

AGNIESZKA WICHA

Wzmocnienie i centralizacja unijnych mechanizmów nadzorowania rynków finansowych jako wyraz reakcji Unii Europejskiej na kryzys finansowy

Strengthening and Centralising EU Financial Market Supervision Mechanisms as the European Union's Response to the Financial Crisis

Abstract

The paper presents the reasons for the establishment of the European Supervisory Authorities from the perspective of the financial crisis experience. The establishment of new authorities at the EU level should be seen as a direct EU response to the financial crisis and a mechanism to counteract further events of this type. The paper presents the main goals and tasks of the ESAs, comparing them with the needs for the stability of the EU financial market. The new created institutional framework and changes in the process of creating law in the EU in the area of the financial market were compared to the solutions existing in this area before the financial crisis.

KEYWORDS: European Supervision Authorities, financial crisis, principle of institutional balance

SŁOWA KLUCZOWE: Europejskie Urzędy Nadzoru, kryzys finansowy, zasada równowagi instytucjonalnej

AGNIESZKA WICHA – doktor nauk prawnych, Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie, ORCID – 0000-0002-6499-3393, e-mail: a.wicha@uksw.edu.pl

1 | Wstęp

Globalny kryzys finansowy uwidocznił nieprawidłowości w działaniu poszczególnych instytucji finansowych, a także słabości instytucji publicznych, które nie przewidziały pierwszych symptomów kryzysu i nie zidentyfikowały nadużyć. Dodatkowo, szybkie rozprzestrzenianie się kryzysu między państwami w UE spowodowało, że rozpoczęto dyskusję o konieczności stworzenia odpowiednich mechanizmów reagowania i identyfikowania ryzyka systemowego na poziomie unijnym. W konsekwencji podjęto bezprecedensowe decyzje, w efekcie których wprowadzono szereg zmian w prawie UE regulującym rynek finansowy oraz stworzono specyficzne ramy instytucjonalne na poziomie UE. Stworzenie nowych urzędów w UE doprowadziło do wzmocnienia i centralizacji określonych procesów regulacyjnych i nadzorczych na poziomie unijnym.

Funkcjonujące w UE podejście regulacyjne do rynków finansowych, oparte o procedurę *Lamfalussiego*, zostało zmodyfikowane, zaś nowoutworzone ramy instytucjonalne w postaci Europejskich Urzędów Nadzoru zostały wyposażone w konkretne kompetencje związane ściśle z tworzeniem prawa UE i przyjmowaniem aktów ujednolicających sposób jego wykonywania. Punktem wyjścia do rozważań w artykule uczyniono stan przed kryzysem finansowym, który skonfrontowano ze zmianami jakie wprowadzono do struktur instytucjonalnych UE po kryzysie wraz z identyfikacją kluczowych uprawnień przyznanych Europejskim Urzędowi Nadzoru. Artykuł został ograniczony do analizy wybranych aspektów instytucjonalnoprawnych, nie poruszano kwestii materialnoprawnych zmian w prawie UE regulujących poszczególne aspekty funkcjonowania rynku finansowego UE czy też rozwiązania przyjmowane w ramach tzw. unii bankowej. W niniejszym artykule wykorzystano metodę dogmatyczno-prawną, koncentrując się na aktach prawnych powołujących do życia poszczególne urzędy.

2 | Czynniki determinujące sposoby reakcji UE na kryzys finansowy

Globalny kryzys finansowy, którego rozpoczęcie datuje się na 2008 r., uwidocznił szereg nieprawidłowości w zasadach i mechanizmach funkcjonowania rynków finansowych. Dotkliwość kryzysu finansowego i jego skala doprowadziła do wielu reform w poszczególnych państwach oraz zainicjowała dyskusję o skutkach procesów globalizacji i umiędzynarodowienia rynków finansowych. Istniejące połączenia między rynkami finansowymi w skali międzynarodowej były szczególnie widoczne w UE, która także mierzyła się ze skutkami kryzysu finansowego. Implikacje wynikające z procesu integracji gospodarczej i harmonizacji przepisów także w odniesieniu do rynków finansowych w sposób szczególny wpłynęły na rozważania na temat konsekwencji wystąpienia kryzysu finansowego choćby w części państw UE.

Unia Europejska dotknięta kryzysem finansowym podjęła szereg inicjatyw prawodawczych, które miały naprawić zidentyfikowane nieprawidłowości oraz wprowadzić mechanizmy zapobiegające wystąpieniu podobnych kryzysów w przyszłości. Inicjatywy te przebiegały w dwóch wymiarach makroostrożnościowych, gdzie podejmowanie się zagadnień w ujęciu horyzontalnym i systemowym oraz mikroostrożnościowych, gdy podejmowano inicjatywy prawodawcze zmierzające do uregulowania działalności poszczególnych uczestników obrotu finansowego, wzmocnienia nadzoru nad ich działalnością i stworzenia odpowiednich mechanizmów uniemożliwiających dokonanie nadużyć. Tym samym budowano odporność rynku finansowego Unii Europejskiej i zabiegano o stworzenie odpowiednich mechanizmów ochrony stabilności rynków finansowych. To właśnie „stabilność rynków finansowych” po kryzysie z 2008 r. stała się terminem coraz częściej wprowadzanym do prawodawstwa unijnego. Należy wspomnieć, że cel w postaci ochrony stabilności systemu finansowego czy rynku wewnętrznego wyrażony został w szeregu aktów z obszaru rynków finansowych przyjmowanych w reakcji na kryzys finansowy, przede wszystkim w rozporządzeniach powołujących do życia Europejskie Urzędy Nadzoru czy też dotyczące zasad funkcjonowania kontrahentów centralnych lub agencji ratingowych^[1]. Ponadto wyrazem dostrzegania zagrożenia dla

¹ M.in. Motyw 7 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego; Motyw 23 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego

rynku wewnętrznego UE w postaci zaburzenia stabilności finansowej jest powołanie Rady ds. Ryzyka systemowego^[2]. Kwestia stabilności finansowej, choć nie doczekała się w prawie UE jednolitej legalnej definicji, to stanowi istotną przesłankę wykorzystywaną do usprawiedliwienia mocniejszej ingerencji publicznej w sposób funkcjonowania instytucji finansowych i wzmocnienia kompetencji instytucji UE w tym wymiarze^[3].

Przyjęcie określonych przez UE rozwiązań oparte było o identyfikację przyczyn kryzysu finansowego, ponieważ tylko zrozumienie przyczyn mogło umożliwić skonstruowanie adekwatnych środków naprawczych i zaradczych. Ekonomisci, analitycy i eksperci z całego świata dokonywali zróżnicowanych analiz. Swoje obserwacje przedstawiała także Komisja Europejska. Wskazywała ona na dwa wymiary przyczyn: te o charakterze makroekonomicznym oraz o charakterze mikroekonomicznym. W katalogu przyczyn makroekonomicznych wskazywano na zjawiska globalnych nierównowag czy decyzji banków centralnych w odniesieniu do stóp procentowych, a także powszechnie wskazywane przyczyny wywodzące się z sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. Jednak z punktu widzenia przedmiotu artykułu niezwykle istotnym było wskazanie, że jedną z przyczyn kryzysu było funkcjonowanie modelu nadzorczego opartego o samoregulację rynków finansowych. Wśród przyczyn mikroekonomicznych wskazywano na konkretne wymiary działalności poszczególnych uczestników rynku finansowego, które doprowadziły do wystąpienia kryzysu, jak np. nieprawidłowości w działaniu agencji ratingowych, skomplikowanie trudnych do wyceny instrumentów finansowych, cedowanie ryzyka kredytowego za pomocą sekurytyzacji na inne podmioty czy brak transparentności niektórych obszarów rynku finansowego^[4]. Kryzys finansowy wyrządził straty nie tylko dla gospodarek

i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji; Motyw 7 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych.

² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, Dz.U. L 331 z 15.12.2010, str. 1–11 z późn. zm.

³ Zob. szerzej: Jonathan Bauerschmidt, „Financial stability as the objective of the Banking Union” *ECFR*, 2 (2020): 155-183.

⁴ Michał Konopczak, Rafał Sieradzki, Michał Wiernicki, „Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego” *Bank i Kredyt*, nr 6 (2010): 47-48.

poszczególnych państw członkowskich i samej Unii Europejskiej, ale spowodował nieodwracalne negatywne konsekwencje dla wielu przedsiębiorstw i obywateli, stąd jego społeczne postrzeganie jako szczególnie dotkliwego i niebezpiecznego zjawiska, któremu instytucje publiczne powinny przeciwdziałać.

Na kryzys finansowy, który pojawił się w UE w związku z sytuacją w USA, nałożyły się wymiary specyficzne, określane mianem kryzysu strefy euro. Jak podkreślano, ten kryzys, choć dotyczył wybranych państw połączonych wspólną walutą, jednocześnie stanowił istotne zagrożenie dla funkcjonowania UE. W konsekwencji kryzysu strefy euro niektóre państwa UE nie były w stanie regulować swoich bieżących zobowiązań i potrzebowały znaczących rozmiarów pomocy finansowej. Jak wskazują ekonomiści przyczyny tego szczególnego zaburzenia w funkcjonowaniu strefy euro są wielowątkowe, choć niewątpliwie powiązane z wystąpieniem globalnych zaburzeń na rynkach finansowych. Jednocześnie podkreślano, że jednym ze źródeł kryzysu była utrata możliwości efektywnego kontrolowania przez instytucje publiczne instytucji finansowych. Właśnie te elementy i nawiązania do jakości nadzoru publicznego, możliwości kontrolowania zachowań na rynkach czy antycypowania zdarzeń i zaburzeń są szczególnie istotne z punktu widzenia poszukiwania przyczyn powstania Europejskich Urzędów Nadzoru. Ponadto zwrócono uwagę na kwestie dotyczące problemów w prawidłowym funkcjonowaniu polityk fiskalnych niektórych państw i związanych z tym relacji między wpływami do budżetów tych państw a wydatkami^[5]. Jak podkreśla się w literaturze, kryzys zadłużenia w strefie publicznej bezpośrednio przenosi się na kryzys w funkcjonowaniu instytucji finansowych ze względu na wpływ na zachowania inwestorów i przedsiębiorców. Tym samym oddziałując *de facto* na każdą sferę gospodarki^[6].

Rozważając kwestie wpływu kryzysu finansowego na reakcje UE należy także poruszyć kwestie specyficzne dla rynku finansowego UE odnoszące się do istniejących współzależności między rynkami finansowymi poszczególnych państw członkowskich^[7]. Istniejące połączenia między gospodarzami a rynkami poszczególnych państw powodowały występowanie efektu zarażania się kryzysem finansowym, najpierw przenosząc się z USA do

⁵ Jakub Kraciuk, „Kryzys Finansowy Strefy Euro” *Optimum. Studia Ekonomiczne*, nr 4 (2013): 125-126, 130-131.

⁶ Michał Matuszewicz, „Strefa euro a globalny kryzys finansowy XXI wieku” *Studia BAS*, nr 3 (2012): 17.

⁷ *Ibidem*, 18.

Unii Europejskiej, a następnie rozlewając się po poszczególnych państwach członkowskich^[8]. Teoria efektu zarażania przyczyniła się do tego, że Unia Europejska poszukiwała rozwiązań nie na poziomie poszczególnych państw członkowskich, ale uznała, że jedynym skutecznym działaniem będzie stworzenie odpowiednich mechanizmów scentralizowanych na poziomie UE. Co też przyczyniło się do wypracowania propozycji powołania kolejnych instytucji i przeniesienia części kompetencji i zadań dotychczas realizowanych przez instytucje krajowe na poziomi UE, tak aby móc widzieć obraz całego rynku finansowego UE.

3 | Zasady funkcjonowania jednolitego rynku finansowego UE przed kryzysem finansowym

Identyfikacja zmian o charakterze instytucjonalnym jakie zostały wprowadzone w odpowiedzi na kryzys finansowy wymaga określenia stanu jaki był bezpośrednio przed kryzysem finansowym. Proces integracji europejskiej ma także wpływ na sposób funkcjonowania rynków finansowych i ich ukształtowanie. Ekonomści definiują jednolity rynek finansowy jako obszar, w którym między poszczególnymi rynkami finansowymi nie występują żadne ograniczenia i bariery w dostępie do finansowania i usług finansowych. W przypadku UE ten stan jest osiąganym przez kolejne inicjatywy o charakterze prawodawczym, które z jednej strony mają usuwać bariery w swobodnym przepływie kapitałów i usług, a z drugiej harmonizować przepisy odnoszące się do zasad funkcjonowania rynku finansowego^[9]. Rynek finansowy UE jest częścią rynku wewnętrznego, stąd zasady właściwe dla korzystania ze swobód i mechanizmy tworzenia prawa są tożsame dla innych dziedzin gospodarki. Na przestrzeni lat i postępu procesu integracyjnego pojawiały się kolejne inicjatywy zmierzające do zniesienia wszelkich barier i integracji rynków finansowych poszczególnych państw członkowskich. Niwelacja barier i pełna integracja rynków

⁸ Piotr Albiński, „Kryzysy i Polityka Stabilizacyjna w Unii Europejskiej”, [w:] *Kryzys A Polityka Stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, red. Piotr Albiński (Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, 2014), 31-33.

⁹ Janusz Bilski, Małgorzata Janicka, Tomasz Miziołek, *Międzynarodowy System Finansowy* (Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2016), 81-87.

nadal pozostaje postulatem podnoszonych w ramach UE, co potwierdza powracający postulat budowy tzw. unii rynków kapitałowych, obecnie podnoszony w przygotowanych raportach Letty i Draghiego^[10].

Dokumentem przełomowym, wyznaczającym ramy i mechanizmy integracji rynków finansowych, był *Financial Services Action Plan (FSAP)*^[11]. Był to plan opracowany przez Komisję Europejską w 1999 r. w celu zidentyfikowania działań niezbędnych do tego, aby osiągnąć zintegrowany i efektywny rynek finansowy UE. We FSAP zdefiniowano 42 zadania do podjęcia, z czego istotna część stanowiła postulaty o charakterze prawodawczym, natomiast pozostałe odnosiły się do wykorzystania środków o charakterze *soft law*. Cele FSAP miały być osiągnięte do 2004 r. W istocie większość zaleceń z niego wynikających została zrealizowana i w dużej mierze sprowadzała się do harmonizacji reguł udziału w rynku finansowym i znoszenia barier^[12].

W następstwie FSAP wypracowano model tworzenia prawa z obszaru rynku finansowego i rozpoczęto skomplikowany proces harmonizacji reguł funkcjonowania uczestników rynku finansowego w poszczególnych państwach członkowskich. Jednak nie zakończył się proces integracji rynków finansowych. W kolejnych latach przeprowadzano analizy i przedstawiano dokumenty, które prezentowano dalsze zalecenia. Jednym z obszarów podejmowanych rozważań była kwestia odpowiednich struktur nadzorczych na poziomie UE i stworzenia adekwatnych mechanizmów stanowienia prawa przez UE odpowiadających potrzebom i specyfice rynków. Postulowane zmiany w procedurze stanowienia prawa zostały oparte o tzw. procedurę Lamfalussy'ego. Procedura ta przewidywała, że tworzenie prawa UE będzie na tyle elastyczne, że będzie możliwe odpowiednie i szybkie reagowanie na zmiany zachodzące na rynkach finansowych. Ponadto wypracowana procedura miała zapewnić także adekwatne narzędzia o charakterze *soft law* mające harmonizować zasady funkcjonowania rynków finansowych w państwach członkowskich. Przewidywała ona ustanowienie czterech poziomów decyzyjnych: I poziom – akty ustawodawcze o charakterze ramowym; II poziom – akty wykonawcze wydawane przez Komisję Europejską (były to akty przyjmowane w dawnej procedurze komitologii);

¹⁰ Guillaume Ragonnaud, „Deepening the single market in the light of the Letta and Draghi reports” *European Parliamentary Research Service*, PE 762.469 – October 2024.

¹¹ Communication from the Commission – Implementing the framework for financial markets: action plan, COM/99/0232 final.

¹² Zob. szerzej: Aleksandra Pilecka, „Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) – założenia, realizacja i wpływ na rynki finansowe w Unii Europejskiej” *Bank i Kredyt*, 2 (2007).

III poziom to wytyczne interpretacyjne i wspólne standardy opracowywane przez komitety eksperckie uczestniczące w procedurze komitologii; natomiast IV poziom to działania implementacyjne na poziomie państw członkowskich oraz monitorowanie i nadzorowanie tych działań przez Komisję Europejską. W ramach przewidzianej procedury kluczową rolę miała odgrywać Komisja Europejska i podejmowane przez nią działania. W ramach komitologii Komisja była wspierana przez odpowiednie komitety: Committee of European Securities Regulators, Committee of European Banking Supervisors oraz Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors^[13].

Działania podejmowane na poziomie Unii Europejskiej przed wybuchem kryzysu finansowego opierały się w istotnej mierze na instrumentach prawnych zmierzających do harmonizacji ram prawnych funkcjonujących w poszczególnych państwach członkowskich. Instrumenty prawnie wiążące były uzupełniane o instrumenty o charakterze *soft law*, jednocześnie zadania związane z nadzorowaniem działania poszczególnych instytucji finansowych były pozostawione krajowym organom publicznym. Kryzys finansowy przyniósł istotne przemiany właśnie w sposobie ukształtowania ram instytucjonalnych umożliwiających koordynację działań, wymianę informacji i pomiędzy poszczególnymi organami nadzorczymi i identyfikowanie trendów i zachowań w skali ogólnounijnej, nie tylko krajowej.

4 | Wpływ kryzysu finansowego na stworzenie nowych ram instytucjonalnych w UE

W maju 2009 r. Komisja Europejska przedstawiła Komunikat pt. Europejski nadzór finansowy, w którym jako jedną z podstawowych diagnoz przedstawiła niedostatki w prowadzonym w UE nadzorze finansowym, zarówno w ujęciu mikro jak i makroekonomicznym. Wnioski Komisji były oparte na raporcie Jacques'a de Larosièrè'a. Zgodnie z zaleceniami z raportu i przyjętym podejściem miały zostać utworzone na poziomie UE nowe ramy instytucjonalne europejskiego nadzoru finansowego, na które składają się

¹³ Jacek Bąk, Aleksandra Stepanów, *Europejskie Prawo Finansowe* (Warszawa: C.H. Beck, 2013), 8-25.

Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego oraz Europejskie Urzędy Nadzoru. Komisja uzasadniając konieczność podjęcia właśnie takich działań zwróciła uwagę, że to właśnie braki prawidłowego funkcjonowania nadzoru makroostrożnościowego doprowadziły do daleko idących strat. Postulat wzmocnienia i naprawy mechanizmów nadzorczych na poziomie makro był promowany nie tylko na poziomie UE, ale także szerzej – został zawarty w zaleceniach grupy G-20. Natomiast tworzone Europejskie Urzędy Nadzoru miały być odpowiedzią na potrzebę wzmocnienia nadzoru mikroostrożnościowego, Komisja zwróciła uwagę, że dotychczasowy mechanizm (z poziomu III procedury Lamfallusiego), opierający się na wspieraniu działań Komisji przez komitety ekspertów z państw członkowskich, osiągnęła już szczyt swoich możliwości i nie może w pełni odpowiedzieć na potrzeby rynku wewnętrznego UE ujawnione w następstwie kryzysu finansowego. Jako kluczowe słabości funkcjonującego systemu wskazano na brak możliwości efektywnego nadzoru działalności o charakterze transgranicznym z poziomu poszczególnych państw członkowskich, brak dostatecznie rozwiniętej współpracy i wymiany informacji między krajowymi instytucjami oraz rozdrobnienie nadzorcze wynikające z wielości instytucji działających równoległe^[14]. Jednym z istotnych czynników mających wpłynąć na poprawę odporności rynków finansowych było zapewnienie prawidłowej koordynacji globalnych standardów nadzorczych i wymiany informacji^[15].

Te diagnozy oceniające z jednej strony przyczyny i konsekwencje kryzysu finansowego w UE oraz dotychczasowy sposób funkcjonowania ram prawnych i nadzorczych rynków finansowych UE doprowadziły do powołania czterech. nowych urzędów:

- Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego^[16];
- Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA)^[17];

¹⁴ Komunikat Komisji – Europejski nadzór finansowy {SEK(2009) 715} {SEK(2009) 716}, COM/2009/0252 końcowy.

¹⁵ Abraham Newman, Elliot Posner, „Transnational feedback, soft law, and preferences in global financial regulation” *Review of International Political Economy*, nr 1 (2016): 130.

¹⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, Dz.U. L 331 z 15.12.2010, str. 1–11 z późn. zm.

¹⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru

- Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA)^[18];
- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA)^[19].

Wszystkie te agendy zostały powołane na podstawie rozporządzeń Parlamentu Europejskiego i Rady, natomiast podstawą do ich przyjęcia był art. 114 TFUE. We wnioskach prawodawczych aktów powołujących do życia Europejskie Urzędy Nadzoru Komisja przywołała orzeczenie w sprawie C – 217/04, gdzie w pkt. 44 Trybunał wprost wskazał, że ówczesny art. 95 TWE dopuszcza tworzenie na jego podstawie organu na poziomie UE, który miałby zapewnić realizację celu w postaci harmonizacji zapewniającej właściwe funkcjonowanie rynku wewnętrznego^[20]. Odnosząc się we wnioskach do zgody z zasadą pomocniczości podkreślano, że cele te mogą zostać osiągnięte wyłącznie przez inicjatywę na poziomie unijnym. We wszystkich aktach prawa powołujących do życia te urzędy wyraźnie wskazywano doświadczenia kryzysu finansowego, które zostały uznane jako wpływające na stabilność rynków finansowych UE. W przypadku powołania do życia Europejskich Urzędów Nadzoru: EBA, ESMA i EIOPA w preambule każdego z rozporządzeń pojawiły się nawiązania do formułowanych jeszcze przed kryzysem finansowym zaleceń wzmocnienia na poziomie ogólnounijnym mechanizmów nadzorczych i działań polegających na harmonizacji prawa rynku finansowego.

Europejska Rada ds. Ryzyka systemowego miała uzupełnić lukę instytucjonalną w postaci nadzoru makroostrożnościowego nad całym systemem finansowym UE i móc identyfikować ryzyka o znaczeniu systemowym

(Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylenia decyzji Komisji 2009/78/WE, Dz.U. L 331 z 15.12.2010, str. 12-47 z późn. zm.

¹⁸ 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.U. L 331 z 15.12.2010, str. 48-83 z późn. zm.

¹⁹ 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.U. L 331 z 15.12.2010, str. 84-119.

²⁰ Wyrok Trybunału z 2 maja 2006 r., C-217/04, Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej przeciwko Parlamentowi Europejskiemu i Radzie Unii Europejskiej, ECLI:EU:C:2006:279, pkt. 44.

dla całego rynku (motyw 15 rozporządzenia powołującego Radę do życia). W związku z tym, art. 3 Rozporządzenia 1092/2010 określono zadanie Rady jako przeciwdziałanie lub ograniczanie ryzyka systemowego w UE. Wśród zadań postawionych przed Radą zmierzających do osiągnięcia wskazanego celu wskazano te koncentrujące się wokół gromadzenia i analizowania danych oraz wydawania odpowiednich zaleceń i ostrzeżeń. Dotychczas te zadania zasadniczo przewidziane były dla Europejskiego Banku Centralnego i banków centralnych poszczególnych państw członkowskich, co znalazło odpowiednie odzwierciedlenie w strukturze organizacyjnej Rady. Zgodnie z art. 6 w skład Rady Generalnej wchodzi m.in.: prezesi i wiceprezesi EBC, prezesi banków centralnych państw członkowskich, a także przewodniczący poszczególnych Europejskich Urzędów Nadzoru. Rada Generalna podejmuje decyzje właściwe do realizacji zadań powierzonych Radzie ds. Ryzyka Systemowego (art. 4). Z kolei Komitet Sterujący, w skład którego znowu wchodzi m.in. przedstawiciele krajowych banków centralnych i EBC, odpowiada za prawidłowe funkcjonowanie procesu decyzyjnego i przygotowuje posiedzenia Rady Generalnej (art. 4). Wskazane wybrane aspekty organizacyjne Rady ds. Ryzyka Systemowego wskazują, że powołanie nowej instytucji na poziomie UE miało na celu wzmocnienie współpracy i wymiany informacji między poszczególnymi państwami członkowskimi, a także centralizacja procesów decyzyjnych w związku z odbywanym dialogiem na poziomie Rady.

Z kolei powołane do życia EBA, ESMA i EIOPA (łącznie nazywane w skrócie EUN) w sposób szczególny przyczyniły się do ujednoczenia praktyk nadzorczych na poziomie poszczególnych państw członkowskich oraz przeniesienia części kompetencji dotyczących stanowienia prawa z obszaru rynków finansowych właśnie na poziom tych Urzędów. Każdy z powołanych Urzędów ma określony zakres kompetencji odnoszący się do jednego z trzech segmentów rynku finansowego: bankowego, ubezpieczeniowego i kapitałowego. Sposób ukształtowania celu, zakresu zadań, uprawnień i struktury organizacyjnej jest analogiczny dla wszystkich Urzędów, co oznacza, że w praktyce rozporządzenia powołujące do życia te Urzędy mają podobne brzmienie i strukturę dostosowaną do potrzeb konkretnego segmentu rynku finansowego. W każdym z rozporządzeń unijny prawodawca wskazał, że celem powołania do życia EBA, ESMA i EIOPA jest realizacja zdefiniowanego interesu publicznego jakim jest stabilność systemu finansowego. Cel ten realizowany jest przez specyficznie ukształtowany zakres zadań, które wprost nie powinny być utożsamiane z działaniami o charakterze ściśle nadzorczym, które nadal są realizowane na poziomie

poszczególnych państw członkowskich. Zgodnie z art. 8 odpowiednio rozporządzenia 1093/2010, 1094/2010 oraz 1095/2010 EUN mają przyczyniać się do wypracowania wspólnych dobrych praktyk i standardów zarówno regulacyjnych jak i nadzorczych, dostarczać wiedzy eksperckiej, wspierać krajowe organy nadzorcze oraz gromadzić i analizować określone dane niezbędne do oceny prawidłowości funkcjonowania rynków finansowych. Podobnie jak w przypadku powołania do życia Rady ds. Ryzyka systemowego struktura organizacyjna EUN uwzględnia konieczność współpracy między krajowymi organami i stworzenie ogólnounijnego organu eksperckiego. W związku z tym w strukturze organizacyjnej każdego Urzędu wyodrębniono dwie formuły zarządcze: Radę Organów Nadzoru, w skład której wchodzi reprezentanci poszczególnych krajowych nadzorów oraz Zarząd, gdzie obok przedstawicieli Rady Organów Nadzoru zasiada niezależny ekspert zatrudniony w poszczególnych Urzędach. Wymienione organy EUN nie wyczerpują pełni struktury organizacyjnej tych Urzędów, jednak wskazują na istotną cechę powiązania struktury organizacyjnej Urzędów z delegowaniem do prac w niej reprezentantów krajowych instytucji. Takie rozwiązania organizacyjne wskazują na chęć zapewnienia ciągłości wobec poprzednich ram komitetów funkcjonujących w UE przy jednoczesnym wzmocnieniu ich działania i ustanowienia stałych ram funkcjonowania w postaci Przewodniczącego czy Dyrektora Wykonawczego. W konsekwencji EUN przyczyniają się do harmonizacji działania krajowych organów nadzoru i stymulowania prawidłowego przepływu między krajowymi i unijnymi instytucjami. Dla zapewnienia prawidłowości przepływu informacji i diagnozowania zdarzeń mających swoje źródła lub skutki na więcej niż jednym segmencie rynku finansowego UE w ramach unijnych struktur nadzorczych powołano Wspólny Komitet, w skład którego wchodzi Przewodniczący poszczególnych EUN.

W związku z tym, że powstały Urzędy, których przedmiotowy zakres działania pokrywa się z działaniami podejmowanymi przez krajowe organy nadzorujące rynek struktura działania EUN została oparta o zasady: partnerstwa, elastyczności i pomocniczości, tak aby krajowe organy współpracowały ze sobą w sposób oparty na zaufaniu, a EUN miały możliwość identyfikacji transgranicznych ryzyk niedostrzeganych na poziomie poszczególnych krajowych nadzorów^[21]. Powołanie do życia EUN miało także przyczynić

²¹ Zuzana Kučerová, „The Impact of Financial Crisis On Financial Supervision in the EU, The USA and the Czech Republic” *Bulletin of the Transilvania University of Braşov*, t. III (2010): 274-276.

się do poprawy działalności dotychczas funkcjonującego III i IV poziomu procedury Lamfallusiego, przez wprowadzenie harmonizacji podejść krajowych instytucji nadzorczych oraz wprowadzenie możliwości nadzoru transgranicznego^[22]. Niamh Moloney wskazuje, że od czasu utworzenia EUN ich rola systematycznie wzrasta, podobnie jak ich funkcja w zakresie standaryzowania zasad funkcjonowania uczestników rynku finansowego i ich nadzorowania. Zwraca także uwagę na wzrastającą rolę eksperckiej wiedzy i zaawansowanego wyspecjalizowania ekspertów EUN^[23].

Identyfikując przyczyny powołania Rady ds. Ryzyka systemowego i EUN można dostrzec wyraźne odniesienia do kryzysu finansowego i powołania tych instytucji w odpowiedzi na to niespodziewane zdarzenie. Tworząc nowe ramy instytucjonalne i przewidując dla nich zadania, uwzględniono dotychczasową praktykę tworzenia prawa i prowadzenia nadzoru nad uczestnikami rynku finansowego modyfikując ją i wprowadzając rozwiązania zapewniające stworzenie stałych ram instytucjonalnych współpracy między krajowymi organami nadzorującymi instytucje finansowe. Stworzone instytucje na poziomie UE miały wypełnić lukę i zidentyfikowane nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynków, tak aby przeciwdziałać w przyszłości podobnym zdarzeniom. W konsekwencji stworzone urzędy, choć w swojej nazwie odwołują się do kompetencji nadzorczych, to bardziej prawidłowym określeniem byłoby wskazanie, iż są to urzędy koordynujące i wspierające nadzory.

5 | Kompetencje EUN i tendencje rozwojowe

Przewidziane dla EUN zadania mogą być realizowane przez wyposażenie ich w konkretne uprawnienia i narzędzia. Przed kryzysem finansowym zasadniczo kompetencje w zakresie tworzenia prawa regulującego rynek finansowy na poziomie UE przewidziane były Parlamentowi, Radzie i Komisji. Komitety pełniły zasadniczo funkcję doradczą-ekspertką. Powołanie do życia EBA, ESMA i EIOPA doprowadziło do wzmocnienia roli

²² Alexander Kern, „Reforming European financial supervision: adapting EU institutions to market structures” *ERA Forum* (2011): 248-249.

²³ Niamh Moloney, „EU financial market regulation a decade from the financial-crisis-era reforms: crisis, uncertainty, and capacity” *Yearbook of European Law*, 42 (2023): 180-181.

wyspecjalizowanych instytucji w procesie powstawania prawa oraz jego wykonywania w poszczególnych państwach członkowskich.

EUN zostały uprawnione do przygotowywania *de facto* projektów aktów delegowanych i wykonawczych przyjmowanych przez Komisję. Art. 10 odpowiednio rozporządzeń powołujących do życia wszystkie trzy Urzędy zawiera uprawnienie do przygotowania projektów regulacyjnych standardów technicznych, które są następnie przyjmowane przez Komisję w formie aktów delegowanych. Z treści art. 10 wypływa wyraźne wskazanie, że uprawnienia wydelegowane do EUN odnoszą się wyłącznie do zagadnień o charakterze technicznym zastrzegając dla Komisji kwestie o charakterze strategicznym. Ponadto przygotowywane przez EUN projekty mogą zostać odrzucone lub zmodyfikowane przez samą Komisję, przy czym w takiej sytuacji swoją decyzję musi usprawiedliwić. Analogiczne uprawnienie zostało przyznane EUN na podstawie art. 15, przy czym odnosi się ono do możliwości przygotowywania projektów wykonawczych standardów technicznych, które są przyjmowane przez Komisję w formie aktów wykonawczych. Tym samym EUN mają zasadniczy wpływ na kształt prawa regulującego rynki finansowe. Należy pamiętać o stworzonej w prawie UE strukturze kontroli wykonywania uprawnień przez Komisję przy przyjmowaniu aktów delegowanych i wykonawczych oraz o nałożonych obowiązkach publicznych konsultacji, które zapewniają odpowiednie instrumenty kontrolne. Nie sposób jednak nie zauważyć, że dziedzina, w której przygotowywane są techniczne i regulacyjne standardy techniczne jest wysoce specjalistyczna, wymaga eksperckiej wiedzy, co w praktyce utrudnia możliwość kontrolowania przez obywateli UE czy instytucje UE czy sposób, zakres i forma regulacji nie wykracza poza kwestie czysto techniczne i nie przechodzi w sferę zagadnień o charakterze strategicznym. Zaletą tak ukształtowanych uprawnień EUN jest z kolei fakt, że przygotowywane akty są tworzone przez ekspertów rozumiejących specyfikę rynku, a także umożliwiają elastyczne reagowanie na zmiany zachodzące na rynkach. Wreszcie należy zauważyć, że takie ukształtowanie kompetencji EUN ma ścisły związek z postulatami wynikającymi z działań postkryzysowych, zmierzających do harmonizacji reguł udziału w rynku finansowym UE i ujednoclicający zasady, wszak jeśli techniczne parametry i aspekty funkcjonowania poszczególnych uczestników rynku finansowego zostaną określone w aktach nieustawodawczych, to swoboda indywidualnej interpretacji i wykonywania aktów ustawodawczych przez krajowe organy nadzoru jest znacząco ograniczona. W przypisaniu tych zadań EUN należy dostrzegać kontynuację dawnej roli komitetów komitologicznych,

jednak w zmienionej formule, gdzie rola przygotowania projektu aktu delegowanego lub wykonawczego została przekazana odpowiedniemu EUN.

Kolejnymi kompetencjami przyznanymi EUN są: uprawnienie do wydawania wytycznych i zaleceń (o których mowa w art. 16 trzech rozporządzeń powołujących EUN), przedstawiania opinii (art. 16a) oraz przygotowywania pytań i odpowiedzi. Te uprawnienia w istocie nawiązują do zadań jakie były przewidziane na III poziomie procedury Lamfalussiego, gdyż prowadzą się do zróżnicowanego katalogu dokumentów ujednolicających sposób interpretowania zakresu obowiązków wynikających z prawa UE oraz ustanawiających określone dobre praktyki na poziomie ogólnounijnym, nie na poziomie poszczególnych państw członkowskich. Tego typu dokumenty opracowywane przez EUN można określać mianem *soft law*. Każdy ze wskazanych typów dokumentów ma swoją specyfikę i funkcję dla systemu finansowego. Wytyczne i zalecenia mogą być kierowane zarówno do krajowych organów nadzorczych, jak również do konkretnych uczestników rynku finansowego stanowiąc wyraz oczekiwania określonego działania lub zachowania. Z kolei publikowane pytania i odpowiedzi dokonując interpretacji prawa UE wskazują pożądany sposób rozumienia i wykonywania określonych przepisów będąc swoistymi przykładami dobrych praktyk. Tym samym EUN zostały wyposażone w kompetencje umożliwiające ustanowienie na poziomie UE jednolitych oczekiwań nadzorczych, które następnie przenoszone są na poziom poszczególnych państw członkowskich i egzekwowane przez krajowe organy nadzoru.

Wyposażenie EUN w uprawnienia mające istotny wpływ na proces stanowienia i wykonywania prawa UE wywołało w doktrynie głosy dotyczące ryzyka naruszenia zasady równowagi instytucjonalnej. Jak zauważył Alexander Kern, zgodnie z doktryną Meroni orzecznictwo TSUE zabrania delegowania uprawnień *intra vires* do agencji lub organów UE, jeśli takie uprawnienia delegują znaczną swobodę agencjom UE w podejmowaniu decyzji, które zasadniczo obejmują tworzenie polityki^[24]. Biorąc pod uwagę fakt, że w coraz większej liczbie aktów ustawodawczych z obszaru rynku finansowego wprowadzane są uprawnienia do przyjmowania regulacyjnych i wykonawczych standardów technicznych, oraz rozwijający się trend specjalizacji tego obszaru regulacyjnego, mogą pojawić się w poszczególnych przypadkach wątpliwości, czy w danym obszarze EUN nie wpłynęły na elementy będące domeną decyzji politycznej przez odpowiednie ukształtowanie parametrów technicznych. Dotychczasowe orzecznictwo TSUE nie

²⁴ Kern, „Reforming European”, 245.

wskazuje jednak na nieprawidłowość samego ukształtowania uprawnień dla EUN w aktach ustawodawczych, jak również sposobu wykorzystywania przez EUN przyznaných uprawnień. W sprawie C – 270/12 wskazał także, że specyficzne uprawnienia interwencyjne przyznane ESMA spełniają kryteria ustalone w doktrynie Meroni, ponieważ delegacja zadań została wyraźnie wprowadzona w akcie ustawodawczym, stworzone zostały ramy tego uprawnienia umożliwiające Komisji kontrolowanie realizacji tych uprawnień, zaś same decyzje ESMA podlegają kontroli sądowej^[25]. W sprawie C-911/19 Trybunał z kolei pochylił się nad kwestią zgodności z zasadą równowagi instytucjonalnej w związku z uprawnieniem do wydawania dokumentów typu *soft law* przez EUN^[26]. W tej sprawie Trybunał wskazał, że uprawnienie do wydawania wytycznych nie jest zupełnie nieograniczone, gdyż mogą być one przyjmowane wyłącznie w zakresie wyraźnie przewidzianym przez prawodawcę unijnego. Jednocześnie rozważając istotę wytycznych wydawanych przez EUN Trybunał wskazał, że przyczyniają się one do powstawania wspólnych standardów i praktyk regulacyjnych i nadzorczych o wysokiej jakości przyczyniając się tym samym do jednolitego i spójnego stosowania prawa UE^[27]. Z tego orzeczenia wypływa jeszcze jeden istotny wniosek odnoszący się do natury wytycznych wydawanych przez EUN, które ze względu na swój niewiążący charakter nie mogą być przedmiotem skargi o stwierdzenie nieważności na podstawie artykułu 263 TFUE.

Powstanie EUN w sposób istotny przyczyniły się do wzmocnienia procesu regulacji rynków finansowych na poziomie UE. Doprowadziło ono do wzmocnienia i powstania struktur instytucjonalnych na poziomie unijnym, które dysponują ekspercką wiedzą i możliwością kształtowania reguł funkcjonowania rynków finansowych ograniczając możliwość przyjmowania zindywidualizowanych podejść i środków wykonawczych na poziomie poszczególnych państw członkowskich. Ponadto uprawnienie EUN do tworzenia dokumentów o charakterze *soft law* i zacieśnienie forum współpracy między krajowymi organami nadzoru doprowadziło do ograniczenia swobody działania krajowych organów nadzorczych na

²⁵ Wyrok Trybunału z dnia 22 stycznia 2014 r., C-270/12, Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej przeciwko Parlamentowi Europejskiemu i Radzie Unii Europejskiej, ECLI:EU:C:2014:18, pkt. 41-55.

²⁶ Zob. szerzej: Filippo Annunziata, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*” *European Banking Institute Working Paper Series*, nr 106 (2021).

²⁷ Wyrok Trybunału z dnia 15 lipca 2021 r., C-911/19, *Fédération bancaire française (FBF) przeciwko Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)*, ECLI:EU:C:2021:599, pkt. 72 – 87.

rzecz ujednolicenia podejścia nadzorczego na poziomie EUN. Działania te wpisują się w cele wyznaczone po kryzysie finansowym UE, które mają zapewniać odpowiednie środki ochrony stabilności rynków finansowych.

EBA, ESMA i EIOPA intensywnie wykorzystują swoje uprawnienia, zaś w kolejnych aktach ustawodawczych wprowadzane są uprawnienia zarówno do przygotowywania projektów wykonawczych i regulacyjnych standardów technicznych, ale także umożliwiające podjęcie decyzji w zakresie tzw. interwencji produktowych (np. na podstawie art. 40 rozporządzenia PE i Rady 600/2014^[28]). W konsekwencji EUN mają istotny wpływ na przeniesienie na poziom unijny sposobu w jaki regulowane są rynki finansowe oraz jak wykonywane poszczególne akty prawa UE. Jednocześnie wśród tendencji rozwojowych można zidentyfikować podnoszone głosy wskazujące na potrzebę dalszego wzmacniania kompetencji EUN oraz przenoszenia rzeczywistych kompetencji nadzorczych na poziom EUN. Po raz kolejny taki głos pojawił się w raporcie Enrico Letty, który postuluje wprowadzenie wprost kompetencji nadzorczych na poziomie ESMA, przenosząc te kompetencje z krajowych organów nadzorczych^[29]. Dotychczas ukształtowane ramy EUN i sposób ich organizacji umożliwiały zachowanie równowagi i kompetencji krajowych organów nadzorczych przy jednoczesnym wprowadzeniu rozwiązań umożliwiających przeniesienie na poziom unijny tych zadań, które mogą zapewnić harmonizację podejść nadzorczych i umożliwienie identyfikacji ryzyka systemowego dla rynku finansowego UE. Dalsze poszerzanie kompetencji EUN i przenoszenie procesu decyzyjnego na poziom EUN może w przyszłości spotkać się z oporem państw członkowskich, którym odbierane w ten sposób będą tradycyjnie zastrzeżone kompetencje publicznego nadzoru nad działalnością instytucji finansowych.

6 | Podsumowanie

Zdefiniowanie przyczyn kryzysu finansowego oraz określenie stabilności finansowej rynków finansowych jako swobodnego interesu publicznego dało asumpt do stworzenia nowych urzędów w UE. Powołane do życia

²⁸ Dz.U. L 173 z 12.6.2014, str. 84—148 z późn. zm.

²⁹ Enrico Letta, *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens* (2024), 33-35.

na podstawie prawa wtórnego EUN mają uzupełniać zdefiniowaną lukę w przepływie informacji między krajowymi urzędami nadzoru, monitorować transgraniczne aktywności na rynkach finansowych oraz zapewniać jednolite podejście nadzorcze w całej UE. Przewidziane kompetencje dla EUN odnoszące się do procesów prawotwórczych prowadzą do spójnej interpretacji i stosowania prawa UE.

Przewidziane w aktach powołujących do życia EUN kompetencje w sposób jednoznaczny są powiązane ze zdefiniowanymi potrzebami rynków finansowych związanych z zapewnieniem prawidłowego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego UE. Uzasadnieniem dla przenoszenia swoich kompetencji nadzorczych i związanych z wykonywaniem prawa UE do EUN była konieczność zapewnienia stabilności rynków finansowych, która to nie może być zabezpieczana współcześnie wyłącznie przez działanie poszczególnych państw członkowskich. EUN powołane do życia w 2010 r. wpisały się na trwałe w architekturę rynków finansowych i wraz z powstawaniem kolejnych aktów ustawodawczych regulujących rynki finansowe otrzymują kolejne kompetencje do przygotowywania regulacyjnych i wykonawczych standardów technicznych, wytycznych czy pytań i odpowiedzi. EUN intensywnie korzystają ze swoich uprawnień, co potwierdzają rozbudowane wykazy wydanych dokumentów na stronach internetowych poszczególnych urzędów^[30]. Kolejne głosy podnoszące potrzebę dalszego wzmocnienia kompetencji EUN wskazują, że obecnie nie jest kwestionowana zasadność ich istnienia ani ich rola dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego UE, choć otwartą pozostaje dyskusja o podziale kompetencji między krajowymi a unijnymi organami.

Bibliografia

Albiński Piotr, „Kryzysy i Polityka Stabilizacyjna w Unii Europejskiej”, [w:] *Kryzysy A Polityka Stabilizacyjna w Unii Europejskiej*, red. Piotr Albiński. 19-39. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, 2014.

³⁰ Por.: strona Internetowa ESMA: <https://www.esma.europa.eu/publications>; strona internetowa EBA: <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/publications>; strona internetowa EIOPA: https://www.eiopa.europa.eu/document-library_en?prefLang=pl.

- Annunziata Filippo, „The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni” *European Banking Institute Working Paper Series*, nr 106 (2021).
- Bauerschmidt Jonathan, „Financial stability as the objective of the Banking Union” *ECFR*, 2 (2020): 155-183.
- Bąk Jacek, Aleksandra Stepanów, *Europejskie Prawo Finansowe*. Warszawa: C.H. Beck, 2013.
- Bilski Janusz, Małgorzata Janicka, Tomasz Miziołek, *Międzynarodowy System Finansowy*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2016.
- Kern Alexander, „Reforming European financial supervision: adapting EU institutions to market structures” *ERA Forum* (2011): 229-252.
- Konopczak Michał, Rafał Sieradzki, Michał Wiernicki, „Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego” *Bank i Kredyt*, nr 6 (2010): 45-70.
- Kraciuk, Jakub, „Kryzys Finansowy Strefy Euro” *Optimum. Studia Ekonomiczne*, nr 4 (2013): 125-132.
- Kučerová Zuzana, „The Impact of Financial Crisis On Financial Supervision in the EU, The USA and the Czech Republic” *Bulletin of the Transilvania University of Braşov*, t. III (2010): 271-280.
- Letta Enrico, *Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, 2024.
- Matuszewicz Michał, „Strefa euro a globalny kryzys finansowy XXI wieku” *Studia BAS*, nr 3 (2012): 9-28.
- Moloney Niamh, „EU financial market regulation a decade from the financial-crisis-era reforms: crisis, uncertainty, and capacity” *Yearbook of European Law*, 42 (2023): 169-209.
- Newman Abraham, Elliot Posner, „Transnational feedback, soft law, and preferences in global financial regulation” *Review of International Political Economy*, nr 1 (2016): 123-152.
- Pilecka Aleksandra, „Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) – założenia, realizacja i wpływ na rynki finansowe w Unii Europejskiej” *Bank i Kredyt*, 2 (2007): 3-26.
- Ragonnaud Guillaume, „Deepening the single market in the light of the Letta and Draghi reports” *European Parliamentary Research Service*, PE 762.469 – October 2024.



