotów nie miały zastosowania. To z kolei pociąga za sobą wymóg poniesienia określonych kosztów regulacyjnych, związanych z posiadaniem statusu podmiotu nadzorowanego (konieczność utrzymywania relacji z organem nadzoru, wprowadzenie odpowiednich struktur wewnętrznych, zbieranie i raportowanie danych). Ważne również były zmiany w obszarze dotyczącym usług inwestycyjnych i nadzoru nad obrotem instrumentami. Tutaj wprowadzono liczne nowe obowiązki, ale stworzono również wiele nowych rozwiązań. Przykładowo – wprowadzono, obok dotychczas funkcjonujących w ramach rynku kapitałowego UE rynków regulowanych oraz wielostronnych platform obrotu (MTF), nowe miejsca obrotu instrumentami finansowymi – zorganizowany system obrotu (OTF). Warto jednak zauważyć, że wdrożenie Dyrektywy MIFID II w instytucjach finansowych było długotrwałym procesem, który angażował wielu doradców (zarówno prawnych, jak i finansowych). Konieczne było zatem w tym zakresie poniesienie dodatkowych kosztów. W wyniku wprowadzonych zmian instytucje musiały dostosować swoją działalność, a często również swój model biznesowy do nowej rzeczywistości. Wiele z nich do dzisiaj nie jest w stanie sprawnie poruszać się wśród nowych regulacji, a w zakresie biznesowym coraz częściej istnieje pokusa obchodzenia nadmiernych wymogów (np. pomoc klientowi przez doradcę w zakresie uzupełnienia ankiety MIFID w celu odpowiedniej kwalifikacji). Wprowadzenie pakietu regulacyjnego obejmującego Dyrektywę CRD VI oraz Rozporządzenie CRR należy uznać, co do zasady, za słuszne. Można jedynie zastanowić się nad tym, czy harmonizacja w tym zakresie nie postępuje zbyt głęboko. W tym przypadku przepisy powinny w większym stopniu uwzględniać specyfikę rynków finansowych poszczególnych państw członkowskich. Dostosowywanie się do wprowadzanych wymogów z pewnością generuje dodatkowe koszty, co może prowadzić do podejmowania próby ich częściowego przeniesienia na ostatecznego odbiorcę usług. W odniesieniu do rozszerzonego – o firmy inwestycyjne – kręgu podmiotowego mogą powstawać dodatkowe wątpliwości. Instytucjom tym stawia się takie same wymogi jak instytucjom kredytowym, podczas gdy ich działalność różni się w znacznym zakresie. W realiach lokalnych niejednokrotnie zdarzało się, że firmy inwestycyjne nie były

w stanie przyjąć nowych regulacji, ze względu na brak możliwości odpowiedniego zastosowania przepisów odnoszących się oryginalnie do instytucji kredytowych. Wprowadzenie pakietu regulacyjnego Dyrektywy CRD IV oraz Rozporządzenia CRR (a także wspomnianych wcześniej przepisów Dyrektywy MIFID II) spowodowało również istotne ograniczenia w zakresie możliwości uzyskania licencji na prowadzenie działalności maklerskiej (np. w Polsce niektóre podmioty, które prowadziły postępowania licencyjne, zrezygnowały z nich dobrowolnie w trakcie procesu przez ogrom nowych regulacji, które dla mniej doświadczonych uczestników rynku są niezwykle trudne do zastosowania). Jeżeli chodzi o zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, to Dyrektywa AIFMD wprowadza dość restrykcyjne regulacje odnoszące się do ważnego obszaru, a mianowicie zarządzania aktywami przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, które pozyskują środki od zewnętrznych inwestorów. Kierunkowo zmianę należy ocenić pozytywnie, przy czym w praktyce regulacje z pewnością stawiają bardzo dużo wyzwań. Zmiany objęte Dyrektywą AIFMD dotyczą struktur, w ramach których zarządza się funduszami *private equity* oraz *venture capital*. Dotychczasowe rozwiązania, które funkcjonowały w sposób mniej formalny, dzisiaj muszą zostać dostosowane do bardzo restrykcyjnych regulacji. W konsekwencji tego pojawiły się nie zawsze uzasadnione bariery wejścia (np. tworzenie struktury inwestycyjnej dla dwóch dużych inwestorów oraz stu mniejszych inwestorów objęte jest takimi samymi zasadami). Dodatkowo, warto zwrócić uwagę również na to, że w przypadku objęcia ZAFI bieżącym nadzorem będzie to powodowało powstanie po stronie ZAFI bardzo istotnych kosztów (tj. kosztów związanych z utworzeniem infrastruktury służącej realizacji obowiązków nadzorczych, w szczególności w zakresie raportowania; w przypadku decyzji o raportowaniu wewnętrznym konieczne jest zatrudnienie osób, które będą się tym zajmowały, a w przypadku decyzji o realizacji tego obowiązku przez podmiot zewnętrzny konieczne jest poniesienie kosztów doradców). Zważywszy na charakter struktur koszty regulacyjne będą obciążały inwestorów. W kontekście funkcjonowania funduszy inwestycyjnych (Dyrektywa UCITS IV oraz Dyrektywa UCITS V) nakłada się wiele nowych obowiązków. Przyjęcie rozwiązania dotyczącego przygotowania tzw. kluczowych informacji dla inwestorów (KII) – skróconego dokumentu zawierającego najważniejsze informacje do podjęcia decyzji inwestycyjnej – to dodatkowe elementy, na które należy zwrócić uwagę. Niezależnie od tego wprowadzono zmiany przede wszystkim w zakresie obowiązków i odpowiedzialności depozytariuszy, a także przyjęto nowe zasady dotyczące polityki wynagrodzeń. W innym obszarze, tj. obowiązków informacyjnych i nadużyć na rynku, przyjęto pakiet regulacyjny, który jest z pewnością bardzo ważny dla funkcjonowania rynku finansowego. Zunifikowanie zasad w tym zakresie na poziomie

unijnym służy integracji rynku finansowego oraz sprzyja międzypaństwowemu transferowi kapitału w ramach UE.

Co do zasady zmiany regulacyjne wprowadzane na poziomie UE należy ocenić pozytywnie, w szczególności z punktu widzenia celu, któremu mają służyć. Trudniej jest natomiast zgodzić się z tym, że potrzebne jest przyjmowanie tak wielu i tak bardzo szczegółowych przepisów prawnych, co potwierdza m.in. przyjmowanie następnie aktów prawnych, które mają na celu uwzględnienie w większym stopniu zasady proporcjonalności (np. Dyrektywa CRD V oraz Rozporządzenie CRR II, które jest wynikiem dyskusji na temat stosowania przepisów i wprowadza ograniczone obowiązki do mniejszych instytucji, które nie muszą być w tak istotnym stopniu objęte regulacjami, w szczególności w obszarze raportowania). Warto bowiem zauważyć, że w niektórych przypadkach (np. agencji ratingowych czy zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi) doszło do objęcia regulacjami podmiotów, które dotychczas nie musiały mierzyć się z wyzwaniem działania w ściśle przyjętych ramach prawnych. W innych obszarach (np. usługi inwestycyjne, adekwatność kapitałowa, fundusze inwestycyjne) znacznie rozbudowano regulacje prawne, powodując, że podmioty nadzorowane muszą dostosować się do nowej rzeczywistości. Trudno byłoby nie zgodzić się ze stwierdzeniem, że w niektórych przypadkach można mówić wręcz o nadmiarze regulacyjnym, tj. szczególnym doregulowaniu przez prawodawcę określonych sfer działalności. W konsekwencji, być może, nowe przepisy prawne wypełniają stawiany im cel w postaci ograniczenia ryzyka, ale powodują również w wielu przypadkach nieproporcjonalne uciążliwości, w tym istotne koszty regulacyjne – przede wszystkim związane z dostosowywaniem się do przepisów prawnych, w tym tworzeniem w instytucjach finansowych zespołów odpowiedzialnych za nadzór ze zgodnością regulacyjną.

Bibliografia

Akty prawne

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), Dz. Urz. UE L 302 z 17.11.2009, s. 32–96.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2010/78/UE z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany dyrektyw 98/26/WE, 2002/87/WE, 2003/6/WE, 2003/41/WE,

2003/71/WE, 2004/39/WE, 2004/109/WE, 2005/60/WE, 2006/48/WE, 2006/49/WE i 2009/65/WE w odniesieniu do uprawnień Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych) oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), Dz. Urz. UE L 331 z 15.12.2010, s. 120–161.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, Dz. Urz. UE L 174 z 1.07.2011, s. 1–73.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 338–436.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć), Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 179–189.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 190–348.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 349–496.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji, Dz. Urz. UE L 257 z 28.08.2014, s. 186–213.

Dyrektywa wykonawcza Komisji (UE) nr 2015/2392 z dnia 17 grudnia 2015 r. w sprawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu

do zgłaszania właściwym organom rzeczywistych lub potencjalnych naruszeń tego rozporządzenia, Dz. Urz. UE L 332 z 18.12.2015, s. 126–132.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2019/878 z dnia 20 maja 2019 r. zmieniająca dyrektywę 2013/36/UE w odniesieniu do podmiotów zwolnionych, finansowych spółek holdingowych, finansowych spółek holdingowych o działalności mieszanej, wynagrodzeń, środków i uprawnień nadzorczych oraz środków ochrony kapitału, Dz. Urz. UE L 150 z 7.06.2019, s. 253–295.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2019/1160 z dnia 20 czerwca 2019 r. zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2011/61/UE w odniesieniu do transgranicznej dystrybucji prowadzonej przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, Dz. Urz. UE L 188 z 12.07.2019, s. 106–115.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych, Dz. Urz. UE L 302 z 17.11.2009, s. 1–31.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. dotyczące zmiany rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, Dz. Urz. UE L 145 z 31.05.2011, s. 30–56.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, Dz. Urz. UE L 146 z 31.05.2013, s. 1–33.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych zmieniających rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 1–337.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 1–61.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 84–148.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 806/2014 z dnia 15 lipca 2014 r. ustanawiające jednolite zasady i jednolitą procedurę restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i niektórych firm inwestycyjnych w ramach jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwi-

dacji oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010, Dz. Urz. UE L 225 z 30.07.2014, s. 1–90.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2019/876 z dnia 20 maja 2019 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do wskaźnika dźwigni, wskaźnika stabilnego finansowania netto, wymogów w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych, ryzyka kredytowego kontrahenta, ryzyka rynkowego, ekspozycji wobec kontrahentów centralnych, ekspozycji wobec przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, dużych ekspozycji, wymogów dotyczących sprawozdawczości i ujawniania informacji, a także rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 150 z 7.06.2019, s. 1–225.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2019/1156/UE z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ułatwienia transgranicznej dystrybucji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 345/2013, (UE) nr 346/2013 i (UE) nr 1286/2014, Dz. Urz. UE L 188 z 12.07.2019, s. 55–66.

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia, Dz. Urz. UE L 88 z 5.04.2016, s. 1–18.

Literatura

- Bednarski, P., Staniszewski, R. (2007). Proces regulowania instytucji kredytowych w Unii Europejskiej – wybrane zagadnienia. *Prawo Bankowe*, 10, 78–91.
- Capiga, M., Gradoń, W., Szustak, G. (2011). *Adekwatność kapitałowa w ocenie bezpieczeństwa banku*. Warszawa: CeDeWu.pl.
- Cichy, J. (2013). Agencje ratingowe w unijnych regulacjach prawnych. Dylematy zasadności ich wprowadzania. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 47(3), 89–98.
- Czajkowska, A. (2016). Dylematy dla Polski związane z przystąpieniem do unii bankowej. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 101, 179–192.
- Fedorowicz, M., Michór, A. (2011). O charakterze prawnym decyzji nowych europejskich organów nadzoru nad rynkiem finansowym UE. *Europejski Przegląd Sądowy*, 11, 24–35.
- Iwanicz-Drozdowska, M. (red.). (2009). *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*. Warszawa: Narodowy Bank Polski.

- Jurkowska-Zeidler, A. (2016). Europejski System Gwarantowania Depozytów: trzeci brakujący filar do dokończenia Unii Bankowej. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 50(4), 171–181.
- Kosikowski, C. (2008). *Prawo finansowe w Unii Europejskiej*. Bydgoszcz–Warszawa: Oficyna Wydawnicza Branta.
- Kotyński, J. (red.). (2005). *Globalizacja i integracja europejska. Szanse i zagrożenia dla polskiej gospodarki*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Larosière, J. de (red.). (2009). *The High-Level Group on Financial Supervision in the UE*, Brussels, 25 February 2009. Pobrano z http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (28.08.2011).
- Moloney, N. (2011). The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making. *European Business Organization Law Review*, 12(1), 41–86. doi: 10.1017/S1566752911100026.
- Niedzółka, P. (2013). Skuteczny nadzór nad agencjami ratingowymi jako warunek *sine qua non* osiągnięcia celów europejskiej unii bankowej. W: M. Zaleska (red.), *Unia bankowa* (s. 110–125). Warszawa: Difin.
- Okoń, S. (2012). New Approach to Remuneration Policy for Investment Firms: A Polish Capital Market Perspective. *Contemporary Economics*, 6(1), 70–77. doi: 10.5709/ce.1897-9254.35.
- Oręziak, L. (1999). *Rynek finansowy Unii Europejskiej*. Warszawa: Twigger.

Streszczenie

W Unii Europejskiej w ostatnich latach zauważyć można wiele zmian o charakterze regulacyjnym w obszarze rynku finansowego. Na podstawie przeprowadzonych analiz należy stwierdzić, że, co do zasady, zmiany regulacyjne wprowadzane na poziomie UE należy ocenić pozytywnie, w szczególności z punktu widzenia celu, któremu mają służyć. Trudniej jest natomiast zgodzić się z tym, że potrzebne jest przyjmowanie tak wielu i tak bardzo szczegółowych przepisów prawnych. Warto bowiem zauważyć, że w niektórych przypadkach (np. agencje ratingowe czy zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi) doszło do objęcia regulacjami podmiotów, które dotychczas nie musiały mierzyć się z wyzwaniem działania w ściśle przyjętych ramach prawnych. W innych obszarach (np. usługi inwestycyjne, adekwatność kapitałowa, fundusze inwestycyjne) znacznie rozbudowano regulacje prawne powodując, że podmioty nadzorowane muszą dostosować się do nowej rzeczywistości. Trudno byłoby nie zgodzić się ze stwierdzeniem, że w niektórych przypadkach mierzymy się z „nadmiarem regulacyjnym”, tj. szczególnym doregulowaniem przez prawodawcę określonych sfer działalności. W konsekwencji nowe przepisy prawne wypełniają stawiany im cel w postaci ograniczenia ryzyka, ale powodują również w wielu przypadkach „nadmierną uciążliwość”, np. istotne koszty regulacyjne (przede wszystkim związane z dostosowywaniem się do przepisów prawnych,

w tym tworzeniem w instytucjach finansowych zespołów odpowiedzialnych za nadzór ze zgodnością regulacyjną).

SŁOWA KLUCZOWE: regulacje prawne, nadmiar regulacyjny, rynki finansowe

Summary

There have been many regulatory changes in the area of the financial markets in the European Union in recent years. On the basis of the conducted analyses, it should be stated that, as a rule, regulatory changes introduced at the EU level should be assessed positively, in particular from the point of view of the purpose they are to serve. On the other hand, it is more difficult to agree that there is a need to adopt so many and so very detailed legal provisions. It is worth noting that in some cases (e.g. rating agencies or alternative investment fund managers), there are regulations relating to entities that so far have not faced such challenges. In other areas (e.g. investment services, capital adequacy, investment funds), the legal regulations have been significantly expanded, causing that the regulated entities have to adapt to new reality. It would be difficult to disagree with the statement that in some cases we face regulatory excess, i.e. specific regulation of certain spheres of activity by the legislator. As a consequence, the new legal provisions may fulfill their risk reduction objective but they also cause disproportionate burdens in many cases, including significant regulatory costs.

KEYWORDS: legal regulations, regulatory excess, financial markets

Nota o autorze

Szymon Okoń – doktor nauk ekonomicznych, doktor nauk prawnych, Instytut Ekonomii Międzynarodowej, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie; główne obszary działalności naukowej: regulacje rynku kapitałowego, finansowanie przedsiębiorstw, fundusze PE/VC; e-mail: sokon@sgh.waw.pl; ORCID: 0000-0001-7214-3981.

