

ZINTEGROWANY MODEL PUBLICZNOPRAWNYCH INSTYTUCJI OCHRONY RYNKU BANKOWEGO WE FRANCJI I POLSCE

Lesław Góral

MONOGRAFIE LEX



LEX

a Wolters Kluwer business

Prawo jest na naszej stronie!

www.profinfo.pl
www.wolterskluwer.pl

- codzienna aktualizacja
- pełna oferta
- zapowiedzi wydawnicze
- rabat na zamówienia zbiorcze
do negocjacji
- uproszczony sposób zakupu e-mailem:
zamowienia.ksiazki@wolterskluwer.pl

ZINTEGROWANY MODEL PUBLICZNOPRAWNYCH INSTYTUCJI OCHRONY RYNKU BANKOWEGO WE FRANCJI I POLSCE

Lesław Góral



LEX

a Wolters Kluwer business

Warszawa 2011

Stan prawny na 28 lutego 2011 r.

Wydawca:
Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący:
Joanna Cybulska

Opracowanie redakcyjne:
Dagmara Wachna

Skład, łamanie:
Dorota Sieniarska

Układ typograficzny:
Marta Baranowska

© Copyright by
Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2011

ISBN 978-83-264-1302-5

ISSN 1897-4392

Wydane przez:
Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Redakcja Książek
01-231 Warszawa, ul. Płocka 5a
tel. 22 535 82 00, fax 22 535 81 35
e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl
Księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

Wykaz skrótów / 7

Wstęp / 9

Rozdział I

**Wpływ regulacji wspólnotowych na rynek bankowy we Francji
i w Polsce / 13**

1. Rynek bankowy jako część składowa rynku finansowego / 13
2. Funkcjonowanie rynku bankowego Unii Europejskiej / 27
 - 2.1. Powstanie wspólnotowego rynku finansowego / 27
 - 2.2. Zasady tworzące fundament rynku bankowego Unii Europejskiej / 37
3. Wpływ prawa Unii Europejskiej na podmioty działające na rynku bankowym we Francji i w Polsce / 42
4. Podsumowanie / 59

Rozdział II

**Interes publiczny jako przesłanka tworzenia instytucji ochrony
rynku bankowego / 62**

1. Interes publiczny a rynek bankowy / 62
2. Znaczenie interesu publicznego dla tworzenia normatywnych podstaw funkcjonowania instytucji ochrony rynku bankowego / 66
3. Podsumowanie / 73

Rozdział III

Kategorie podmiotów tworzących system publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego / 76

1. Pojęcie publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego / 76
2. Rodzaje podmiotów prawa publicznego wchodzące w skład systemu ochrony rynku bankowego / 79
3. Podsumowanie / 91

Rozdział IV

Instytucje nadzoru nad rynkiem bankowym / 95

1. Organizacja i zadania instytucji nadzorujących rynek bankowy we Francji / 95
2. Organizacja i zadania instytucji nadzorującej rynek bankowy w Polsce / 123
3. Podsumowanie / 139

Rozdział V

Fundusze gwarantowania działające na rynku bankowym / 146

1. Organizacja i zadania Funduszu Gwarantowania Depozytów (Fonds de Garantie des Depots) we Francji / 146
2. Organizacja i zadania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego w Polsce / 163
3. Podsumowanie / 182

Zakończenie / 188

Załącznik / 197

Bibliografia / 201

Wykaz skrótów

AMF	Rada Rynków Finansowych (Autorité des marchés financiers)
BFG	Bankowy Fundusz Gwarancyjny
CCLRF	Komitet Konsultacyjny ds. Legislacji Finansowej (Comité Consultatif de la Législation et de la Réglementation Financières)
EBC	Europejski Bank Centralny
ETS	Europejski Trybunał Sprawiedliwości
EWG	Europejska Wspólnota Gospodarcza
UGW	Unia Gospodarcza i Walutowa
FCP	fundusz inwestycyjny (<i>fonds commun de placement</i>)
FSAP	Plan działania w zakresie usług finansowych (<i>Financial Services Action Plan</i>)
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
LGDJ	Librairie generale et droit et de jurisprudence
OECD	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (Organization for Economic Co-operation and Development)
OPCVM	Przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (<i>organisme de placement collectif en valeurs mobilières</i>)
pr. bank.	ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn.: Dz. U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665 z późn. zm.)
PUAM	Presses universitaires d'Aix-Marseille

PUG	Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
SICAV	spółka inwestycyjna o zmiennym kapitale (<i>société d'investissement à capital variable</i>)
TFUE	Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 83 z 30.03.2010, s. 47–199)
TWE	Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 321E z 29.12.2006, s. 37–186)
ustawa o BFG	ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym (tekst jedn.: Dz. U. z 2009 r. Nr 84, poz. 711 z późn. zm.)

Wstęp

Problematyka publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego nie doczekała się jak dotąd całościowego opracowania. Podejmowane na gruncie nauk prawnych i ekonomicznych rozważania nie traktują tych instytucji jako elementów tworzących spójny system instytucji ochrony rynku bankowego, którego rola i zadania zostały ściśle określone przez prawodawcę. Podjęta w pracy charakterystyka tych instytucji, nie w aspekcie cząstkowym, ale jako pewnej zwartej całości charakteryzującej się właściwymi tym instytucjom cechami, pozwala na określenie ich roli oraz optymalnego dla rynku bankowego modelu instytucji ochrony środków pieniężnych deponentów. Ujęcie takie wydaje się zasadne ze względu na coraz większe zróżnicowanie podmiotów podejmujących działalność na rynku bankowym i ich powiązania kapitałowe z podmiotami działającymi w innych segmentach rynku finansowego. Sprawia to, że ochrona środków pieniężnych powierzonych podmiotom działającym na rynku bankowym realizowana jest nie tylko metodą pośrednią, poprzez tworzenie regulacji normujących prawidłowe funkcjonowanie tego rynku, ale uzupełniana jest metodą bezpośrednią, poprzez tworzenie funduszy gwarantowania depozytów bankowych. Przesłanką tworzenia instytucji ochrony rynku bankowego jest ochrona wartości wypełniających treść interesu publicznego na tym rynku. Wartości te wyznaczają normatywne cele dla instytucji chroniących rynek bankowy. Prawodawca, wskazując w treści unormowań dotyczących funkcjonowania rynku bankowego wartości wypełniające pojęcie interesu publicznego, przeniósł ciężar ich ustalenia na instytucje chroniące ten rynek. Dotyczy to jednak wyłącznie bezpieczeństwa środków pieniężnych, których dyspozytariuszami są podmioty działające na tym rynku. Instytucje ochrony rynku bankowego uczestniczą bowiem w tworzeniu regulacji normujących funkcjonowanie tego rynku, które mają zapewnić ochronę środków pieniężnych deponentów.

Podjęcie zagadnień dotyczących publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego wydaje się istotne ze względu na pojawianie się w literaturze przedmiotu, zwłaszcza w okresie kryzysu finansowego, poglądów głoszących, że celem tych instytucji jest dążenie do zachowania stabilności finansowej rynku bankowego. Przypisanie instytucjom ochrony rynku bankowego takiego celu jest sprzeczne z unormowaniami prawnymi, które wyraźnie określają, że jest nim ochrona środków pieniężnych deponentów. Cel ten determinuje zarówno rodzaj zadań, jak i uprawnień o charakterze władczym w stosunku do podmiotów działających na rynku bankowym. Działania państwa w zakresie regulacji prawnych normujących funkcjonowanie rynku bankowego podejmowane są w interesie publicznym, a nie – wbrew poglądom niektórych autorów – ze względu na potrzebę chronienia mechanizmów rynkowych oraz zagrożenia, jakie dla podmiotów działających na tym rynku może nieść kryzys gospodarczy – na te wpływ mają bowiem zjawiska ekonomiczne – ale wyłącznie ze względu na ochronę fundamentalnych dla rynku bankowego wartości wypełniających treść interesu publicznego, jakim jest ochrona środków pieniężnych deponentów.

Prezentowana monografia ma trzy zasadnicze cele. Pierwszy to dokonanie ustaleń teoretycznych odnoszących się do charakteru prawnego instytucji nadzoru nad działalnością bankową i funduszy gwarantowania depozytów bankowych, jako instytucji powołanych do ochrony krajowych rynków bankowych. Drugim celem pracy jest prezentacja rozwiązań francuskich i polskich oraz sformułowanie ocen i uogólnień dotyczących tych rozwiązań. Cel trzeci to określenie cech modelowych, jakimi powinien charakteryzować się zintegrowany system instytucji ochrony rynku bankowego. Dlatego też podjęte tu rozważania nie zmierzają do sformułowania pod adresem prawodawcy szczegółowych propozycji *de lege ferenda*, ale są punktem wyjścia do określenia podstawowych zasad, na jakich powinien opierać się teoretyczny model instytucji ochrony rynku bankowego. Do zrealizowania tych celów i rozwiązania pojawiających się w toku rozważań szczegółowych problemów wykorzystana została metoda porównawcza z elementami metody dogmatycznej. Zastosowanie metody dogmatycznej umożliwia analizę materiału normatywnego regulującego funkcjonowanie poszczególnych instytucji ochrony w celu zidentyfikowania cech, które charakteryzują systemy ochrony we Francji i w Polsce. Natomiast przeprowadzenie analizy prawnoporównawczej rozwiązań obowiązujących w tych krajach pozwoliło na określenie modelowych cech, jakie powinien posiadać system ochrony rynku bankowego.

Podstawowe tezy, które dowodzone są w pracy, dotyczą charakteru prawnego i cech zintegrowanego modelu instytucji ochrony rynku bankowego. Służą wykazaniu, że:

- 1) instytucje te z uwagi na wzajemne powiązania o charakterze personalnym i funkcjonalnym powinny tworzyć spójny system, który należałoby określić jako „system instytucji ochrony rynku bankowego”;
- 2) celem bezpośrednim i podstawowym tego systemu jest ochrona środków pieniężnych deponentów; jego skuteczna realizacja ma wpływ na stabilność rynku bankowego;
- 3) system ten powinien posiadać cechy, które zapewniają skuteczność realizacji normatywnie wskazanych celów;
- 4) system ten stanowić powinien fundament prawny szerszego systemu realizującego makroekonomiczne cele w zakresie stabilizacji rynku finansowego.

Publicznoprawne instytucje ochrony przedstawione zostały na tle funkcjonującego we Francji i w Polsce rynku bankowego, stanowiącego segment jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej, oraz regulacji prawnych określających ich zadania i wzajemne relacje. Kryterium wyboru jest istniejąca we Francji i w Polsce odmienność przyjętych przez te kraje rozwiązań strukturalnych instytucji ochrony rynku bankowego.

Tak sformułowane cele wyznaczają zakres i układ pracy. Punktem wyjścia jest analiza regulacji prawnych normujących funkcjonowanie instytucji ochrony, która pozwoliła na wyznaczenie zakresu przedmiotowego i podmiotowego rynku bankowego (rozdział I). Z uwagi na to, że rynek bankowy jest jednym z segmentów rynku finansowego Unii Europejskiej, istotne znaczenie dla tego rynku mają zawarte w unormowaniach wspólnotowych zasady, które legły u podstaw funkcjonowania jednolitego rynku finansowego Wspólnoty. Wyznaczyły one bowiem reguły prawne dla krajowych rynków bankowych. Przywołane w rozdziale regulacje wspólnotowe normujące funkcjonowanie jednolitego rynku finansowego nie stanowią podstawy do badania wpływu tych regulacji na obowiązujący we Francji i w Polsce model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego, albowiem te zagadnienia regulują wyłącznie unormowania krajowe. Odwołanie się w rozdziale I pracy do dyrektyw normujących rynek finansowy Unii Europejskiej wynika z chęci ukazania przestrzeni prawnej, w której funkcjonują różnorodne podmioty, których działalność podlega nadzorowi ze strony krajowych instytucji ochrony rynku bankowego. Przeprowadzona w tym rozdziale analiza

struktury rynku finansowego umożliwiła scharakteryzowanie zakresu przedmiotowego rynku bankowego. Podjęte próby podziału rynku finansowego nawiązujące do różnych kryteriów świadczą nie tylko o złożonym charakterze tego rynku, ale również o wzajemnym przenikaniu się różnych jego części, co powoduje iż niezwykle trudno jest precyzyjnie określić obszar działalności różnorodnych podmiotów funkcjonujących na rynku bankowym we Francji i w Polsce. Klasyfikacja ta okazała się pomocna przy próbie wyjaśnienia terminu „rynek bankowy” na gruncie nauk ekonomicznych i prawnych.

Rozważania zmierzające do wyjaśnienia przesłanek tworzenia, ustalenia charakteru i rodzajów instytucji ochrony rynku bankowego podjęte zostały w II i w III rozdziale pracy. Na tym etapie analizie poddane zostały wartości wyznaczające normatywne cele dla instytucji powołanych do czuwania nad ich przestrzeganiem przez podmioty prowadzące działalność na rynku bankowym. Instytucje te tworzą krąg podmiotów, które dla potrzeb pracy zostały określone terminem „instytucje ochrony rynku bankowego”. Określenie charakteru tych instytucji oraz próba ich klasyfikacji podjęta w tej części rozprawy umożliwiły udzielenie odpowiedzi na pytanie o istotę prawną tych instytucji oraz wyjaśnienie ich miejsca w krajowym systemie instytucji ochrony rynku bankowego.

Analiza francuskich i polskich unormowań określających strukturę i zadania instytucji ochrony rynku bankowego przeprowadzona została w rozdziale IV i V pracy. Rozważenie tych zagadnień pozwoliło nie tylko na dokonanie charakterystyki poszczególnych typów instytucji we Francji i w Polsce, ale również na przeprowadzenie badań prawnoporównawczych umożliwiających uchwycenie różnic oraz cech wspólnych dla instytucji nadzoru oraz dla funduszów gwarantowania w tych krajach. Temat pracy wymagał udzielenia odpowiedzi wyjaśniającej rolę systemu instytucji ochrony na rynku bankowym. Uchwycenie istoty prawnej i cech charakteryzujących poszczególne instytucje ochrony rynku bankowego we Francji i w Polsce umożliwiło sformułowanie odpowiedzi na pytanie, czy możemy mówić o wykształceniu się cech konstytutywnych właściwych modelowi systemu instytucji ochrony rynku bankowego. Badania w tym zakresie miały na celu odpowiedź na pytanie o optymalny model instytucji ochrony rynku bankowego nie tylko w Polsce, ale i w innych krajach Unii Europejskiej.

Rozdział I

Wpływ regulacji wspólnotowych na rynek bankowy we Francji i w Polsce

1. Rynek bankowy jako część składowa rynku finansowego

Rynek bankowy jest częścią rynku finansowego. Dlatego też, aby wyznaczyć granice rynku bankowego, jego zakres przedmiotowy i podmiotowy, należy wyjaśnić pojęcie rynku finansowego. Istotę rynku finansowego, jako elementarnej kategorii teoretycznej, uchwycić można na trzech płaszczyznach – ekonomicznej, organizacyjnej i prawnej. Pozwala to na przedstawienie struktury rynku finansowego i usystematyzowanie pięciu podstawowych elementów morfologii każdego rynku, tj. dostawców, nabywców, przedmiotu podlegającego obrotowi, ceny oraz podmiotów organizujących rynek, czyli pośredników w transakcjach kupna i sprzedaży¹.

W naukach ekonomicznych rynek finansowy określa się zazwyczaj jako „miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy”², lub też jako „ogół transakcji papierami wartościowymi, będącymi instrumentami udzielania kredytów krótko-, średnio- i długoterminowych”³. Rynek finansowy jest więc ośrodkiem transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, wywołujących metamorfozę aktywów finansowych stron kontraktów

¹ W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria finansowa. Instrumentarium, strategie, zarządzanie ryzykiem*, Warszawa 1999, s. 1.

² M. Wypych, *Finanse i instrumenty finansowe*, Łódź 1997, s. 115.

³ A. Kaźmierczak, *Pieniądz i bank w kapitalizmie*, Warszawa 1993, s. 50.

i powodujących między nimi stosowną wymianę strumieni pieniężnych⁴. Z przytoczonych definicji wynika, że na rynek finansowy można spojrzeć w ujęciu podmiotowym jako na miejsce, gdzie za pomocą transakcji dokonuje się przepływu pieniądza od podmiotów posiadających nadwyżki środków (oszczędności) do podmiotów chcących je zagospodarować, czyli zmienić w aktywa realne, lub też w ujęciu przedmiotowym, tzn. jako określone zobowiązanie finansowe, lub inaczej roszczenie majątkowe kapitałodawcy w stosunku do kapitałobiorcy⁵. Przy przyjęciu za punkt wyjścia przedmiotowego ujęcia rynku finansowego najbardziej zasadne jest wyodrębnienie dwóch segmentów operacyjnych, którymi są rynek pieniężny i rynek kapitałowy. Kryteriami proponowanego wyodrębnienia są: okres dysponowania środkami przez podmiot finansujący swoją działalność (kryterium czasu) oraz cel przeznaczenia uzyskanych środków (kryterium celu).

Rynek pieniężny, na którym okres finansowania nie przekracza jednego roku, służy procesowi podziału, albowiem dzięki sobie właściwym instrumentom i operacjom kształtuje płynność w całym systemie gospodarczym⁶. Cechą charakterystyczną tego segmentu rynku finansowego jest to, że jego uczestnikami są zazwyczaj banki biorące bezpośredni udział w operacjach otwartego rynku⁷. W takim ujęciu rynek pieniężny jest ośrodkiem handlu pomiędzy bankami a ich należnościami, utrzymywanymi na rachunku rozliczeniowym w banku centralnym. Jeżeli stronami takich transakcji są banki komercyjne, to ich rezultatem staje się poziome wyrównanie płynności między bankami (rynek lokat międzybankowych). Natomiast udział w tego typu transakcjach banku centralnego prowadzi do pionowego wyrównywania płynności w sektorze bankowym⁸. Rynek pieniężny, w szerszym sensie, obejmuje – oprócz międzybankowych operacji pieniądzem rezerwowym – obrót papierami rynku pieniężnego (np. bony skarbowe, obligacje skarbowe, certyfikaty depozytowe). Określany jako rynek operacji komercyjnych, jest dla banków komercyjnych najważniejszym polem efektywnego zarządzania płynnością finansową.

⁴ W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria...*, s. 3; P. Samuelson, W. Nordhaus, *Ekonomia*, Warszawa 1995, s. 82.

⁵ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2001, s. 16.

⁶ I. Pyka, *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Katowice 2000, s. 123 i n.

⁷ W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 185–186; M. Dusza, *Banki na rynku kapitałowym*, Warszawa 1992, s. 6.

⁸ W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria...*, s. 8.

Rynek kapitałowy jest segmentem rynku finansowego, na którym zawierane są transakcje instrumentami finansowymi o terminie wykupu powyżej roku z przeznaczeniem uzyskanych środków na cele rozwojowe. Stanowiąc miejsce mobilizacji wolnych środków pieniężnych w okresie średnio- i długoterminowym, nadaje instrumentalną formę procesowi oszczędzania, wpływając równocześnie na warunki realizacji wzrostu gospodarczego.

W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę, że pojęcie rynku kapitałowego może być rozumiane wąsko lub szeroko⁹. W węższym znaczeniu rynek kapitałowy jest rynkiem długoterminowych papierów wartościowych, wśród których odróżnia się papiery uprawniające do dywidendy (akcje, świadectwa inwestycyjne) od papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu (bankowe listy zastawcze, obligacje przedsiębiorstw, obligacje i bony skarbowe sektora publicznego oraz skrypty dłużne). W związku z tą klasyfikacją mówi się o rynku akcji i o rynku papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, tj. rynku obligacji. Powołany podział kapitałowego rynku papierów wartościowych jest jednakże podziałem umownym. Pojawiają się bowiem nowe rodzaje papierów wartościowych, np. *floating rate notes* (obligacje ze zmiennym oprocentowaniem), *zero bonds* (obligacje z kuponem zerowym, tzn. sprzedawane z dyskontem w stosunku do ich wartości nominalnej), obligacje związane z operacjami zmiennymi dla stóp procentowych i walut (operacjami swapowymi). W szerszym znaczeniu rynek kapitałowy obejmuje długo-okresowe instrumenty, które są przedmiotem obrotu na rynku depozytów bankowych i na rynku kredytów bankowych¹⁰.

Innym spotykanym w naukach ekonomicznych kryterium podziału rynku pieniężnego i rynku kapitałowego jest podział rynku finansowego na rynek pierwotny i rynek wtórny odwołujący się do jego funkcjonalnej klasyfikacji¹¹. Na rynku pierwotnym dochodzi do zawierania transakcji między emitentami danych papierów wartościowych a ich pierwszymi nabywcami. Podmiot emitujący papiery wartościowe wykorzystuje przychody uzyskane ze sprzedaży, przeznaczając je na zakup rzeczywistych dóbr kapitałowych lub też na inne cele przewidziane w statucie. Na rynku wtórnym dokonuje się obrót między inwestorami, bez udziału

⁹ D. Duwendag, K.-H. Ketterer, W. Kusters, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Warszawa 1995, s. 105.

¹⁰ P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, Bank i Kredyt 2002, nr 1, s. 28.

¹¹ R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, Warszawa 1996, s. 30.

emitenta danego papieru wartościowego, chyba że wykupuje on je w celu umorzenia. Znaczenie rynku wtórnego polega na zapewnieniu inwestorom płynności ich inwestycji, pozwalając im na szybką, niepociągającą istotnych strat w wartości rynkowej zamianę papierów wartościowych na gotówkę oraz wymianę jednych walorów na inne. Obrót na rynku wtórnym odbywa się za pośrednictwem zorganizowanych giełd lub na rynku pozagiełdowym. Zorganizowane giełdy są scentralizowanymi rynkami typu aukcyjnego, podczas gdy rynek pozagiełdowy tworzony jest przez sieć dealerów, którzy obracają różnymi papierami wartościowymi, dokonując także transakcji kupna i sprzedaży walorów na własny rachunek. Do powołanej wyżej klasyfikacji nawiązuje podział rynku finansowego na rynki otwarte i rynki zindywidualizowanych transakcji finansowych¹². Wspomniany podział bierze pod uwagę wielość nabywców instrumentów finansowych. Na rynku otwartym ma miejsce sprzedaż na zasadzie aukcji, zaś w przypadku rynku zindywidualizowanych transakcji do powstania (emisji) instrumentu finansowego dochodzi w wyniku bezpośrednich, osobistych negocjacji między nabywającym i sprzedającym (np. na podstawie umowy kredytu bankowego, umowy rachunku bankowego czy też zawarcia umowy ubezpieczeniowej). Rynki zindywidualizowanych transakcji finansowych to przede wszystkim rynki pierwotne. Natomiast na rynkach otwartych mogą być przeprowadzane transakcje właściwe zarówno dla rynków pierwotnych, jak i wtórnych.

Istotnym, nie tylko w naukach ekonomicznych, podziałem rynku finansowego jest jego podział odwołujący się do kryterium skali działania (kryterium przestrzennego)¹³. Przechodząc od ogółu do szczegółu, wyróżnić można ujęcie makro, mezo i mikro. Ujęcie makro sprowadza się do rynku ogólnoswiatowego. W ujęciu mezo możemy mówić o rynku bloków gospodarczych bądź rynku związku państw, zaś w skali mikro – rozpatrywać rynki krajowe, a w ich ramach rynki lokalne.

Przykładem rynku pieniężnego o światowym znaczeniu i transakcjach prowadzonych w walutach obcych przez partnerów wszystkich krajów jest eurorynek, który oprócz rynku pieniężnego obejmuje także rynek kapitałowy (zwany również rynkiem euroobligacji) dla pożyczek

¹² Z. Polański, *System finansowy* (w:) B. Pietrzak, Z. Polański (red.), *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, Warszawa 1999, s. 14.

¹³ H. Mruk, *Analiza rynku*, Warszawa 2003, s. 13.

międzynarodowych¹⁴. Najważniejsze reguły przyjęte na eurorynku pieniężnym sprowadzają się do tego, że¹⁵:

- 1) przedmiotem transakcji są tylko duże sumy, z reguły od 500 000 dolarów w górę;
- 2) stopy procentowe ustalane są w indywidualnych umowach;
- 3) dominują nieliczne jednolite terminy zapadalności od jednego dnia do jednego roku;
- 4) przestrzega się dokładnie dotrzymywania terminów, możliwości prolongaty są zwykle wykluczone;
- 5) umowy zawierane są zwykle nieformalnie, najczęściej telefonicznie lub teleksem, z przesłanym następnie potwierdzeniem na piśmie przy rezygnacji z przedstawiania zabezpieczeń kredytów.

Podstawowe zasady obowiązujące na rynku euroobligacji wyrażają się w tym, że¹⁶:

- 1) waluta obligacji nie jest walutą państwa, w którym została wyemitowana;
- 2) obligacje nie są sprzedawane na rynkach kapitałowych jednego państwa, ale są rozprowadzane po całym świecie;
- 3) emitowanie obligacji jest gwarantowane (*underwritten*) przez międzynarodowe konsorcja banków inwestycyjnych;
- 4) wydawcy (*issuers*) obligacji pochodzą z innego państwa niż to, w którym obligacje są wydawane.

Na eurorynku środki finansowe pozyskiwane są za pośrednictwem spółek akcyjnych działających na międzynarodową skalę, podmiotów publicznych i innych jednostek poprzez międzynarodowe konsorcja bankowe¹⁷, które z kolei uzyskują fundusze na takie pożyczki z zasobów

¹⁴ Nazwę dla tego rynku wprowadzili S. Hayes, P. Hubbard, *Investment Banking. A Tale of Three Cities*, Harvard Business School 1990, s. 339.

¹⁵ D. Duwendag, K.-H. Ketterer, W. Kusters, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza...*, s. 109.

¹⁶ R.C. Tennekoon, *The Law and Regulation of International Finance*, London, Dublin, Edinburgh 1991, s. 3.

¹⁷ Amerykańscy ekonomiści, tacy jak M. Stigum w swojej pracy *The Money* oraz G. Dufey i I.H. Giddy w książce *The International Money Market*, Prentice Hall 1994, traktują Londyn jako centrum eurowaluty i międzynarodowych konsorcjów bankowych, które rozwinęły się w latach 60. i 70. XX w. Na rynku eurowaluty lub międzynarodowych rynkach bankowych banki japońskie, amerykańskie, niemieckie, kanadyjskie, szwedzkie, angielskie, francuskie, jak również banki innych państw tworzą konsorcja pożyczkowe w Londynie,

walutowych znajdujących się na rachunkach bankowych poza państwem, w którym waluta ta jest prawnym środkiem płatniczym. Źródłem funduszy międzynarodowych konsorcjów bankowych są środki pieniężne znajdujące się poza państwem, w którym są one prawnym środkiem płatniczym. Cecha ta przesądza o tym, że ten rodzaj operacji finansowych jest unikalny i różni się od tradycyjnego dostarczania środków finansowych przez konsorcja zagranicznych i krajowych banków, które udzielają pożyczek w własnej, narodowej walucie zagranicznym dłużnikom (np. pożyczka w dolarach amerykańskich udzielona w Nowym Jorku meksykańskiemu dłużnikowi)¹⁸.

Rynkiem finansowym w ujęciu mezo jest rynek finansowy krajów należących do Unii Gospodarczej i Walutowej. Wprowadzenie jednolitej waluty euro wyeliminowało ryzyko walutowe pomiędzy tymi krajami, zredukowało koszty transakcyjne – w tym koszty operacji zabezpieczających przed ryzykiem. Unia walutowa stworzyła płynny rynek finansowy oferujący dużo szerszą paletę możliwości inwestycyjnych niż te oferowane przez poszczególne krajowe rynki finansowe. Integracja narodowych rynków finansowych państw członkowskich UGW w jednolity rynek w ramach Unii Europejskiej służyć ma tworzeniu warunków z jednej strony do optymalnej alokacji kapitału na obszarze Unii, z drugiej – do pozyskiwania środków finansowych przez przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe, jak i inne podmioty¹⁹. Jednolity europejski rynek finansowy jest drugim na świecie pod względem wielkości rynkiem i to zarówno jeśli chodzi o krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego, jak i o rynek kapitałowy²⁰.

Przedstawiciele nauk ekonomicznych zajmujący się problematyką rynku finansowego, poddając analizie zjawiska zachodzące na tym rynku, odwołują się często do jego podziału z punktu widzenia momentu rozliczania transakcji. Kryterium to – istotne dla prezentacji organizacji i zasad funkcjonowania rynku finansowego – pozwala wyróżnić rynek transakcji natychmiastowych (*spot*) i transakcji terminowych, na których występują kontrakty *forwards*, *futures* oraz opcyjne²¹.

po to aby pożyczać amerykańskie dolary, euro, japońskie jeny, funty szterlingi i jeszcze inne waluty w międzynarodowych pożyczkach konsorcyjnych dłużnikom z całego świata.

¹⁸ M. Stigum, *The Money Market*, New York 1983, s. 139.

¹⁹ L. Oręziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 1999, s. 37.

²⁰ K. Jakubiszyn, B. Karski, D. Rybińska, *Euro – nowa waluta*, Warszawa 1999, s. 46–54.

²¹ A. Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, London 1997, s. 55 i n.

Transakcje natychmiastowe, zwane też gotówkowymi lub kasowymi, charakteryzują się tym, że zwłoka czasowa pomiędzy momentem zawarcia kontraktu a momentem jego wykonania (dostawa przedmiotu transakcji i jej rozliczenie) jest możliwie najkrótsza. Wręczenie dokumentów przenoszących własność przedmiotu transakcji i zapłata następują niezwłocznie po zawarciu umowy. Występująca różnica czasowa wynika z przyczyn formalnych i technicznych²².

Transakcje terminowe są to umowy, w których strony zobowiązują się do dokonania w określonym momencie w przyszłości określonych świadczeń o charakterze finansowym (papierów wartościowych lub środków pieniężnych) na wcześniej ustalonych warunkach²³. Jedną stroną jest nabywca, który zajmuje tzw. długą pozycję (*long position*) i zobowiązuje się zapłacić ustaloną cenę po dostarczeniu przedmiotu umowy. Drugą stroną jest sprzedający, który zajmuje tzw. krótką pozycję (*short position*) i zobowiązuje się dostarczyć w określonym terminie przedmiot kontraktu. W umowach tych obie strony są jednocześnie uprawnionymi i zobowiązanymi. Przedmiot kontraktu, którym może być akcja, obligacja lub inny kontrakt terminowy, odgrywa tu rolę instrumentu podstawowego (bazowego), na który jest wystawiony sam kontrakt. Z tego powodu transakcje terminowe są często nazywane instrumentami pochodnymi (derywatami)²⁴. Transakcje terminowe zawierane są w celu:

- 1) zabezpieczania transakcji – transakcje finansowe narażone są na wiele rodzajów ryzyka, które z wielu powodów pojawiły się na przestrzeni ostatnich trzydziestu lat. Można wyróżnić pięć kategorii ryzyka:
 - a) ryzyko oprocentowania,
 - b) ryzyko kursowe,
 - c) ryzyko niewykonania zobowiązania,
 - d) ryzyko płynności,
 - e) ryzyko związane z wahaniami cen aktywów na rynku;
- 2) spekulacji – celowe pozostawanie w pozycji ryzyka, a więc liczenie na zysk, podczas gdy zgodnie z założeniem sytuacja, w której może pojawić się zysk, jest jednocześnie równa prawdopodobieństwu pojawienia się straty;
- 3) arbitrażu – wykorzystywanie różnic w notowaniach na różnych rynkach, a więc strategia kupna aktywa na jednym rynku i natychmia-

²² W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria...*, s. 22.

²³ A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe, zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, s. 31.

²⁴ A. Weron, R. Weron, *Inżynieria finansowa. Wycena instrumentów pochodnych. Symulacje komputerowe, statystyka rynku*, Warszawa 1999, s. 82.

stowe sprzedanie go na rynku, który oferuje lepszą cenę. Arbitraż, zawsze gdy się pojawia, jest eliminowany samoczynnie przez rynek (inwestorów), a więc popyt i podaż. Dlatego uważa się, że ceny na efektywnym rynku są pozbawione możliwości arbitrażu i pozostają w równowadze.

Istotę rynku finansowego, jako elementarnej kategorii teoretycznej, przedstawić można nie tylko na płaszczyźnie ekonomicznej, lecz również organizacyjnej. Uwzględniając aspekt organizacyjny, rynek finansowy podzielić można na rynek giełdowy i pozagiełdowy.

Rynek giełdowy to transakcje na giełdzie papierów wartościowych. Wielu autorów zajmujących się problematyką giełdy podkreśla jej podwójną naturę, tj. rynkowy i instytucjonalny charakter²⁵. Jest ona bowiem z jednej strony segmentem rynku finansowego zapewniającym znaczną koncentrację w miejscu oraz w czasie podaży papierów wartościowych we wtórnym obrocie i popytu na nie, z drugiej – jest instytucją rynku kapitałowego posiadającą określoną fizyczną tożsamość, sobie właściwą strukturę organizacyjną regulowaną przepisami prawa. Traktując giełdę jako rodzaj rynku finansowego, na którym przedmiotem obrotu są papiery wartościowe lub transakcje terminowe dopuszczone do publicznego obrotu za zgodą lub po złożeniu zawiadomienia kompetentnym instytucjom nadzoru, pełni ona funkcję: mobilizowania kapitału rozpatrywaną przez pryzmat oczekiwań i korzyści inwestorów, ułatwiania transformacji kapitału, pełniąc funkcję handlową, sprzyjania racjonalności w gospodarowaniu, regulując i kontrolując procesy gospodarcze, oraz istotną funkcję informacyjną, która pozwala dokonać możliwie obiektywnej oceny kapitału²⁶. Ze względu na przedmiot obrotu wyróżnia się w literaturze giełdy papierów wartościowych oraz giełdy transakcji terminowych. Natomiast ze względu na znaczenie wyróżnić możemy giełdy o znaczeniu międzynarodowym i giełdy o znaczeniu lokalnym²⁷.

Istotą rynku pozagiełdowego (*over-the-counter*²⁸) jest to, że papiery wartościowe i niestandardyzowane transakcje terminowe są przedmio-

²⁵ K. Nowak, *Polski rynek kapitałowy, instrumenty, uczestnicy, inwestycje*, Poznań 1998, s. 17 i n.; W. Tarczyński M. Zwolankowski, *Inżynieria...*, s. 31.

²⁶ A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2005, s. 11.

²⁷ R.-A. Haugen, *Teoria...*, s. 30 i n.

²⁸ Określenie pochodzi od sposobu przeprowadzania transakcji i pojawiło się po raz pierwszy w 1963 r. w raporcie amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych, badającej wpływ inwestorów instytucjonalnych na rynek kapitałowy. Rynek ten składa się z tysięcy

tem obrotu poza tym rynkiem. Powstał on dlatego, że struktura rynku giełdowego nie zaspokajała potrzeb inwestorów, chcących dokonywać obrotu instrumentami finansowymi na dużą skalę, nie ujawniając swoich interesów publicznie. Rynek pozagiełdowy charakteryzuje się względnie liberalnymi zasadami w zakresie nadzoru i wymagań stawianych emitentom i ma zasadnicze znaczenie dla nowych, małych spółek dopiero wchodzących na rynek, których papiery wartościowe mogą być bardziej ryzykowne dla inwestorów. Drugą grupę instrumentów finansowych, będących przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym, stanowią instrumenty pochodne dostosowywane przez maklerów do indywidualnych potrzeb inwestorów. Z tych względów nie są one dostępne na giełdach, gdzie obowiązuje standaryzacja instrumentów finansowych.

Istotę rynku finansowego jako elementarnej kategorii teoretycznej uchwycić można nie tylko na płaszczyźnie ekonomicznej lub organizacyjnej, ale i prawnej. W doktrynie prawa próbę wyjaśnienia istoty rynku finansowego podjęto w dyscyplinach prawa publicznego²⁹. Potrzeba podjęcia badań nad segmentem rynku finansowego, jakim jest rynek bankowy, na gruncie nauk prawnych zaistniała z chwilą poddania organizacji i zasad funkcjonowania tego rynku regulacjom prawnym. Publikacje z dziedziny prawa zajmujące się problematyką rynku bankowego, podejmując próbę jego opisu, odwołują się do jego ekonomicznej i organizacyjnej istoty. Przedmiotem ich rozważań jest raczej analiza regulacji prawnych normujących jego funkcjonowanie, aniżeli próba sformułowania prawnej definicji rynku bankowego. Konieczność wypracowania w doktrynie prawa ogólnej definicji wynika stąd, że pojęcie rynku bankowego, zaczerpnięte z języka potocznego, nie może być używane jako narzędzie poznania w badaniu zagadnień związanych z funkcjonowaniem publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego, zaś powołanie definicji sformułowanych w naukach ekonomicznych okazać się może niewystarczające. Unormowania wspólnotowe regulujące segment rynku finansowego, jakim jest rynek kapitałowy, posługują się w zależności od dyrektywy terminem „rynek oficjalnych notowań giełdowych”, „rynek

dealerów poszczególnych papierów wartościowych. Każdy z dealerów utrzymuje zapas jednego lub więcej papierów i ustala cenę zakupu, po której jest gotów powiększyć posiadany zapas papierów, oraz cenę sprzedaży, po której oferuje posiadane papiery.

²⁹ C. Kosikowski, *Prawo gospodarcze publiczne*, Warszawa 1994; C. Banasiński, H. Gronkiewicz-Waltz, K. Pawłowicz, D. Szafrński, M. Wierzbowski, M. Wyrzykowski, *Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne*, Warszawa 1996; M. Zdyb, *Publiczne prawo gospodarcze*, Lublin 1996.

reglamentowany”, „rynek regulowany” oraz „rynek publiczny”. Pojęcie rynku oficjalnych notowań giełdowych zostało stworzone na potrzeby dyrektywy 2001/34/WE³⁰. Jest to rynek, który charakteryzuje się dwiema cechami: jest organizowany przez giełdę mającą swą siedzibę lub działającą na terytorium państwa członkowskiego i jest nadzorowany przez właściwe organy (*competent authority*). Charakteryzuje się najwyższym stopniem regulacji. Jednocześnie jest to rynek, który najpełniej realizuje cel, jakim jest harmonizacja rynków kapitałowych poszczególnych państw członkowskich. Rynek reglamentowany to – zgodnie z przepisem art. 1 dyrektywy 89/592/WE³¹ – rynek, na którym przewidziana została możliwość wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu, i który jest: uregulowany, nadzorowany przez organy uznane przez instytucje publiczne, funkcjonuje stale i jest dostępny, bezpośrednio lub pośrednio, dla obywateli państw członkowskich WE. Rynek regulowany jest to rodzaj rynku zdefiniowany w dyrektywie 2004/39/WE³² w art. 4 ust. 1 pkt 14. Oznacza wielostronny system realizowany i/lub zarządzany przez podmiot gospodarczy, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu dotyczącego instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na podstawie reguł i/lub systemów oraz które są uprawnione i funkcjonują w sposób systematyczny, zgodnie z przepisami tytułu III tejże dyrektywy. Rynek publiczny jest to ostatni rodzaj rynku, który jest najszerzej ujęty w prawie unijnym. Jest to rynek, na którym zgodnie z dyrektywą 89/298/WE³³ ma miejsce publiczna oferta zbywalnych papierów wartościowych.

³⁰ Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. o dopuszczeniu papierów wartościowych do oficjalnych notowań giełdowych i o informacjach na temat tych papierów wartościowych, jakie muszą być opublikowane, Dz. Urz. WE L 184 z 6.07.2001.

³¹ Dyrektywa 89/298/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 kwietnia 1989 r. o koordynacji przepisów dotyczących *insider dealing*, Dz. Urz. WE L 334 z 18.11.1989, s. 30–32.

³² Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1–44.

³³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 kwietnia 1989 r. w sprawie koordynacji warunków sporządzania, badania i rozpowszechniania prospektów ofertowych, publikowanych w związku z ofertą nabycia zbywalnych papierów wartościowych, Dz. Urz. WE L 124, z 5.05.1989, s. 8–15.