

## O normatywnym pojęciu stabilności finansowej na rynku finansowym Unii Europejskiej w nowej architekturze nadzorczej

### Uwagi wstępne

Stabilność finansowa jest pojęciem ulegającym mocnej normatywizacji, bardzo często pojawiającym się w rozważaniach doktrynalnych oraz w unijnym i krajowym procesie legislacji aktów prawa UE i krajowych aktów prawa implementujących akty unijne, a także w orzeczeniach dotyczących rynku finansowego UE. Samo pojęcie rynku finansowego UE podlegać musi ustaleniu jako suma wszystkich rynków finansowych państw członkowskich UE, zarówno należących do strefy *euro*, jak i pozostających poza Eurosystemem, objętych ujednoczającymi i harmonizującymi postanowieniami aktów prawa UE dotyczącymi rynku finansowego, których celem jest osiąganie stabilności finansowej<sup>1</sup>. Taka propozycja podyktowana jest założeniem, że na stabilność

---

\* Dr hab. **Magdalena Fedorowicz**, prof. UAM – Katedra Prawa Finansowego, Wydział Prawa i Administracji, Uniwersytet Adama Mickiewicza w Poznaniu, e-mail: magfed@amu.edu.pl.

<sup>1</sup> O rynku finansowym, jego definicjach i możliwych ujęciach, zob. i por. zwłaszcza: L. Oręziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 1999, s. 37, 38; eadem, *Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego UE*, „Bank i Kredyt”, nr 7/2003, s. 27 i n.; L. Góral, *Opinia do projektu ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (druk nr 654)*, Biuro Analiz Sejmowych, s. 2; P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, „Bank i Kredyt”, nr 1/2002, s. 28; T. Nieborak, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 41 i n.; J. Pruski, *Problemy architektury sieci stabilności finansowej na tle doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, „Bezpieczny Bank”, nr 3/2010, s. 7–21; P. Zawadzka, *Pojęcie i zakres prawa rynku finansowego*, w: *Prawo finansowe*, red. R. Mastalski, E. Fojcik-Mastalska, Warszawa 2011, s. 476, 477; D. Wojtczak-Samoraj, *Kilka uwag na temat otoczenia regulacyjnego rynku finansowego Unii Europejskiej*, „IKAR”, nr 5/2014, s. 93–109; *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, red. A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, Warszawa 2016, *passim*; M. Lemmonier, *Europejskie modele instrumentów finansowych*, Warszawa 2017, *passim*; R. Piókarz, *Globalne rynki finansowe. Praktyka funkcjonowania*, Warszawa 2017, *passim*.

finansową całej UE składa się bezpieczeństwo funkcjonowania wszystkich rynków państw członkowskich UE. Cel stabilności finansowej pojawia się regularnie w aktach prawnych oraz uzasadnieniach i preambułach do aktów prawa UE i krajowego dotyczących rynku finansowego<sup>2</sup>.

Źródła tego pojęcia można wywodzić i rekonstruować z aktywności bankowości centralnej, która koncentruje się wokół stabilności cenowej i finansowej właśnie<sup>3</sup>. Jednak zauważyć należy, że obecnie dysponentem terminu „stabilność finansowa” stało się wiele gremiów prawodawczych czy nadzorczych szczebla unijnego i krajowego. W zasadzie każdy uczestnik rynku finansowego (instytucja finansowa, klient-konsument) posiada swoją część stabilności finansowej, składającą się w efekcie skali na stabilność całego systemu finansowego.

Większość regulacji uchwalonych i obowiązujących na rynku finansowym UE uzasadnia swoje *ratio legis* potrzebą zapewnienia stabilności finansowej. Raz regulacje te dotyczą ochrony klienta na rynku usług finansowych, a innym razem prawidłowego działania instytucji finansowych, a jeszcze czasami wprowadzania nowych regulacji nadzorczych w aspekcie instytucjonalnym czy wprowadzania nadzoru makroostrożnościowego na szczeblu unijnym i krajowym oraz regulacji z tym nadzorem powiązanych, jak i nadzoru mikroostrożnościowego. Pokryzysowa działalność regulacyjna tak na szczeblu UE, jak i na szczeblu krajowym podejmowana jest zatem w trosce o zapewnienie stabilności finansowej oraz utrwalanie i rozwój sieci stabilności finansowej<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Tytułem przykładu zob. m.in. art. 4 ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (Dz.U. z 2017 r., poz. 1937 t.j.); uzasadnienie do ustawy z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami: <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12286052/12355928/12355929/dokument224217.pdf> (dostęp 20.11.2017). W przypadku aktów prawa UE zob. m.in. pkt 41 preambuły do dyrektywy 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiającej ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, Dz. Urz. UE L 173 z 12 czerwca 2014 r., s. 190.

<sup>3</sup> Szerzej na ten temat zob. zwłaszcza E. Fojcik-Mastalska, *Bank centralny. Miejsce Narodowego Banku Polskiego w sieci bezpieczeństwa finansowego*, w: *Prawo finansowe*, red. R. Mastalski, E. Fojcik-Mastalska, Warszawa 2011, s. 455; O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Warszawa 2008, *passim*; A. Jurkowska-Zeidler, *Zmiany w otoczeniu regulacyjnym rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: *XXV lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym – ocena dokonań i wnioski na przyszłość*, red. Z. Ofiarski, Szczecin 2014, s. 714; P. Smaga, *Rola banku centralnego w zapewnianiu stabilności finansowej*, Warszawa 2014, *passim*.

<sup>4</sup> Szeroko na ten temat zob. A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, *passim*.

Obok pola działań legislacyjnych z pojęciem stabilności finansowej spotkać się można w analizach zawartych w pracach przedstawicieli doktryny prawa rynku finansowego czy prawa finansowego<sup>5</sup>. Prawnicza dyskusja doktrynalna o stabilności finansowej na rynku finansowym UE koncentruje się wokół stabilności finansowej rozumianej po pierwsze, jako wartość urzeczywistniana na rynku; po drugie, jako cel regulacji rynkowych<sup>6</sup>; po trzecie, jako zasada tego rynku<sup>7</sup>; po czwarte, jako przesłanka zastosowania postanowień aktów prawa UE i krajowego<sup>8</sup> i po piąte, jako wytyczna interpretacyjna przy wykładni aktów prawa UE i krajowego<sup>9</sup>, przy czym elastyczność treści i funkcji pełnionych przez pojęcie „stabilność finansowa” uzasadnia zmieniające się przymioty nadawane temu pojęciu, uznawanemu raz za zasadę czy wartość na rynku finansowym, a w innym przypadku – za cel regulacji prawnorynkowych. Cenne są uwagi dotyczące normatywizacji treści pojęcia „stabilność finansowa”, jego znaczenia i cech charakterystycznych tego pojęcia prawnego zwłaszcza w odniesieniu do bankowości centralnej<sup>10</sup>, spraw nadzoru w ujęciu instytucjonalnym<sup>11</sup>, zwłaszcza nadzoru ostrożnościowego na rynku finansowym, tak w ujęciu mikroostrożnościowym<sup>12</sup>, jak i makroostrożności-

---

<sup>5</sup> Zob. m.in. *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, red. A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, Warszawa 2016, *passim*.

<sup>6</sup> Zob. zwłaszcza E. Fojcik-Mastalska, *op.cit.*, s. 455; A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku...*, *op.cit.*, s. 166 i n.; J. Stark, *Prinzipien einer stabilitätsorientierten europäischen Geldpolitik*, „Zeitschrift für Wirtschaftspolitik”, nr 2/2012, s. 123–134; L.J. Mester, *The nexus of macroprudential supervision, monetary policy, and financial stability*, „Journal of Financial Stability”, nr 30/2017, s. 179.

<sup>7</sup> M.in.: A. Nadolska, *Stabilność finansowa jako naczelna zasada prawa rynku finansowego*, „Monitor Prawa Bankowego”, nr 1/2015, s. 84–95.

<sup>8</sup> M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013, s. 181.

<sup>9</sup> M.in. w sprawie *Gauweiler* (Wyrok TSUE z dnia 16 czerwca 2015 r. Peter Gauweiler i inni przeciwko Deutscher Bundestag, sprawa C-62/14) czy w sprawie *Pringle* (wyrok TSUE z dnia 27 listopada 2012 r., Thomas Pringle przeciwko Government of Ireland, Ireland i The Attorney General, sprawa C-370/12), jak i w sprawie *Peter Paul* (wyrok TSUE w pełnym składzie z dnia 12 października 2004 r. Peter Paul, Cornelia Sonnen-Lütke i Christel Mörkens przeciwko Bundesrepublik Deutschland, sprawa C-222/02).

<sup>10</sup> A. Zalcewicz, *Stabilność krajowego systemu finansowego jako określenie służące wyrażeniu normy prawnej* (referat udostępniony za zgodą Autorki), Ogólnopolska Konferencja Naukowa „Rola bankowości centralnej w zapewnieniu stabilności finansowej rynku finansowego”, Wrocław, 17 maja 2013 r.

<sup>11</sup> M.in. A. Jurkowska-Zeidler, *Fundamentalne zmiany regulacji i nadzoru jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej w ramach Unii Bankowej*, „Gdańskie Studia Prawnicze”, nr 1/2015, s. 177–194; M. Fedorowicz, *op.cit.*, s. 130 i n.

<sup>12</sup> W zakresie nadzoru mikroostrożnościowego pracą o takim charakterze jest zwłaszcza monografia dotycząca bankowych norm ostrożnościowych, których prze-

wym<sup>13</sup>, oraz pozycji prawnej klienta na rynku usług finansowych<sup>14</sup>. Z kolei w naukach ekonomicznych, pozostających poza ramami niniejszego opracowania, stabilność finansowa rozumiana jest raczej jako stan gospodarki i finansów, który osiąga się m.in. przez konstrukcje określonych modeli, łączących m.in. politykę makroostrożnościową z monetarną czy wskazujących na cechy stabilności finansowej w ujęciu mikroekonomicznym i makroekonomicznym<sup>15</sup>.

Trzecią płaszczyzną (obok legislacyjnej i doktrynalnej), w której można odszukać nawiązania do pojęcia stabilności finansowej (płaszczyzną orzecznictwa), jest działalność orzecznicza TSUE (w szczególności w sprawach *Gauweiler*, *Peter Paul* czy *Pringle*), w której stabilność finansowa ujmowana jest najczęściej jako wartość, zasada czy cel przewidziany przez prawodawcę do urzeczywistnienia na rynku finansowym.

Różnorodność, wielość odniesień, odwołań i definicji pojęcia „stabilność finansowa” zmusza do postawienia pytań o potrzebę tworzenia definicji i jej treści, a także możliwego i praktycznego zastosowania przyjętych rozróżnień. Już bowiem choćby w potocznym języku kolidować mogą ze

---

strzeżenie przybliżyć do celu urzeczywistnienia stabilności finansowej, M. Olszak, *Bankowe normy ostrożnościowe*, Białystok 2011, *passim*; M. Olszak, M. Olszak, *Bazylea III – nowe standardy adekwatności kapitałowej i płynności banków*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego”, nr 9/2014, s. 9–22.

<sup>13</sup> H. Gronkiewicz-Waltz, *Instytucjonalizacja nadzoru makroostrożnościowego w UE*, „Monitor Prawa Bankowego”, nr 6/2015, s. 45–62; M. Fedorowicz, *Ocena projektu ustawy o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym w świetle zasady proporcjonalności ze szczególnym uwzględnieniem charakteru prawnego Rady ds. Ryzyka Systemowego oraz instrumentów nadzoru makroostrożnościowego*, Ośrodek Badań i Analiz Systemu Finansowego „ALTERUM”, Zakład Warszawskiego Instytutu Bankowości, Warszawa, maj 2014 r., [http://alterum.pl/uploaded/M.Fedorowicz\\_nadzor\\_makroostroznościowy.pdf](http://alterum.pl/uploaded/M.Fedorowicz_nadzor_makroostroznościowy.pdf) (dostęp 25.08.2017); M. Torończak, *Komitet Stabilności Finansowej po zmianach*, „Monitor Prawa Bankowego”, nr 5/2017, s. 80–95.

<sup>14</sup> Za prace o takim charakterze uznać można w niektórych wątkach służące – jak można odczytywać – normatywizacji pojęcia stabilność finansowa z uwzględnieniem klienta rynku usług finansowych książkę E. Rutkowskiej-Tomaszewskiej, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013, *passim* i w niektórych wątkach monografii również praca T. Nieboraka, *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomizacji prawa*, Poznań 2016, *passim*, która dodatkowo porusza zagadnienie stabilności finansowej jako przesłanki legislacyjnej.

<sup>15</sup> Zob. m.in. M. Rubio, J.A. Carrasco-Gallego, *Macroprudential and monetary policies: Implications for financial stability and welfare*, „Journal of Banking & Finance”, nr 49/2014, s. 335 i n.; zob. też m.in. M. Kiedrowska, P. Marszałek, *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewniania*, cz. I „Bank i Kredyt”, nr 3/2002, s. 20–34 i *idem*, *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewniania*, cz. II „Bank i Kredyt” nr 4/2002, s. 18–34; W. Hoff, *Analiza ekonomiczna rynku w działaniu organów regulacyjnych*, w: *Współzależność dyscyplin badawczych w sferze administracji publicznej*, red. M. Domagała, J. Izdebski, T. Stanisławski, S. Wrzoska, Warszawa 2010, s. 540.

sobą stabilność finansowa instytucji finansowych i stabilność finansowa klientów rynku usług finansowego. W końcu nurtujące jest pytanie o to, czy stabilność finansowa jest celem, wartością czy przesłanką dla stosowania różnych instytucji w sensie przedmiotowym na rynku finansowym UE. W niniejszym opracowaniu akcentuje się bowiem samo normatywne ujęcie pojęcia „stabilność finansowa”, celowo pomijając w nim słusznie i wielokrotnie akcentowany w doktrynie podstawowy finansowo-ekonomiczny wątek dyskursu.

Celem niniejszego artykułu jest zatem podjęcie próby ustalenia współczesnych komponentów pojęcia stabilności finansowej i wielopłaszczyznowości jego rozumienia oraz wskazanie na możliwe źródła jego ujęcia, a przez to również przybliżenie zmiany układu sieci stabilności finansowej w architekturze finansowej UE przez zmianę akcentu normatywnego w poszczególnych elementach tej sieci. Tezą przybliżaną w niniejszym opracowaniu jest bowiem twierdzenie o stabilności finansowej jako wieloelementowym i wielopłaszczyznowym oraz wielofunkcyjnym pojęciu, odnoszonym na szczeblu UE i krajowym zarówno do rynku jako całości, instytucji finansowych, jak i klientów tego rynku, które jest także wytyczną działań nadzorczych i celem działań współczesnej bankowości centralnej. Stanowi to wyraz poglądu o możliwości urzeczywistnienia stabilności finansowej jako wypadkowej wyważenia, pogodzenia i urzeczywistniania interesów prawnych wszystkich uczestników rynku finansowego, a wpisuje się również w pojęciowe poszukiwania w ramach podejmowanej w dyskursie teorii prawa rynku finansowego UE<sup>16</sup>.

### **Normatywizacja pojęcia „stabilność finansowa” na rynku finansowym UE**

Na rynku finansowym występują rozmaici uczestnicy, pełniąc zróżnicowane role i tworząc, od strony podmiotowej, rynek finansowy UE. Zaliczyć do nich należy instytucje finansowe, banki centralne, ale również klientów instytucji finansowych, będących konsumentami oferowanych produktów i usług finansowych. Oczywiście jest, że stabilność finansowa musi dotyczyć rynku jako całości, oznacza to jednak również, że na stabilność na rynku wpływ wywierają poszczególne wypadkowe stabilności pozostałych uczestników rynku finansowego UE, składając się niejako na sumę tej jednej wspólnej stabilności finansowej, rozumianej jako dobro wspólne i wspólna wartość na szeroko pojętym rynku finansowym UE.

---

<sup>16</sup> O tej propozycji zob. M. Fedorowicz, *Rola i zadania teorii prawa rynku finansowego UE*, „Bezpieczny Bank”, nr 1/2016, s. 114–134.

Wielokrotnie też w doktrynie pojawiały się wypowiedzi dotyczące stabilnej polityki cenowej, stabilnościowo zorientowanej nowej unii gospodarczej i walutowej (UGiW) czy stabilnej polityki fiskalnej, gdzie w pojęciu stabilności finansowej rozwijano jej fiskalno-gospodarcze regulacyjne elementy, poprzedzające wprowadzenie unormowań „Sześciopaku” czy Paktu Fiskalnego<sup>17</sup>. Co ważne, w nowej architekturze finansowej UE stabilność cenową realizowaną przez bankowość centralną dopełniają obecnie m.in.: Europejski System Nadzoru Finansowego (ESNF), Europejska Unia Bankowa (EUB), Europejski Mechanizm Stabilizacyjny (EMS) czy Pakt Fiskalny (PF). Pojęcie stabilności finansowej pojawia się tak w odniesieniu do części rynkowej, jak i części fiskalnej regulacji. Warto bowiem zwrócić uwagę, że również w postanowieniach dotyczących PF czy EMS pojawia się stabilność finansowa jako cel dla wprowadzenia regulacji i cecha odnoszona do stabilności finansowej całej strefy euro.

Pojęcie stabilności finansowej używane jest czasem zamiennie z pojęciem bezpieczeństwa finansowego. Dla odróżnienia tych pojęć, w ślad za A. Jurkowską-Zeidler przybliżyć trzeba, że bezpieczeństwo finansowe, a zatem najogólniej brak zewnętrznych i wewnętrznych zagrożeń gospodarczych, jest pojęciem nadrzędnym nad stabilnością finansową, stabilność finansowa jest bowiem metodologicznie przedmiotem ochrony bezpieczeństwa finansowego i rozumiana być może jako stan, w którym system finansowy działa bez zakłóceń, i w którym brak kryzysu finansowego i ryzyka systemowego<sup>18</sup>. Zastanawiając się i podejmując normatywną analizę „kiedy system finansowy działa bez zakłóceń”, należy wskazać, że pojęcie „stabilność finansowa” ma na rynku finansowym mocno zarysowany treściowy komponent nadzorczy. Wynika to choćby np. z postanowień art. 127 ust. 5 TfUE, w ramach którego określono, że Europejski System Banków Centralnych (ESBC) przyczynia się do należytego wykonywania polityk prowadzonych przez właściwe władze w odniesieniu do nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i do stabilności systemu finansowego. Postanowienia tego artykułu stały się również podstawą do powołania EUB w jej pierwszym, nadzorczym filarze z rozbudowanymi kompetencjami nadzorczymi EBC (Europejskiego Banku Centralnego) właśnie dla ochrony stabilności finansowej całej UE.

Nadzorcze zabarwienie występuje również w postanowieniach powołujących ESA (Europejskie Organy Nadzoru Finansowego, ang. *European Supervisory Authorities*), gdzie stabilność finansowa jest przesłanką dla za-

---

<sup>17</sup> Szerzej S. Pilz, *Ein fiskalpolitischer Pakt als Brücke in die Stabilitätsunion*, „Wirtschaftsdienst” 2012, s. 457 i n.; R. Beetsma, R. Gradus, *A Discussion of the Changes to Europe’s Macro-Fiscal Framework in Response to the Crisis*, „CESifo Forum”, nr 1/2012, s. 17 i n.

<sup>18</sup> A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego...*, op.cit., s. 166–171.

stosowania nadzorczych norm prawa rynku finansowego. Tak dzieje się np. w odniesieniu do przesłanek stosowania decyzji nadzorczych EBA (Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego, ang. *European Banking Authority*), ESMA (Europejskiego Organu Nadzoru nad Papierami Wartościowymi i Giełdą, ang. *European Securities and Market Authority*) i EIOPA (Europejski Organ Nadzoru Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych, ang. *European Insurance and Occupational Pension Funds Authority*, zgodnie art. 17, 18 czy 19 rozporządzeń o ESA)<sup>19</sup>. Trzeba jednak podkreślić, że w regulacjach nadzorczych UE z lat 2010–2017 stabilność finansowa stanowi normatywny, fundamentalny cel tych regulacji. Stało się to tak dominujące i wyraziste, że zaczęto formułować wypowiedzi o zmianie paradygmatu regulacyjnego na rynku finansowym na nadzorczy<sup>20</sup>. Za przykład posłużyć tu mogą podstawy prawne powołania Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS), EBA, ESMA i EIOPA, czyli wspomniane powyżej rozporządzenia o ERRS, EBA, ESMA i EIOPA.

We wszystkich przypadkach, w których ESA mogą wydawać decyzje nadzorcze, przesłanką zastosowania tego instrumentu stało się zapewnienie stabilności finansowej. Zgodnie z art. 17 ust. 6 rozporządzenia o EBA ESMA i EIOPA, przy naruszeniu prawa UE, gdy konieczne jest terminowe zarządzenie nieprzezwyciężeniu przepisów, w celu utrzymania bądź przywrócenia równych warunków konkurencji na rynku lub **zapewnienia prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego i jego stabilności**<sup>21</sup>, oraz w przypadku, gdy odpowiednie wymogi przewidziane w unijnych aktach prawa rynku finansowego są bezpośrednio stosowane wobec instytucji finansowych, organ ten może przyjąć decyzję indywidualną skierowaną do instytucji finansowej zobowiązując ją do podjęcia działań

---

<sup>19</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylenia decyzji Komisji 2009/78/WE, Dz. Urz. UE L 331 z 15.12.2010 r., s. 12 ze zm.; dalej jako rozporządzenie o EBA; rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE, Dz. Urz. UE L 331 z dnia 15.12.2010, s. 84 ze zm.; rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1094/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/79/WE, Dz. Urz. UE L 331 z 15.12.2010, s. 48 ze zm.

<sup>20</sup> Tak. m.in. w wielu swoich pracach A. Jurkowska-Zeidler, T. Nieborak, M. Fedorowicz.

<sup>21</sup> Pogrubienie odautorskie.

niezbędnych do wypełnienia jej obowiązków wynikających z prawa Unii, w tym do zaprzestania określonych praktyk. Podobnie w przypadku działań podejmowanych w sytuacji nadzwyczajnej na podstawie art. 18 ust. 4 rozporządzenia o EBA, ESMA i EIOPA, gdy pilne podjęcie środków zaradczych jest konieczne, by przywrócić prawidłowe funkcjonowanie rynków finansowych i ich integralność lub **stabilność całego systemu finansowego w Unii lub jego części**, organy unijne mogą stosować decyzje<sup>22</sup>.

Podobnie nadzorczy komponent stabilności finansowej charakteryzuje użycie przez ESA decyzji nadzorczych dla wypełniania zadań związanych z ochroną konsumentów i ich działalnością finansową, zgodnie z warunkami art. 9 ust. 5 rozporządzeń o ESA. W tym przypadku przesłanką zastosowania decyzji nadzorczych jest właśnie ochrona klienta i konsumenta, gdyż w tej sferze może dochodzić również do zagrożeń dla stabilności finansowej i to takich, które mogą generować ryzyko systemowe.

Z kolei inne niż nadzorcze zabarwienie ma termin „stabilność finansowa”, interpretowany przez pryzmat art. 127 ust. 1 TfUE, w którym uregulowano, że EBC ustala i kształtuje w ESBC politykę pieniężną, w tym w szczególności dba o stabilność cenową. Może również przyczyniać się do osiągnięcia celów gospodarczych, jeśli nie narusza to podstawowego celu monetarnego EBC. Zarówno realizacja celu monetarnego, jak i wspomaganie koordynacji polityk gospodarczych przez EBC może mieścić się również w szerokim rozumieniu stabilności finansowej, jednak już nie o konotacji nadzorczej.

W wymiarze orzeczniczym z kolei tytułem przykładu w sprawie *Gauweiler*<sup>23</sup> ugruntowano, że za pomocą instrumentów polityki pieniężnej można pośrednio wpływać na politykę gospodarczą, gdyż realizacja celów gospodarczych przez bankowość centralną przyczynia się do realizacji polityki pieniężnej. Jak podkreślono w punkcie 50 wyroku w sprawie *Gauweiler*, „[...] Zdolność ESBC do wpływania na kształtowanie się cen poprzez jego decyzje w zakresie polityki pieniężnej zależy bowiem w znacznym stopniu od przekazania wyemitowanych przez niego na rynku pieniężnym sygnałów do różnych sektorów gospodarczych” i z drugiej strony, tak jak również podkreślono w wyroku w sprawie *Pringle*, że środków z zakresu polityki pieniężnej nie można utożsamiać ze środkami z zakresu polityki gospodarczej tylko z tej przyczyny, że mogą one mieć pośredni wpływ na stabilność strefy euro<sup>24</sup>. Zauważalne jest tym samym w orzecznictwie utrzymanie rozdziału między polityką pieniężną, gospodarczą, nadzorczą i stabilnościową, choć obserwować można również tendencje uelastycz-

---

<sup>22</sup> Pogrubienie odautorskie.

<sup>23</sup> Wyrok w sprawie *Gauweiler* C-62/14 z dnia 16 czerwca 2015 r.

<sup>24</sup> Wyrok w sprawie *Pringle* C-370/12 z dnia 27 listopada 2012 r.



niania granic każdej z wymienionych polityk<sup>25</sup>. W szczególności rozdziela się stabilność cenową od stabilności strefy euro, dla tej drugiej wskazując, że właśnie podejmowanie działań przez ESM ma na celu samo w sobie zapewnienie stabilności strefy euro, przy czym ten ostatni cel nie dotyczy polityki pieniężnej<sup>26</sup>.

Koncentrując się na stanie stabilności finansowej osiąganym przez regulacje nadzorcze, statuujące określone nakazy i zakazy dla uczestników rynku finansowego i całego systemu finansowego UE, można wskazać, że współczesny nadzór finansowy charakteryzuje się cechą „wieloszczeblowości” czy też „wielopoziomowości” [szczebel unijnego nadzoru mikroostrożnościowego z ESA i makroostrożnościowego z ERRS oraz krajowego nadzoru w Polsce z Komisją Nadzoru Finansowego (KNF), i organem nadzoru makroostrożnościowego, którym jest Komitet Stabilności Finansowej (KSF)], co powoduje, że chronione dobro w postaci stabilności finansowej uzyskuje w ten sposób również wielopłaszczyznowy i wieloszczeblowy, a także wielopodmiotowy wymiar. Wskazana wielopodmiotowość dotyczy, tytułem przykładu, podmiotów zaangażowanych w nadzór makroostrożnościowy (m.in. Narodowy Bank Polski, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Ministerstwo Finansów). Podmiotami dbającymi o zapewnienie stabilności w wymiarze krajowym są zwłaszcza specjalnie powołany organ: Komitet Stabilności Finansowej na mocy ustawy o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym<sup>27</sup> oraz NBP, do którego aktywności należą również działania na rzecz stabilności finansowej. W art. 3 ust. 2 ustawy o Narodowym Banku Polskim<sup>28</sup> podkreślono, że do zadań NBP należą działania na rzecz stabilności systemu finansowego w zakresie instytucji finansowej oraz na rzecz wyeliminowania lub ograniczenia ryzyka systemowego, zgodnie z ustawą makroostrożnościową. Z kolei w wymiarze mikroostrożnościowym nadzór *sensu stricto* pełni KNF. W płaszczyźnie prawa UE stabilnościowe funkcje nadzorcze pełnią: ESA jako nadzorcy mikroostrożnościowymi oraz ERRS i EBC w wymiarze makroostrożnościowym, przy czym w EUB EBC pełni funkcję zarówno nadzorcy mikroostrożnościowego, jak i może pełnić również funkcję nadzorcy makroostrożnościowego. Dodać należy, że również Komitet Bazylejski wspiera stabilność finansową, zwłaszcza w wymiarze nadzorczym, zaleca-

---

<sup>25</sup> M. Fedorowicz, *Nowe zadania i funkcje Europejskiego Banku Centralnego w zapewnianiu stabilności finansowej w świetle regulacji Europejskiej Unii Bankowej*, Warszawa-Natolin 2016, s. 169.

<sup>26</sup> C-370/12 pkt 56 i C-62/14 pkt 64.

<sup>27</sup> Dz.U. z 2017 r., poz. 1934 – t.j.

<sup>28</sup> Dz.U. z 2017 r., poz. 1373 – t.j.

jąc przyjęcie w państwach regulacji nadzorczych, których rezultatem ma być wzmocnienie bezpieczeństwa i stabilności na rynku finansowym.

Oznacza to w praktyce, że zapewnienie stabilności finansowej jest właśnie sumą stabilności finansowej we wszystkich jej wymiarach. Występowanie stanu stabilności finansowej musi zatem w praktyce uwzględniać i kojarzyć interesy wszystkich uczestników na rynku finansowym i szerzej – w systemie finansowym UE. Nie oznacza to oczywiście, że interesy te (zarówno prawne, jak i ekonomiczne) nie mogą pozostawać w kolizjach. Dążenie do osiągnięcia idealnego stanu, w którym stabilność finansowa w wymiarze mikro i makro oraz stabilność finansowa klientów rynku finansowego pozostają w równowadze, jest niezmiernie trudne, dlatego ważne jest, aby po pierwsze, identyfikować interesy prawne i faktyczne poszczególnych uczestników na rynku finansowym, po drugie, aby identyfikować powiązania rynku finansowego UE z całym systemem finansowym, w tym w szczególności z systemami finansowymi państw członkowskich UE; po trzecie, aby wyważać te poszczególne interesy i kojarzyć z aktualną sytuacją ekonomiczną rynku finansowego UE; po czwarte natomiast, aby skutecznie i za pomocą efektywnych instrumentów zarządzać występującymi problemami, wcześniej oczywiście podejmując działania *ex ante*. W dużym stopniu na wyzwania te odpowiadają regulacje nadzoru makroostrożnościowego, tak na szczeblu UE, jak i stworzone we wszystkich państwach członkowskich ramy prawne nadzoru makroostrożnościowego i organy makroostrożnościowe, niejednokrotnie też, tak jak w Polsce, odpowiedzialne za implementację i prawidłowe stosowanie postanowień buforowych, których celem jest przeciwdziałanie występowaniu ryzyk systemowych w sektorze finansowym, a w ten sposób osiąganie celu stabilności finansowej w ramach nadzoru makroostrożnościowego<sup>29</sup>.

Stabilność finansowa jest zatem pojęciem wielofunkcyjnym i takim musi pozostać, jednak potrzebne jest jego uszczegóławianie, co zapewne będzie powodować dalszą jego normatywizację i konkretyzację. I wydawać by się mogło, że istnienie pojęć niedookreślonych w prawie nie jest ani niczym nowym, ani niczym szczególnym i jest – z uwagi na uelastyczenie prawa – niezbędnym w procesie stosowania prawa. Odkodowywanie z przepisów treści istotnych dla pojęcia stabilność finansowa jest jednak ważne z uwagi na obserwowane na rynku finansowym „zazębianie się” norm prawa publicznego i prywatnego, swoiste „Verzahnung” w prawie rynku finansowego. Jak można po dokonaniu analiz wskazać, w więk-

---

<sup>29</sup> M.in. D. Giannone, M. Lenza, H. Pill, L. Reichlin, *Macroprudential Policy and Monetary Policy: Some Lessons from the Euro Area*, w: *Macroprudential Regulatory Policies. The new road to financial stability*, red. S. Clasesens, D.D. Evanoff, G.G. Kaufman, L.E. Kodres, New Jersey–London 2012, s. 103–118.

szości przypadków, wszędzie tam, gdzie w przepisach pojawia się pojęcie „stabilność finansowa” czy to jako zasada w znaczeniu opisowym, czy jako cel urzeczywistniany danym aktem prawnym czy zespołu instytucji, oznaczać to będzie często interferencję norm prawa publicznego i prywatnego oraz powodować stosowanie norm prawa publicznego. To bowiem osiągnięcie celu stabilności finansowej uzasadniać ma sięganie przez nadzorcę lub prawodawcę unijnego czy krajowego do instrumentów prawa publicznego, również w obszarze norm prywatnoprawnych. Z tego punktu widzenia, a więc przenikania się norm prawa publicznego z prywatnymi, interesujące dla nauki i praktyki wydaje się zidentyfikowanie tych obszarów, gdzie gospodarka i finanse pozostają „na styku” i gdzie normy prawa publicznego oraz prywatnego pozostają w interferencji, gdyż zabieg taki pozwala również m.in. na rekonstrukcję wielu nowych (lub pogłębienie dotychczasowych) obszarów interferencyjnych. Wśród nowych wymienić należy w tym aspekcie zwłaszcza instrumenty rekaptalizacyjne w nowej ustawie z 10 września 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji<sup>30</sup>, postanowienia buforowe w nowej ustawie o nadzorze makroostrożnościowym z 2015 r. czy zagadnienia ograniczania odpowiedzialności odszkodowawczej w wymienionej powyżej ustawie o BFG, jak i objęcie nadzorem pośredników hipotecznych i agentów na mocy ustawy o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami<sup>31</sup>.

### **Problemy w zakresie osiągnięcia stabilności finansowej w UE**

Dążenie do osiągnięcia stanu stabilności finansowej stanowi niewątpliwe wyzwanie współczesnych uczestników rynku finansowego. Trudności w zakresie osiągnięcia tego stanu mają wiele przyczyn.

Jednym z elementów utrudniających osiągnięcie stabilności finansowej na rynku finansowym UE jest z pewnością zjawisko inflacji prawa. Z jednej strony celem wydawanych w ostatnim czasie przepisów nadzorczych jest osiągnięcie jednolitości normatywnej i interpretacyjnej w państwach członkowskich, jednak kosztem takiego uwspólniającego podejścia jest niewątpliwie rozrost regulacji na rynku finansowym. Pomoc świadczą w tym zakresie zasada proporcjonalności i zasada subsydiarności, jednak swoisty paradoks polega na tym, że jeśli zasada subsydiarności zasadnie rozdziela

---

<sup>30</sup> Dz.U. z 2016 r., poz. 1937 – t.j.

<sup>31</sup> Dz.U. z 2017 r., poz. 819.

materie do uregulowania na szczeblu UE i krajowym, tak zasada proporcjonalności i jej test powodują, że wymagany jest niezwykle szczegółowy (często nadmiernie) rozbudowany zapis normatywny.

Konsekwencją rozbudowania przepisów dotyczących rynku finansowego w warstwie nadzorczej jest przede wszystkim ograniczenie uznania i opcyjności krajowych nadzorców i ich luzu interpretacyjnego, co przejawia się m.in. w usztywniających i wiążących BTS-ach<sup>32</sup>, ale również przez postanowienia bezpośrednio stosowalnego rozporządzenia CRR<sup>33</sup>. Stan ten jest efektem wprowadzenia zarówno ESNF z kompetencjami dla unijnych nadzorców mikroostrożnościowych i ich powiązania z ERRS jako organem makroostrożnościowym, jak i wdrożeniem regulacji CRR/CRD IV<sup>34</sup>. Wprowadzenie na szczeblu UE jednolitości interpretacyjnej dla wykonywania regulacji CRR/CRD IV i pozostałych regulacji na rynku finansowym UE w poszczególnych jego segmentach tworzy rękojmię i szansę dla realizacji stabilnościowego interesu unijnego w skali całego rynku finansowego UE. Niezbędnym kosztem takiej wizji jest jednak niewątpliwie częściowe okrojenie możliwości interpretacyjnych krajowych nadzorców związanych teraz zwłaszcza bezpośrednio stosowanymi i wiążącymi BTS-ami, które w sposób jednolity i miejscami niepozostawiający uznania tłumaczą i doprecyzowują zwroty i terminy używane w regulacji CRR/CRD IV.

Pośrednio wpływ na osiągnięcie stabilności finansowej na rynku finansowym UE wywiera również rozprzestrzeniające się poczucie deficytu demokratycznego w sprawach rynku finansowego UE. Deficyt ten jest trudny do pokrycia w materiałach związanych z rynkiem finansowym, gdzie w sposób szczególny chodzi o szybkość podejmowania decyzji finansowych i ich punktowej realizacji. Skoro szybkość i transparentność działań, jako już zasady na rynku finansowym UE, są nieodzowne dla zapewnienia funkcjonowania wszystkim uczestnikom rynku finansowego UE, to pomysłem na rozwiązanie deficytu demokratycznego może stać się zwłaszcza wzmocnienie odpowiedzialności podmiotów za działania

---

<sup>32</sup> Wykonawcze i regulacyjne standardy techniczne, ang. *Binding Technical Standards*, uchwalane na podstawie art. 290 i 291 TfUE.

<sup>33</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L z dnia 27 czerwca 2013 r. nr 176 s. 1.

<sup>34</sup> Dyrektywa nr 2013/36/UE Parlamentu Europejskiego i Rady 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, Dz. Urz. UE L z dnia 27 czerwca 2013 r. nr 176, s. 338.

podejmowane na rynku finansowym w aspekcie prawno-finansowym, jednak zgodnie z szeroko pojmowaną klauzulą odpowiedzialności *bail-in* na rynku finansowym i ograniczeniem korzystania z pieniędzy publicznych w razie trudności finansowych, ale także zgodnie z zasadą swobody woli stron umowy i ochroną klienta przed asymetrią informacyjną. Jak pokazał kryzys, który powstał na rynku kredytów hipotecznych *subprime*, czy działalność związana z polisokatami, ocena tych zjawisk w świetle powyższych założeń nie jest łatwa. Trzeba jednak podkreślić, że każdy z przypadków musi podlegać odrębnej, a nie systemowej analizie dotyczącej stwierdzenia potencjalnych naruszeń<sup>35</sup>. Potrzebna na rynku finansowym wydaje się refleksja nad postrzeganiem deficytu demokratycznego, który wyraża się m.in. w potrzebie poszerzenia obowiązków informacyjnych i polityce informacyjnej kierowanej do klientów, a który uwzględniać również musi zderzenie zasad fundamentalnych dla prawa cywilnego, na podstawie którego konstruowane są produkty i usługi finansowe oferowane konsumentom z dopuszczalnym i niezbędnym zakresem nadzoru nad nimi. Problem ten, dotyczący również pewnej filozofii nadzoru, wydaje się szczególnie doniosły, a to z uwagi na z jednej strony konieczność poszanowania zasad wynikających z prawa prywatnego, a z drugiej strony, stworzenia mechanizmów ochronnych za pomocą norm prawa publicznego, dzięki którym możliwe staje się „załatanie” luki deficytu demokratycznego w rynkowych sprawach finansowych. W ten trend regulacyjny wpisuje się również m.in. przywołana już wcześniej ustawa o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami<sup>36</sup>, w której bardzo szczegółowo określono obowiązki informacyjne banków udzielane klientom przed zawarciem umowy kredytowej i w trakcie jej realizacji (rozdziały II–IV tej ustawy), a nadzorowi KNF poddano działalność pośredników i agentów hipotecznych. Pozwala to stwierdzić, że treści normowane tą ustawą zawierają w istocie materie istotne z makroostrożnościowego punktu widzenia, gdyż – jak pokazał kryzys m.in. w USA – mogą generować ryzyko systemowe i mieć znaczenie dla stabilności finansowej.

Kluczowym, fundamentalnym elementem w analizach dotyczących stabilności finansowej staje się interpretacyjne odświeżenie i wzrost zna-

---

<sup>35</sup> Zob. szerzej na ten temat zwłaszcza P. Frątczak, *Umowy bankowe a stabilność finansowa*, „Bezpieczny Bank”, nr 4/2015, s. 67–90.

<sup>36</sup> Ustawa ta implementuje postanowienia dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z dnia 4 lutego 2014 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomością mieszkalnymi i zmieniającej dyrektywy 2008/48/WE i 2013/36/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 1093/2010, Dz. Urz. UE L 60 z 28.02.2014, s. 34.

czenia wspomianej już powyżej zasady proporcjonalności na rynku finansowym. Jest ona niezbędna tak w procesie tworzenia, stanowienia, jak i stosowania oraz interpretacji prawa rynku finansowego. Kosztem stosowania tej zasady jest jednak uciążliwie i pracochłonne przeprowadzanie testów proporcjonalności regulacji opartych na stworzonych i szeroko analizowanych w literaturze kryteriach zasady proporcjonalności<sup>37</sup>. To ona jest jednak kluczem i podstawowym miernikiem właściwego i zgodnego z przepisami traktatowymi rozdziału materii między szczebel krajowy a unijny, powodując jednak czasami rozbudowanie przepisów dotyczących rynku finansowego.

Nie tylko zasada proporcjonalności czy deficytu demokratycznego w sprawach rynkowych, ale zwłaszcza klauzula *bail-in* jest bardzo istotna w żmudnym procesie wyważania i godzenia interesów poszczególnych uczestników na rynku finansowym w celu urzeczywistnienia stabilności finansowej. Stanowiąca swoistą przeciwwagę dla klauzuli *no bail-out* z art. 125 TfUE i szeroko interpretowana klauzula *bail-in* koncentrują się w wymiarze wewnętrznym na ograniczeniu odpowiedzialności za problemy na rynku finansowym tylko do tego rynku i w wymiarze zewnętrznym na ograniczeniu czy wręcz całkowitym wyeliminowaniu korzystania w razie trudności z pieniędzy sektora budżetowego. Wyrazem tej tendencji są zwłaszcza postanowienia nowej ustawy o BFG, statuujące BFG jako organ przymusowej restrukturyzacji.

Jak wspomniano, unijny rynek finansowy boryka się od dłuższego czasu z wielkim tempem i zakresem zmian regulacyjnych. Powoduje to rozrost aktów prawa UE dotyczących rynku finansowego. Dobrym rozwiązaniem dla przeciwdziałania występowaniu takich sytuacji mogłoby stać się zwłaszcza zwiększenie możliwości stosowania i wzmożonego tworzenia jednoznacznych przepisów o adaptacyjnej funkcji. Przykładem takich unormowań mogą być – choć niepozbawione problemów interpretacyjnych<sup>38</sup> – interesu-

---

<sup>37</sup> Szerzej na ten temat zob. S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Uwarunkowania, narzędzia, szanse, zagrożenia*, ALTERUM Ośrodek Badań i Analiz Systemu Finansowego – Zakład Warszawskiego Instytutu Bankowości, Warszawa 2013, *passim*; zob. również S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, Warszawa 2014, *passim*.

<sup>38</sup> Zob. szerzej E. Peuker, *Die Anwendung nationaler Rechtsvorschriften durch Union-sorgane – ein Konstruktionsfehler der europäischen Bankenaufsicht*, „Juristenzeitung”, nr 15/16/2014, s. 764 i n.; G.T. Kuile, L. Wissink, W. Bovenschein, *Tailor-made Accountability within the Single Supervision Mechanism*, „Common Market Law Review”, nr 1, vol. 52/2015, s. 186 i n.; A. Witte, *The application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel modes of executing EU law?*, „Maastricht Journal of European and Comparative Law”, nr 1/2014, *passim*; S. McPhilemy, *Integrating rules, disintegrating markets: The end of national discretion in European banking?*, „Journal of European Public Policy”, no. 10, vol. 21/2014, s. 1487.

jące przepisy z rozporządzenia 1024/2013<sup>39</sup>, a dotyczące EUB, które wyposażają EBC w kompetencję do stosowania w SSM (ang. *Single Supervisory Mechanism*, jednolity nadzór bankowy w EUB) krajowego prawa implementującego unijne dyrektywy bankowe. Wyrażona w rozporządzeniu 1024/2013 możliwość stosowania krajowego prawa implementującego dyrektywy bankowe wywołuje jednak zarazem pytania o sposób, zakres i podmiot kontroli stosowania tego prawa przez EBC w tzw. trzecim typie jego stosowania. Niewątpliwie potrzebna sądowa kontrola w tym zakresie wymaga uwzględnienia organów sądowych zarówno szczebla krajowego, jak i unijnego. Pewne wątpliwości pozostają również po analizie art. 134 TFUE, na mocy którego EBC nie może uchylać dyrektyw, w analizowanej jednak sytuacji, działając na mocy rozporządzenia 1024/2013, EBC jest jednak władny do stosowania krajowego prawa wdrażającego dyrektywy. W sytuacji, w której okazałoby się jednak, że dane państwo nie wdrożyło dyrektywy lub wdrożyło ją w całości czy w części wadliwie, to czy istniałaby możliwość bezpośredniego powołania się przez EBC na dyrektywę? Takie konstrukcje normatywne nie przyczyniają się do osiągnięcia stanu stabilności finansowej w jej najbliższym otoczeniu normatywnym i – jak się wydaje – w takim kształcie nie wspomagają krajowych czy unijnych nadzorców w procesie stosowania prawa, choć z punktu widzenia ich adaptacyjnej funkcji są bardzo potrzebne.

Wieloaspektowe i wieloszczeblowe pojęcie stabilności finansowej, w ramach którego kojarzy się stabilność finansową danego państwa członkowskiego UE ze stabilnością finansową sumy pozostałych państw UE jest jednak wypadkową wielu komponentów, które muszą uwzględniać dążenie w podstawowym zakresie również do osiągnięcia stabilności pozostałych uczestników rynku finansowego. Czym jest ta stabilność w podstawowym zakresie? Ten podmiotowy punkt widzenia, analizowany w niniejszym opracowaniu, wydaje się szczególnie potrzebny, gdyż tworzy szansę na kompleksowe i wszechstronne zrozumienie powiązań między poszczególnymi uczestnikami rynku finansowego oraz stworzenie pewnej gradacji stabilności finansowej jako stopniowalnego stanu rynku finansowego UE. Czym innym jest bowiem poczucie stabilności finansowej na rynku przez klientów, czym innym stabilność finansowa instytucji finansowych na rynku, a jeszcze inaczej rozważane być muszą prawne instrumenty oddziaływania krajowych nadzorców finansowych na rynku finansowym, przy czym mozaika tych zależności osadzona jest w przestrzeni prawnej, w której bankowość centralna dba o utrzymanie stabilnego poziomu cen.

---

<sup>39</sup> Rozporządzenie Rady (UE) nr 1024/2013 z dnia 15 października 2013 r. powierzające Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi, Dz. Urz. UE L 287 z 29.10.2013, s. 63.

Szeroko rozumiana stabilność finansowa jest zatem wypadkową tych różnych powiązań i interakcji zachodzących między uczestnikami rynku finansowego UE i w systemie finansowym oraz dotyczy różnych płaszczyzn – unijnej, krajowej, w tym konsumenckiej, czy instytucji finansowych. Wspomniana stopniowalność stabilności finansowej wynikać będzie oczywiście z przyjmowanej filozofii regulacyjnej i uzasadnień ekonomicznych. Można jednak, jak się wydaje, wskazać, że po pierwsze, istotna jest przestrzeń prawna, która stanowi fundament działań podejmowanych w systemie finansowym, jest to stabilność cenowa; po drugie, stabilność w ujęciu makroostrożnościowym i mikroostrożnościowym, której pochodną jest stabilność finansowa ostatecznego beneficjenta, czyli klienta rynku usług finansowych.

Jednym z problemów związanych z uzyskaniem stanu stabilności finansowej jest powstająca czasami trudność z jasnym i precyzyjnym wyznaczeniem granic prawych i ekonomicznych między polityką pieniężną, nadzorczą i gospodarczą. Wszystkie one mieszczą się w szeroko pojętej polityce finansowej wpływającej na politykę gospodarczą, politykę makroostrożnościową. Jak pokazują sprawy *Gauweiler* czy *Pringle*, polityki te oraz normy prawne określające granice każdej z tych polityk warunkują się wzajemnie, a stwierdzona powszechnie w literaturze luka w traktatach unijnych w zakresie zarządzania kryzysami finansowymi w państwach strefy euro wywołała konieczność podjęcia fundamentalnej debaty nad koniecznością dookreślenia traktatowych ram prawych w zakresie polityki nadzorczej, gospodarczej i pieniężnej, w tym zwłaszcza aktywności EBC w tym zakresie. Europejski Bank Centralny przeniósł na siebie ciężar sterowania unijną polityką makroostrożnościową, nadzorczą i pieniężną, co wywołuje pewne uwagi dotyczące współczesnego ujęcia zasady niezależności EBC.

### **Wyzwania w zakresie osiągnięcia celu stabilności finansowej w UE**

Podstawowym wyzwaniem w zakresie osiągnięcia celu stabilności finansowej na rynku finansowym jest przede wszystkim zapewnienie stabilizacji regulacyjnej, która ma olbrzymi wpływ na stabilność finansową. Chodzi zatem o stworzenie, egzekwowanie i racjonalne interpretowanie warunków normatywnych dla osiągnięcia stabilności finansowej. Ma to istotne znaczenie zwłaszcza w sytuacji, w której np. ryzyka systemowe na rynku finansowym mogą być powiązane z aktywnościami klientów rynku usług finansowych.

Trudności obserwowane w osiągnięciu stanu stabilności finansowej w UE w warunkach kryzysu finansowego, w tym w szczególności problemu bra-



ku efektywnego instrumentarium zarządzania kryzysowego w państwach strefy euro, legitymują dyskusję nad potrzebą zmiany konstrukcji UGiW i związanych z tym rozwiązań traktatowych. Chodzi tutaj zwłaszcza o załatwienie występującej w traktacie luki tetycznej, a także lepszą legitymizację działań na rynku finansowym UE, w tym w szczególności w sektorze bankowym i – szerzej – w skali całego systemu finansowego UE, jak i zapewnienie większej spójności prakseologicznej w systemie finansowym UE, w szczególności między po pierwsze, ramieniem walutowym i gospodarczym, a w konsekwencji – po drugie, między rozwiązaniami fiskalnymi (m.in. tzw. Sześciopak, PF i częściowo EMS) a rozwiązaniami istotnymi dla rynku finansowego UE w postaci EUB oraz aktywności EBC jako organu nadzoru.

Dla ograniczenia inflacji regulacyjnej istnieje potrzeba rozważenia reformowania tego systemu w kierunku przyjęcia po pierwsze, części ogólnej prawa rynku finansowego – wspólnej dla wszystkich segmentów rynku finansowego, składającej się ze źródeł tego prawa, mechanizmów sądowej kontroli rozstrzygania sporów między instytucjami finansowymi a nadzorcami oraz między instytucjami finansowymi a klientami, znalezienia zakresów treściowych dla krzyżujących się norm prawa publicznego i prywatnego na rynku finansowym i kwalifikacji tych norm jako prywatnych lub publicznych albo też tworzących obszary szczególnej doniosłości regulacyjnej z punktu widzenia celu stabilności finansowej; a po drugie, na międzysektorowym ujednoceniu części szczegółowej prawa rynku finansowego, co i tak już częściowo się dokonuje, nie tylko z punktu widzenia przyjmowanych instrumentów prawnego oddziaływania (ale również materialnego, treściowego ujednocenia wszędzie tam, gdzie jest to zasadne i możliwe z racji specyfiki poszczególnych sektorów). Wskazany powyżej problem „zazębiana się” norm prawa prywatnego i publicznego na rynku finansowym stanowi – jak można uznać – jedno z fundamentalnych wyzwań doktrynalnych dla nauki prawa rynku finansowego. Jego rozwiązanie w kategoryzowanych sprawach będzie bowiem miało skutki dla przyjęcia określonego sposobu ochrony klienta tego rynku, jak i wskazania na standardowe, minimalne lub maksymalne obowiązki instytucji finansowych względem klientów, zwłaszcza przy oferowaniu klientom nowych produktów czy usług finansowych.

Osiąganie sprzyjającego stabilności finansowej otoczenia normatywnego wiąże się również, jak należy podkreślić i postulować, z wykształceniem i przyjęciem określonych dyrektyw interpretacyjnych właściwych w specyficznym procesie interpretacji norm prawa rynku finansowego, w procesie wykładni, która powinna uwzględniać z jednej strony element prywatnoprawny, a z drugiej strony – element publicznoprawny, którego

wyznacznikiem będą właśnie określone komponenty treściowe pojęcia „stabilność finansowa”.

### Uwagi końcowe

Stabilność finansowa jest dziś terminem kluczem dla podejmowanej analizy regulacji finansowych na rynku finansowym UE. Wielopłaszczyznowość i wieloaspektowość tego pojęcia nie dziwi z uwagi na rozrost instytucji oraz instrumentów przeciwdziałania trudnościom finansowym na rynku i w systemie finansowym UE. Zapowiadana i częściowo dokonująca się modernizacja UGiW w nową stabilnościową UGiW stanowi zapowiedź zmian, które powinny mieć charakter jakościowy, a nie instytucjonalny. Nie jest bowiem potrzebne tworzenie kolejnych organów i instytucji powoływanych dla osiągania celów *ad hoc*, potrzebne jest maksymalne uproszczenie i ujednoczenie działań prawodawczych na szczeblu UE i krajowym oraz także wytworów tych działań. W sposób szczególny akcentować należy współcześnie normatywne pojęcie stabilności finansowej jako stanu na rynku, który jest stopniowalny i który powinien dotyczyć wszystkich jego uczestników. Warto też pamiętać, że osiągnięcie tego stanu jest wypadkową zachowań wszystkich uczestników na tym rynku.

Wszystkie aspekty i elementy treści pojęcia stabilności należy uwzględnić w procesie zarówno tworzenia, stosowania, jak i zwłaszcza pamiętać o nich w procesie wykładni prawa rynku finansowego, co w następstwie wcale nie oznacza, że nie może dochodzić do turbulencji na rynku, ale należy odpowiednio wcześniej im przeciwdziałać i nimi zarządzać. Aby zawirowania nie były nadmierne i stabilność utrzymana w pewnych ramach, trzeba harmonizować wszystkie aspekty i wymiary oraz płaszczyzny stabilności. Do pilnych spraw, wymagających dopracowania w kwestiach regulacji rynku finansowego, należy przegląd aktów prawnych pod kątem właściwej i precyzyjnej normatywizacji ekonomicznych pojęć używanych w definicjach legalnych wielu aktów prawnych rynku finansowego. Zapewnienie jasności i transparentności wspomże niełatwy proces wykładniczy rekonstrukcji norm prawnych.

Współcześnie najpoważniejszym problemem wydaje się umiejętne pogodzenie celów pieniężnych z celami gospodarczymi w działalności EBC. Warto „załatać” lukę konstrukcyjną w TfUE polegającą na niesymetryczności UGiW. Postulat ten, jak wiadomo, ma już kilka lub nawet kilkanaście lat, nowym postulatem jest stworzenie bardziej efektywnych połączeń między regulacjami natury fiskalnej i regulacjami EUB w zakresie SSM i kolejnymi filarami SRM (ang. *Single Resolution Mechanism*, jednolity mechanizm uporządkowanej likwidacji i restrukturyzacji w EUB) oraz przy-

szłego SDGS (ang. *Single Deposit Guarantee Scheme*, jednolity mechanizm gwarantowania depozytów w EUB *in statu nascendi*). W obliczu krytyki EMS warto również zastanowić się nad wprowadzeniem traktatowych mechanizmów wspomagania państw borykających się z trudnościami i uwzględnieniem tych mechanizmów w regulacjach z zakresu polityki budżetowej.

Kolejnym zagadnieniem wymagającym nowego podejścia jest analiza sieci stabilności finansowej w UE, uwzględniająca nowe instytucje i organy powołane w UE dla ochrony rynku i uczestników rynku finansowego, w tym również klientów rynku finansowego UE oraz akcentująca nadzór makroostrożnościowy unijny i krajowy w nowej szacie normatywnej. Obok nadzoru nad rynkiem finansowym i nieznaną na taką skalę przed 2011 r. wielopłaszczyznowości tego nadzoru, jak i wprowadzenia EUB w jej filarze nadzorczym i restrukturyzacyjnym, pojawia się działalność EBC jako pożyczkodawcy ostatniej instancji, nadzorcy bankowego i gwaranta polityki pieniężnej w UE, a także subsydiarnie organu pomagającego w procesie kwalifikacji instytucji do programu uporządkowanej likwidacji i restrukturyzacji. Niektóre z tych nowych zadań EBC odzwierciedlone zostały w orzeczeniach *Pringle* i *Gauweiler*, gdzie objawiona została rola EBC jako instytucji godzącej interakcje oraz możliwe negatywne konsekwencje prawne występujące między postanowieniami rynkowymi i fiskalnymi w UE, związanymi z jednej strony z klauzulą *bail-in*, a z drugiej strony z klauzulą *no bail-out* oraz działalnością EBC w ramach subsydiarnie realizowanego celu wspierania ogólnych polityk gospodarczych UE, a także EBC jako pomocnika w zakresie zarządzania kryzysowego w państwach strefy euro i udzielającego im pomocy finansowej.

## Bibliografia

- Beetsma R., Gradus R., *A Discussion of the Changes to Europe's Macro-Fiscal Framework in Response to the Crisis*, „CESifo Forum”, nr 1/2012.
- Fedorowicz M., *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013.
- Fedorowicz M., *Nowe zadania i funkcje Europejskiego Banku Centralnego w zapewnianiu stabilności finansowej w świetle regulacji Europejskiej Unii Bankowej*, Warszawa-Natolin 2016.
- Fedorowicz M., *Ocena projektu ustawy o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym w świetle zasady proporcjonalności ze szczególnym uwzględnieniem charakteru prawnego Rady ds. Ryzyka Systemowego oraz instrumentów nadzoru makroostrożnościowego*, Ośrodek Badań i Analiz

- Systemu Finansowego „ALTERUM”, Zakład Warszawskiego Instytutu Bankowości, Warszawa, maj 2014 r., [http://alterum.pl/uploaded/M.Fedorowicz\\_nadzor\\_makroostroznościowy.pdf](http://alterum.pl/uploaded/M.Fedorowicz_nadzor_makroostroznościowy.pdf).
- Fedorowicz M., *Rola i zadania teorii prawa rynku finansowego UE*, „Bezpieczny Bank”, nr 1/2016.
- Fojcik-Mastalska E., *Bank centralny. Miejsce Narodowego Banku Polskiego w sieci bezpieczeństwa finansowego*, w: *Prawo finansowe*, red. R. Mastalski, E. Fojcik-Mastalska, Warszawa 2011.
- Fraćczak P., *Umowy bankowe a stabilność finansowa*, „Bezpieczny Bank”, nr 4/2015.
- Giannone D., Lenza M., Pill H., Reichlin L., *Macroprudential Policy and Monetary Policy: Some Lessons from the Euro Area*, w: *Macroprudential Regulatory Policies. The new road to financial stability*, red. S. Clasesens, D.D. Evanoff, G.G. Kaufman, L.E. Kodres, New Jersey–London 2012.
- Gronkiewicz-Waltz H., *Instytucjonalizacja nadzoru makroostrożnościowego w UE*, „Monitor Prawa Bankowego”, nr 6/2015, s. 45–62.
- Hoff W., *Analiza ekonomiczna rynku w działaniu organów regulacyjnych*, w: *Współzależność dyscyplin badawczych w sferze administracji publicznej*, red. M. Domagała, J. Izdebski, T. Stanisławski, S. Wrzoska, Warszawa 2010.
- Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008.
- Jurkowska-Zeidler A., *Fundamentalne zmiany regulacji i nadzoru jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej w ramach Unii Bankowej*, „Gdańskie Studia Prawnicze”, nr 1/2015.
- Jurkowska-Zeidler A., *Zmiany w otoczeniu regulacyjnym rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: *xxv lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym – ocena dokonań i wnioski na przyszłość*, red. Z. Ofiarski, Szczecin 2014.
- Kasiewicz S., Kurkliński L., Szpringer W., *Zasada proporcjonalności a polski sektor bankowy. Uwarunkowania, narzędzia, szanse, zagrożenia*, ALTERUM Ośrodek Badań i Analiz Systemu Finansowego – Zakład Warszawskiego Instytutu Bankowości, Warszawa 2013.
- Kasiewicz S., Kurkliński L., Szpringer W., *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, Warszawa 2014.
- Kiedrowska M., Marszałek P., *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewniania*, cz. I „Bank i Kredyt”, nr 3/2002.
- Kiedrowska M., Marszałek P., *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewniania*, cz. II „Bank i Kredyt”, nr 4/2002.
- Kuile G.T., Wissink L., Bovenschein W., *Tailor-made Accountability within the Single Supervision Mechanism*, „Common Market Law Review”, nr 1, vol. 52/2015.

- Lemmonier M., *Europejskie modele instrumentów finansowych*, Warszawa 2017.
- McPhilemy S., *Integrating rules, disintegrating markets: The end of national discretion in European banking?*, "Journal of European Public Policy", no. 10, vol. 21/2014.
- Mester L.J., *The nexus of macroprudential supervision, monetary policy, and financial stability*, „Journal of Financial Stability”, nr 30/2017.
- Nadolska A., *Stabilność finansowa jako naczelną zasadą prawa rynku finansowego UE*, „Monitor Prawa Bankowego”, nr 1/2015.
- Nieborak T., *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomicznej transformacji*, Poznań 2016.
- Olszak M., *Bankowe normy ostrożnościowe*, Białystok 2011.
- Olszak M., Olszak M., *Bazylea III – nowe standardy adekwatności kapitałowej i płynności*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego”, nr 9/2014.
- Oreżniak L., *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 1999.
- Oreżniak L., *Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego UE*, „Bank i Kredyt”, nr 7/2003.
- Pilz S., *Ein fiskalpolitischer Pakt als Brücke in die Stabilitätsunion*, „Wirtschaftsdienst” 2012.
- Peuker E., *Die Anwendung nationaler Rechtsvorschriften durch Unionsorgane – ein Konstruktionsfehler der europäischen Bankenaufsicht*, „Juristenzeitung”, nr 15/16/2014.
- Piórkarczyk R., *Globalne rynki finansowe. Praktyka funkcjonowania*, Warszawa 2017.
- Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, red. Jurkowska-Zeidler A., Olszak M., Warszawa 2016.
- Pruski J., *Problemy architektury sieci stabilności finansowej na tle doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, „Bezpieczny Bank”, nr 3/2010.
- Rubio M., Carrasco-Gallego J.A., *Macroprudential and monetary policies: Implications for financial stability and welfare*, „Journal of Banking & Finance”, nr 49/2014.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013.
- Smaga P., *Rola banku centralnego w zapewnianiu stabilności finansowej*, Warszawa 2014.
- Stark J., *Prinzipien einer stabilitätsorientierten europäischen Geldpolitik*, „Zeitschrift für Wirtschaftspolitik”, nr 2/2012.
- Szczepańska O., *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Warszawa 2008.
- Torończak M., *Komitet Stabilności Finansowej po zmianach*, „Monitor Prawa Bankowego”, nr 5/2017.

- Wojtczak-Samoraj D., *Kilka uwag na temat otoczenia regulacyjnego rynku finansowego Unii Europejskiej*, „IKAR”, nr 5/2014.
- Witte A., *The application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel modes of executing EU law?*, “Maastricht Journal of European and Comparative Law”, nr 1/2014.
- Zalcewicz A., *Stabilność krajowego systemu finansowego jako określenie służące wyrażeniu normy prawnej* (prezentacja udostępniona za zgodą Autor-ki), Ogólnopolska Konferencja Naukowa „Rola bankowości centralnej w zapewnieniu stabilności finansowej rynku finansowego”, Wrocław, dnia 17 maja 2013 r.
- Zapadka P., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, „Bank i Kredyt”, nr 1/2002.
- Zawadzka P., *Pojęcie i zakres prawa rynku finansowego*, w: *Prawo finansowe*, red. R. Mastalski, E. Fojcik-Mastalska, Warszawa 2011.

**Słowa kluczowe:** stabilność finansowa, rynek finansowy UE, prawo rynku finansowego UE, stabilnościowa UGiW, Europejska Sieć Stabilności Finansowej, architektura finansowa UE

**Key words:** Financial Stability, Financial Market of the EU, Financial Market Law of the EU, Stability European Monetary Union, European Financial Stability Safety Net, Financial Architecture of the EU

### **On Normative Term Financial Stability on the Financial Market of the EU in the New Supervisory Architecture Abstract**

The main aim of this paper is to reconstruct all new legal components of the legal term „financial stability” and to underline its multilevel understanding and possible meanings of that term, which should framed the new Financial Stability Safety Net in the new supervisory architecture of the EU, where the financial stability is considered as a prerequisite of creation and market law application. The main thesis of this paper is assertion that the financial stability is multielement, multilevel and multifunctional term, which could and should be referred to both, the EU and domestic level as a whole, to financial institutions and supervisors and also to the clients of the financial market. This shows the opinion, that the legal term „financial stability” is to fulfil as a result of the balance, compromise and accomplishment of the financial market participants legal interests.