

VI Kongres Regulacji Rynków Finansowych FinReg 2019
Przemówienie inauguracyjne Przewodniczącego KNF Jacka Jastrzębskiego
17 X 2019 r.

*Polityka i praktyka nadzorcza Komisji Nadzoru Finansowego: rola nadzoru w rozwoju
rynku finansowego*

Dlaczego należy dbać o rozwój rynku finansowego?

Można wskazać na trzy główne powody, które czynią z kwestii rozwoju rynku finansowego sprawę niezwykle istotną. Po pierwsze, dzięki rozwiniętemu rynkowi finansowemu zaspokajane są ważne życiowo potrzeby związane między innymi z dokonywaniem płatności, oszczędzaniem, ubezpieczeniami i emeryturami. Zaspokajanie tych potrzeb możliwe jest dzięki istnieniu sektora finansowego, który przy okazji zaspokaja w Polsce potrzebę pracy u ponad 400 tys. zatrudnionych. Sektor ten generuje miejsca pracy wysokiej jakości.

Po drugie, rozwinięty rynek finansowy wnosi istotny wkład do rozwoju gospodarczego. Tam, gdzie rynek finansowy jest rozwinięty, oszczędności częściej zamieniają się w trafione inwestycje, co owocuje wzrostem wydajności gospodarki i pojawieniem się nowych branż zaspokajających nowe potrzeby. Choć istnieją tu pewne subtelności, o których za chwilę powiem, opinia większości badaczy jest w tej kwestii zadziwiająco zgodna – bez względu na to, czy dokonujemy analizy na poziomie krajów, sektorów czy pojedynczych firm, dostrzega się dodatnią zależność między rozwojem rynku finansowego a rozwojem gospodarczym¹. Warto przy tym wspomnieć, że sam sektor finansowy wnosi niekiedy istotny wkład do wzrostu gospodarczego dzięki swojemu potencjałowi eksportowemu. Na przykład w Wielkiej Brytanii czy w Hongkongu udział sektora finansowego w eksporcie usług wynosi odpowiednio 29% i 22%, podczas gdy średnia światowa to 11%. Ten aspekt akurat nie dotyczy Polski – z udziałem na poziomie 2% w eksporcie usług nasz sektor finansowy zaspokaja potrzeby głównie krajowych odbiorców.

Po trzecie, rozwinięty rynek finansowy przyczynia się do utrzymywania równowagi makroekonomicznej². Przynajmniej od czasów Keynesa wiadomo, że jednym ze źródeł zaburzeń makroekonomicznych jest niedopasowanie między oszczędnościami a inwestycjami. Zła jest przy tym zarówno sytuacja, z którą mieliśmy do czynienia w różnych momentach okresu 2008-2010, kiedy to oszczędności okazują się mniejsze niż planowane inwestycje, przez

¹ Popov, A. Evidence on Finance and Economic Growth. In *Handbook of Finance and Development*; Edward Elgar Publishing, 2018.

² Hoffmann, M.; Maslov, E.; Sørensen, B. E.; Stewen, I. Channels of Risk Sharing in the Eurozone: What Can Banking and Capital Market Union Achieve? *IMF Econ. Rev.* **2019**, 67 (3), 443–495.

co nie ma jak w pełni sfinansować tych ostatnich, jak i zjawisko odwrotne. To ten drugi problem uwidacznia się współcześnie w wielu gospodarkach rozwiniętych – oszczędności nie mogą znaleźć odpowiedniego celu inwestycyjnego. Rozwój rynku finansowego ogranicza obydwie tendencje. W obu wypadkach głównym narzędziem jest wydłużenie efektywnego terminu zapadalności pasywów. W pierwszej sytuacji prowadzi to do ograniczenia ryzyka poprzez zmniejszenie luki zapadalności między aktywami a pasywami. W drugiej chodzi o ograniczenie krótkoterminowych oszczędności i zwiększenie oszczędności długoterminowych, co odblokowuje wzrost inwestycji i wspiera nominalny popyt, ograniczając tendencję do spadku cen.

Czym jest rozwój rynków finansowych?

Konieczne jest doprecyzowanie, co rozumiemy pod pojęciem rozwoju rynku finansowego. Należy podkreślić, że nie chodzi jedynie o rozwój rozumiany jako wzrost, czyli zwiększanie się wielkości aktywów czy wolumenu obrotu. Niektóre aktywa bowiem wcale nie muszą przyczyniać się do rozwoju³. Do kontrowersyjnych należą na przykład kredyty *subprime*, greckie obligacje kupowane przed 2010 rokiem (na świecie), tzw. kredyty chwilówki, detaliczne rachunki *forex*, kredyty walutowe czy polisolokaty (na świecie i w Polsce). Jak niedawno zwracałem uwagę na Kongresie 590 w Rzeszowie, obecnie dyskusja dotyczyć może z tego punktu widzenia oceny kryptowalut i kryptoaktywów.

Rozwój oznacza najczęściej rzeczywiście wzrost, ale tylko taki, który prowadzi do lepszego zaspokajania właściwie rozumianych potrzeb końcowych odbiorców produktów finansowych. Dodajmy jeszcze: potrzeb zgodnych z ich długofalowym interesem. Na rozwoju korzystają co do zasady wszyscy, bo przynosi korzyści, o których wspominałem wcześniej. Na samym wzroście, bez rozwoju, korzystają tylko instytucje finansowe i to jedynie na krótką metę. Trudno jednak wyobrazić sobie, by zasadne było twierdzenie, że gdzieś rynek finansowy powinien zatrzymać się w rozwoju. Należy podkreślić, że nadmierny może być co najwyżej wzrost określonej grupy aktywów i m.in. w takim kontekście należy rozumieć stwierdzenia o przesadnej roli sektora finansowego w generowaniu PKB, tj. tzw. *finansjalizacji* gospodarki⁴.

Niewątpliwa przydatność rynku finansowego nie implikuje od razu tezy o konieczności wspierania jego rozwoju przez państwo. Większość rynków rozwija się samych na zasadzie zdecentralizowanej. Nie ma ogólnopolskiej strategii rozwoju innych rynków – jak choćby rynku mebli, odzieży czy gier komputerowych, a branże te mają się w naszym kraju świetnie. Rynek finansowy odznacza się jednak trzema cechami, które spontaniczny rozwój utrudniają.

³ Zingales, L. Presidential Address: Does Finance Benefit Society? *J. Finance* **2015**, 70 (4), 1327–1363.

⁴ Arcand, J. L.; Berkes, E.; Panizza, U. Too Much Finance? *J. Econ. Growth* **2015**, 20 (2), 105–148.

Po pierwsze, rynek finansowy musi opierać się na zaufaniu. Tylko zaufanie umożliwia rezygnację z ciągłego monitorowania bez obniżania standardów bezpieczeństwa. Dzięki zaufaniu kapitały własne stanowią jedynie niewielką część środków, jakimi rozporządzają instytucje finansowe – większość to środki powierzone przez klientów. Z kolei nawet kapitały własne instytucji finansowych są również środkami powierzonymi przez rozproszonych, często anonimowych inwestorów. Z zaufania korzysta cały rynek, ale jego budowa trwa długo i zepsuć je bardzo łatwo. Zaufanie nosi więc cechy dobra publicznego – pojedyncza instytucja finansowa może nie mieć dostatecznej motywacji do dbania o zaufanie do całego rynku, choć pośrednio z niego korzysta. Bez zaufania rosną koszty transakcyjne (wszyscy muszą wszystkich sprawdzać) i rynek staje się dla uczestników zbyt drogi, co blokuje jego rozwój.

Po drugie, rynek finansowy musi – być może w większym stopniu niż wiele innych rynków – przezwyciężać problem asymetrii informacji. Klienci dysponują znacznie mniejszą wiedzą niż instytucje finansowe – nie tylko w zakresie produktów finansowych, ale także swoich rzeczywistych potrzeb z nimi związanych. W tej sytuacji łatwo jest sprzedać usługi, których nabywcy nie potrzebują lub zawyżać koszty, wykorzystując nieumiejętność klientów w rozeznawaniu się co do ich wysokości. Takie zachowania prowadzą do obniżenia zaufania do rynku i w konsekwencji zniechęcają do uczestnictwa.

Po trzecie, wiele decyzji podejmowanych na rynku finansowym ma charakter jednorazowy i do tego nieodwracalny. Problemy związane z zaufaniem i asymetrią informacji łatwo byłoby ograniczyć, jeśli te same przedsiębiorstwa i ci sami klienci spotykaliby się w powtarzających się sytuacjach. Firmom nie opłacałoby się wtedy nadużywać zaufania, gdyż niezadowolony klient już by do nich już nie wrócił, a konsumenci mogliby wyciągać na bieżąco wnioski z błędnych decyzji i korygować swoje podejście przy następnej okazji. Tymczasem na emeryturę przechodzimy i kredyty hipoteczne bierzemy przeważnie raz w życiu, a ubezpieczamy się od zdarzeń, które - mamy nadzieję - nigdy w naszym życiu nie nastąpią.

W konsekwencji owych trzech problematycznych cech rozwój może w ogóle nie występować, jak to ma miejsce w niektórych słabo rozwiniętych krajach, lub może nie nadążać za wzrostem, z czym w różnych okresach zmagają się wiele gospodarek, w tym szereg dobrze rozwiniętych. Potrzebne jest więc stworzenie ram dla funkcjonowania rynku finansowego pielęgnujących zaufanie, ograniczających asymetrię informacji i tworzących przyjazne standardy produktowe. Ramy trzeba jednak zmieniać w miarę zmieniających się warunków zewnętrznych, a także tworzyć nowe dla nowych produktów. Trzeba patrzeć nie tylko na teraźniejszość, ale wybiegać w przyszłość, inaczej mówiąc dbać nie tylko o funkcjonowanie, ale o rozwój rynku finansowego poprzez popieranie dobrych i ograniczanie złych tendencji rozwojowych.

Czy nadzór finansowy powinien dbać o rozwój rynku?

Nadzór finansowy jest naturalnym kandydatem dla organizowania ram działania rynku finansowego – to jego kluczowy mandat. O ile jednak pilnowanie przestrzegania istniejących reguł jest warunkiem koniecznym rozwoju, to należy taką działalność odróżnić od aktywnego wsparcia rynku. Rozsądnie jest zatem by postawić pytanie, czy nadzór powołany jest także do wspierania rozwoju? Kwestia ta nie była dotąd szeroko badana, więc poniższe argumenty prezentują pewną próbę zmierzenia się z tak ujętym zagadnieniem, nie przesądzając o odpowiedzi na postawione pytanie.

Za odpowiedzią twierdzącą mogą przemawiać następujące przesłanki:

- Nadzór sprawuje instytucja publiczna, co daje szansę na bezstronną perspektywę umożliwiającą wzniesienie się ponad partykularne interesy różnych uczestników rynku.
- Nadzór dysponuje kompetencjami licznych wykwalifikowanych pracowników oraz kapitałem organizacyjnym zbudowanym w ramach wieloletniej ciągłości instytucjonalnej. Można więc powiedzieć, że koszty finansowe potencjalnego wkładu nadzoru w rozwój są i tak w większości ponoszone.
- Nadzór jest niezależny politycznie i ekonomicznie, co pozwala z jednej strony uniknąć działań nastawionych na krótkoterminowy efekt, z drugiej daje pewną krótkookresową odporność na krytykę. Niezależność daje także szansę na podejmowanie bardziej długofalowych działań przekraczających swoim horyzontem kadencję rządu i parlamentu.
- Nadzór jest blisko rynku w codziennych kontaktach, przez co zna jego potrzeby rozwojowe i ich specyfikę.
- Gdy nadzór nie ma mandatu rozwojowego, to jeśli w ogóle będzie obserwował trendy w innowacjach finansowych i dostosowywał do nich regulacje, dostosowanie uwzględni wyłącznie aspekt bezpieczeństwa. Taka sytuacja grozi efektywnym zablokowaniem innowacji finansowych.
- Bez aktywnego wyjścia regulatora naprzeciw zmianom technologicznym zmiana po stronie rynku może istotnie się opóźnić, co zaowocuje utratą konkurencyjności międzynarodowej⁵.

Nie brakuje jednak argumentów przeciwnych:

- Nadzór musi realizować zadania ustawowe wynikające z mandatu społecznego. Jeśli ustawodawca nie oczekuje od nadzoru realizacji misji rozwojowej, to nadzór nie powinien się jej podejmować.
- Wyposażenie nadzoru w mandat rozwojowy może zostać odebrane jako zwolnienie z takiego obowiązku innych instytucji publicznych. Tymczasem nadzór nie

⁵ FinTech Poland. *RegTech - Znaczenie Innowacji Regulacyjnych Dla Sektora Finansowego i Państwa*; PAIH, 2017; Lumpkin, S. Regulatory Issues Related to Financial Innovation. *OECD J. Financ. Mark. Trends* 2010, 2009 (2), 1–31.

kształtuje ram rynku finansowych samodzielnie, a nawet w przeważającym stopniu – do wielu projektów konieczna jest zmiana prawa, do której mogą doprowadzić tylko działania realizowane w odpowiednim procesie legislacyjnym (na poziomie parlamentu lub rządu). Nadzór może nawet nie mieć, jak w Polsce, inicjatywy ustawodawczej. Gdy odpowiedzialność zaś musi łączyć się instytucjonalnie z możliwością działania.

- Koncentracja na sprawach innowacji i rozwoju może odciągnąć uwagę kierownictwa instytucji nadzorczych od zadań w zakresie bezpieczeństwa. Przeoczenie ryzyk w długim okresie może zadziałać antyrozwojowo, naruszając zaufanie do rynku.
- Inicjatywy rozwojowe powinny mieć instytucje uprawnione do prowadzenia własnych badań naukowych umożliwiających kompleksowe analizowanie różnych koncepcji i scenariuszy rozwojowych. Tymczasem na przykład w Polsce przepisy wprost nie przewidują prowadzenia przez KNF działalności badawczej.

Rozwiązania międzynarodowe

Wobec licznych argumentów „za” i „przeciw” warto przyjrzeć się, jak dylemat, czy wyposażyć nadzór finansowy w mandat rozwoju rynku finansowego, został rozstrzygnięty w Europie i na świecie. Niedawna publikacja autorów z Uniwersytetu Oksfordzkiego⁶ wskazuje, że spośród organizacji członkowskich Komitetu Bazylejskiego (*Basel Committee*) znacząca, ale jednak mniejszość (38%) wyposażona jest w mandat rozwojowy (*‘development’*) rozumiany dość szeroko jako misja rozwoju rynku finansowego lub promocja innowacji finansowych (fintech). Warto odnotować, że mandat rozwojowy w tej grupie jest znacznie częstszy w krajach rozwijających się niż rozwiniętych (71% vs. 22%). Podobne rezultaty obserwujemy – w oparciu o cytowaną publikację - analizując mandaty członków Rady Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board*) – 40% ogółem posiada mandat rozwojowy, a odsetek ten w podziale na kraje rozwijające się i rozwinięte wynosi odpowiednio 70 i 30%. Z kolei w badaniu Międzynarodowego Stowarzyszenia Nadzorów Ubezpieczeniowych (*International Association of Insurance Supervisors – IAIS*) poświęconym nadzorowi i rozwojowi samego tylko rynku ubezpieczeniowego, ale ciekawym ze względu na niewielki udział krajów Europy Zachodniej silnie reprezentowanych w poprzednich badaniach, aż 70% instytucji nadzorczych raportowało posiadanie mandatu rozwojowego⁷.

Na podstawie przywołanych wyników badań oraz analizy wybranych dokumentów organów nadzoru w różnych krajach, pozwolę sobie na sformułowanie kilku ogólnych wniosków:

⁶ Jones, E.; Knaack, P. Global Financial Regulation: Shortcomings and Reform Options. *Glob. Policy* 2019, 10 (2), 193–206.

⁷ IAIS. *Supervisory Capacity Building and Development Needs Survey Results Report*; 2017.

- wśród organizacji członkowskich Komitetu Bazylejskiego wywodzących się z krajów pobrexitowej Unii Europejskiej, wyposażenie organu nadzoru w mandat rozwojowy występuje niezwykle rzadko (jako przykład można podać francuski organ nadzoru ACPR – ale mandat ten ograniczony jest do wsparcia sektora fintech);
- mandat rozwojowy jest popularny u nadzorców z krajów rozwijających się i/lub z krajów Azji Południowo-Wschodniej (jako przykład podać można tu organy nadzoru z Singapuru, Tajwanu, Hong-Kongu czy Tajlandii);
- mandat rozwojowy mają instytucje z krajów, które można zaliczyć do liderów w zakresie rozwoju rynku finansowego, czyli USA, Wielkiej Brytanii i Szwajcarii (choć mandat rozwojowy organu nadzoru w Szwajcarii – FINMA – ograniczony jest do wsparcia sektora fintech);
- rozwój rynków finansowych – o ile jest zadaniem realizowanym przez organ nadzoru – dotyczy częściej niebankowych rynków finansowych (przykładem takiego rozwiązania jest mandat rumuńskiego organu nadzoru - ASF – obejmujący wsparcie rozwoju: rynku kapitałowego, rynku ubezpieczeń oraz rynku prywatnych funduszy emerytalnych);
- nie istnieje dominujący model umiejscowienia funkcji rozwoju rynku w organach publicznych odpowiedzialnych za nadzór nad rynkiem finansowym. Najczęściej mamy do czynienia z trzema możliwościami: mandat ma bank centralny, wydzielony z banku centralnego nadzór lub obie te instytucje naraz.

Konkludując tę część wystąpienia, warto dodać, że międzynarodowe organizacje ustanawiające standardy i zalecenia w kluczowych obszarach nadzoru i regulacji rynków finansowych, tj.: (i) Komitet Bazylejski (BC) - dla sektora bankowego, (ii) Międzynarodowe Stowarzyszenie Nadzorów Ubezpieczeniowych (IAIS) – dla sektora ubezpieczeń oraz (iii) Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) – dla sektora kapitałowego, nie wskazują by jedną z funkcji nadzoru była odpowiedzialność za rozwój rynku finansowego.

Kluczowe wytyczne opracowane przez ww. organizacje, traktowane jako punkty odniesienia dla właściwej organizacji i ukierunkowania działań nadzorczych, tj.: (i) Podstawowe Zasady Efektywnego Nadzoru Bankowego (*Core principles for effective banking supervision*)⁸; (ii) Podstawowe Zasady Nadzoru Ubezpieczeniowego (*Insurance Core Principles*)⁹ oraz (iii) Cele i Zasady Regulacji Papierów Wartościowych (*Objectives and Principles of Securities*

⁸ Basel Committee on Banking Supervision, Core Principles for Effective Banking Supervision, September 2012, dostępne pod adresem: <https://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>

⁹ IAIS, Insurance Core Principles, Updated November 2018, dostępne pod adresem: <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-core-principles/file/77910/all-adopted-icps-updated-november-2018>

Regulation)¹⁰, nie poruszają tematu zaangażowania krajowych organów nadzoru w rozwój rynku finansowego.

Wkład KNF w rozwój rynku finansowego

W Polsce ustawodawca rozstrzygnął omawiany dylemat jednoznacznie na korzyść mandatu rozwojowego organu nadzoru. Komisja Nadzoru Finansowego ma wyraźne umocowanie ustawowe do zajmowania się problematyką rozwoju rynku finansowego. Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym w art. 4 ust. 1 pkt 3 i 3a stanowi, że do zadań Komisji należy „podejmowanie działań mających na celu rozwój rynku finansowego i jego konkurencyjności” oraz „podejmowanie działań mających na celu wspieranie rozwoju innowacyjności rynku finansowego”. Nadzór już teraz podejmuje szereg takich działań.

Podejście KNF, wyrażone w dotychczasowych działaniach, jak i planach na przyszłość, opiera się na założeniu, że nie ma sensu wspieranie rozwoju każdego pożądanego aspektu funkcjonowania rynku finansowego. Niektóre sprawy bowiem same oddolnie posuwają się do przodu, albo nie wymagają szczególnej troski ze względu na ich małe znaczenia dla społeczeństwa i gospodarki. Należy więc wskazać te obszary, których rozwój ma szczególne znaczenie z punktu widzenia interesu publicznego i gdzie tempo zmian nie wydaje się zadowalające. Na ten moment należą do nich:

- Rozwój rynku kapitałowego

Badania empiryczne wskazują, że w miarę rozwoju gospodarczego rola rynków kapitałowych we wspieraniu wzrostu rośnie, a sektora bankowego maleje¹¹. Wynika to prawdopodobnie z dwóch faktów. Po pierwsze, w miarę rozwoju gospodarczego wzrost staje się coraz bardziej innowacyjny, a mniej imitacyjny. Po drugie, rozproszone rynki kapitałowe zdają się być lepiej przystosowane do finansowania innowacji¹². Choć globalne rynki kapitałowe są w stanie dostarczyć finansowania największym przedsiębiorstwom, bez względu na odległość od finansowego centrum, lokalne firmy mają pod tym względem trudniej¹³. Przedsiębiorstwa spoza globalnej pierwszej ligi mają zbyt małą skalę działania, żeby globalnym inwestorom

¹⁰ IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, dostępne pod adresem: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

¹¹ Didier, T.; Levine, R.; Schmukler, S. L. *Capital Market Financing, Firm Growth, and Firm Size Distribution*; The World Bank, 2015.

¹² Allen, F. Stock Markets and Resource Allocation. *Cap. Mark. Financ. Intermediation* **1993**, *81*, 81–108; Kaserer, C.; Rapp, M. S. *Capital Markets and Economic Growth: Long-Term Trends and Policy Challenges*; The Alternative Investment Management Association Research Report, 2014.

¹³ New Financials. What Are Stock Exchanges for? And Why Should We Care? 2019; Peria, M. M. S. M.; Schmukler, M. S. L. *Understanding the Use of Long-Term Finance in Developing Economies*; International Monetary Fund, 2017.

opłacało się przewyciężyć dzielącą je od nich lukę informacyjną¹⁴. Badania nad zjawiskiem *home bias* nie pozostawiają wiele nadziei krajom, które chciałyby korzystać z zalet finansowania za pośrednictwem rynku kapitałowego, a nie mają własnego dobrze rozwiniętego ekosystemu rynku kapitałowego.

Polski organ nadzoru wspierał inicjatywę opracowania Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, która w dniu 1 października br. została przyjęta przez Radę Ministrów. Liczymy, że działania wpisujące się w realizację celów Strategii realnie zwiększą polskim przedsiębiorcom dostęp do finansowania, co pozwoli im na prowadzenie bardziej efektywnej działalności. Nadzór deklaruje wsparcie we wdrażaniu Strategii, tak jak na etapie jej powstawiania, wspierał ekspercko i doradzał w zakresie optymalnego formułowania jej założeń.

- Rozwój nowych technologii i innowacji finansowych

Z jednej strony usługi finansowe na świecie są ciągle dość drogie¹⁵, szczególnie w Europie kontynentalnej¹⁶. Z drugiej strony kontakty z nowoczesną technologią przyzwyczyły nas, że prawie wszystko dzieje się w czasie rzeczywistym i jest – dla końcowego odbiorcy – w dużej mierze darmowe. Z tej perspektywy przelewy zagraniczne, zwłaszcza te realizowane poza UE, których koszt jest wysoki i trwają bardzo długo, wydają się dość anachroniczne. Oczywiście ten i inne mankamenty rynku finansowego mają swoje uzasadnienie i gdyby nie determinacja innowatorów do obejścia problemów, które tradycyjny system rozwiązuje wolno i kosztownie, długo jeszcze nic by się nie zmieniło. Żeby jednak innowatorzy mogli działać, a ich eksperymenty były bezpieczne dla stabilności rynku finansowego – a w szerszej perspektywie – dla konsumentów, potrzebne są odpowiednio dostosowane ramy regulacyjne oraz profesjonalny nadzór finansowy.

Jedną z podstawowych barier dla rozwoju fintech są skomplikowane wymogi prawno-regulacyjne oraz niepewność regulacyjna, czyli niejednoznaczność stosowania regulacji w odniesieniu do innowacyjnych rozwiązań. Dlatego, UKNF wdrożył Program Innovation Hub w ramach którego nadzór podejmuje działania informacyjno-konsultacyjne z obszaru regulacji dla podmiotów sektora fintech. Program kierowany jest do dwóch grup: (i) podmiotów planujących rozpoczęcie działalności w ramach części rynku finansowego objętej nadzorem KNF (m.in. start-upy), które posiadają innowacyjny produkt lub usługę finansową opartą na nowoczesnych technologiach informatycznych; (ii) podmiotów nadzorowanych przez KNF

¹⁴ Coval, J. D.; Moskowitz, T. J. Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *J. Finance* **1999**, 54 (6), 2045–2073.

¹⁵ Philippon, T. *The Fintech Opportunity*; National Bureau of Economic Research, 2016.

¹⁶ Bazot, G. Financial Consumption and the Cost of Finance: Measuring Financial Efficiency in Europe (1950–2007). *J. Eur. Econ. Assoc.* **2017**, 16 (1), 123–160.

planujących wdrożenie innowacyjnych produktów lub usług finansowych opartych na nowoczesnych technologiach informatycznych. W ramach programu podmiot uzyskuje wsparcie w identyfikacji przepisów prawa, regulacji i stanowisk nadzorczych mających zastosowanie do danego podmiotu, modelu biznesowego, oferowanego produktu lub usługi finansowej. Podmiot może uzyskać także indywidualną interpretację (wydawaną na podstawie art. 11 b ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym) co do zakresu i sposobu stosowania przepisów oraz aktów wykonawczych wydanych na ich podstawie (tzw. *no-action letter*).

- Lepsze dostosowanie produktów finansowych do potrzeb konsumentów

Rozwój ekonomii behawioralnej i behawioralnych finansów, przez większość ekonomistów i regulatorów odkrytych dopiero po 2008 roku¹⁷, rzucił nowe światło na decyzje podejmowane przez detalicznych odbiorców produktów finansowych. Ograniczona racjonalność typowego klienta instytucji finansowej w połączeniu z rosnącym zapotrzebowaniem na usługi finansowe, szczególnie te innowacyjne, stawia regulatorów przed trudnym dylematem: trzeba chronić nieprofesjonalnych uczestników rynku przed ich własnymi błędami, jednocześnie nie dopuszczając, by koszty tej ochrony uderzyły zbyt mocno w tych, którzy jej nie potrzebują¹⁸.

Nowym, ważnym instrumentem nadzorczym KNF w tym zakresie jest uprawnienie do podejmowania interwencji produktowej. W ramach takiej interwencji KNF może wprowadzić zakazy lub ograniczenia dotyczące: (i) wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży instrumentów finansowych, lokat strukturyzowanych lub ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych, lub (ii) rodzaju działalności lub praktyki finansowej. Od przyznania tego uprawnienia (styczeń 2018 r.) KNF dwukrotnie podejmowała interwencję produktową na rynku kapitałowym. W jednym przypadku wprowadzono zakaz wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym. W drugim przypadku wprowadzono dodatkowe wymogi przy oferowaniu klientom detalicznym kontraktów na różnice (CFD), których celem było zwiększenie poziomu ochrony inwestorów. Obecnie trwają prace nad interwencją produktową na rynku produktów ubezpieczeniowych z funduszem kapitałowym (tzw. UFK).

- Braki w ofercie produktowej na polskim rynku

Mimo prawie trzydziestu lat swobodnego rozwoju, na polskim rynku brakuje szeregu ważnych instrumentów z powodzeniem stosowanych w krajach Europy Zachodniej czy w USA. Wymienić należy choćby kredyty na stałą stopę procentową, renty dożywotnie, czy nisko

¹⁷ Lewis, M. *Umysł nieracjonalny: Krótka historia teorii perspektywy*; Sonia Draga Sp. z o.o., 2018.

¹⁸ Campbell, J. Y. Restoring Rational Choice: The Challenge of Consumer Financial Regulation. *Am. Econ. Rev.* **2016**, 106 (5), 1–30.

kosztowe fundusze inwestycyjne. Instrumentów tych obecnie nie tyle literalnie nie ma, co są trudno dostępne, drogie, rzadko oferowane klientom lub (najczęściej) posiadają wszystkie wymienione cechy.

Nadzór w Polsce podejmuje działania, by zmienić tę sytuację. Przykładem takich inicjatyw jest wsparcie dla uwzględnienia w ofercie banków kredytów hipotecznych oprocentowanych stałą stopą procentową lub okresowo stałą stopą procentową. W tym celu KNF opracowała projekt znowelizowanej Rekomendacji S, która m.in. wskazuje, jak banki powinny być przygotowane do oferowania takich kredytów.

Wsparcie rozwoju rynku finansowego nie jest zadaniem trywialnym, czy oczywistym. Wymaga wieloaspektowego podejścia. Przedstawiony kontekst instytucjonalny i międzynarodowy oraz wybrane przykłady działań wskazują, że ta tematyka znajduje się w obszarze zainteresowania organów nadzoru finansowego, w tym także UKNF. Działania służące rozwojowi gospodarczemu, w tym rozwojowi rynku finansowego powinny być realizowane na wielu płaszczyznach. Wkład UKNF postrzegam przede wszystkim na płaszczyźnie regulacyjnej poprzez formułowanie propozycji legislacyjnych oraz przez kształtowanie polityki nadzorczej. Biorąc pod uwagę bardzo duży zasób ekspercki organu nadzoru, dysponujący szeroką wiedzą na temat szczegółowego funkcjonowania rynku finansowego i jego instytucji, Urząd może wnieść wartość dodaną w niemal każdą inicjatywę nakierowaną na prorozwojową zmianę otoczenia regulacyjnego.