

INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ od A do Z

6

czerwiec
2007

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Konglomeraty finansowe

- Konglomerat finansowy - definicje
- Dyrektywa 2002/87/EC
- Nadzór nad konglomeratem finansowym
- *Cross-selling* (sprzedaż krzyżowa)
- Efekt zarażania





MAŁGORZATA IWANICZ-DROZDOWSKA

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Szkoła Główna Handlowa
Katedra Ubezpieczeń Gospodarczych
Zakład Rynku Usług Finansowych

Konglomeraty finansowe¹

1. Co to są konglomeraty finansowe?

„Konglomerat”, „holding”, „koncern”, „grupa kapitałowa” – takich określeń używa się, aby nazwać skomplikowane organizacje gospodarcze. Występują one także na rynkach finansowych. Ich istnienie jest wynikiem integracji międzysektorowej, a także transgranicznej, jeżeli dochodzi do fuzji i przejęć pomiędzy instytucjami finansowymi z różnych segmentów rynku finansowego z różnych krajów.

Z. Kreft (2004) podaje różnice pomiędzy przedstawionymi powyżej określeniami oraz genezę powstania tych skomplikowanych podmiotów. Na rynku europejskim

¹ O konglomeratach finansowych szerzej traktuje publikacja: Iwanicz-Drozdowska (red.) (2007). W niniejszym dodatku edukacyjnym wykorzystano niektóre fragmenty tej publikacji przygotowane przez autorkę.


jedną z pierwszych struktur o charakterze konglomeratu była utworzona w 1822 r. w Brukseli holendersko-belgijska spółka bankowa. Od 1905 r., po zmianach organizacyjnych, prowadziła swoją działalność pod nazwą Societe Generale de Belgique. Obecnie konglomerat Societe Generale jest jedną z największych na świecie grup finansowych. Pojęcie „holding” (a także forma organizacyjna) dominuje na obszarze angloamerykańskim, „koncern” zaś na obszarze niemieckojęzycznym (Kreft 2004). Uniwersalnym określeniem, które zadomowiło się w literaturze światowej, jest pojęcie konglomeratu. Jest ono stosowane przez gremia nadzorcze (utworzone w 1996 r. Wspólne Forum dotyczące Konglomeratów Finansowych – Joint Forum on Financial Conglomerates² – skupiające nadzorców bankowych, ubezpieczeniowych i z rynku papierów wartościowych), a także w europejskich dyrektywach. Na forum międzynarodowym pod pojęciem konglomeratu finansowego rozumie się grupy podmiotów, które spełniają następujące kryteria (Bank of Japan 2005):

- obejmują swoim działaniem przynajmniej 2 z najważniejszych sektorów finansowych (bankowość, rynki kapitałowe, ubezpieczenia),
- ich działalność podstawowa ma miejsce w sektorze finansowym.

W definicji Joint Forum podanej w 1999 r. powyższą – dosyć ogólną definicję – doprecyzowano. Podmioty angażujące się w działalność na rynku finansowym powinny być regulowane i nie powinny podlegać ujednoliconym wymogom w zakresie adekwatności kapitałowej (Bank of Japan 2005).

Rezultaty dyskusji na forum międzynarodowym w zakresie definicji konglomeratu zostały przeniesione na grunt regulacji unijnych, przy czym zasadnicza różnica polega na wymogu prowadzenia działalności w segmencie bankowym bądź rynku kapitałowym oraz w segmencie ubezpieczeniowym. Wynika to z faktu, że w Europie dominuje system bankowości uniwersalnej, a zatem bez takiego zastrzeżenia każdy bank dokonujący operacji na rynku kapitałowym mógłby być uznany za konglomerat. Regulacje unijne zostały zawarte w uchwalonej 16 grudnia 2002 r. dyrektywie 2002/87/EC w sprawie nadzoru uzupełniającego nad instytucjami kredytowymi, przedsiębiorstwami ubezpieczeniowymi i firmami inwestycyjnymi w konglomeracie finansowym oraz w sprawie zmian innych dyrektyw.

² W 1999 r. nazwę skrócono do „Joint Forum” (patrz: www.bis.org/bcbs/jfhistory.htm).



W przepisach prawnych obowiązujących zarówno w USA, jak i w Japonii nie stosuje się określenia „konglomerat finansowy”. Od 1999 r. w USA (ustawa Gramm-Leach-Bliley) bankowe spółki holdingowe mogą ubiegać się o status finansowej spółki holdingowej (*financial holding company*), dzięki któremu mogą w szerszym zakresie prowadzić operacje na rynku finansowym. W prawie japońskim stosuje się pojęcie spółek holdingowych, a więc zbliżone do amerykańskich (Bank of Japan 2005)

Konglomeraty finansowe mogą mieć jedną z trzech form organizacyjnych (Bank of Japan 2005):

- banku uniwersalnego,
- dominującej spółki matki działającej w segmencie bankowym, ubezpieczeniowym bądź inwestycyjnym, która ma udziały w podmiotach zależnych działających w różnych segmentach rynku finansowego,
- spółki holdingowej, mającej udziały w spółkach działających w różnych segmentach rynku.

Dominującą formą są spółki holdingowe, aczkolwiek model spółki matki jest także popularny. Banki uniwersalne nie oferują samodzielnie produktów ubezpieczeniowych, tzn. nie tworzą ich i nie podejmują ryzyka, a więc ta forma organizacyjna w praktyce nie występuje.

Powstawanie konglomeratów finansowych z jednej strony jest konsekwencją zacierania się różnic pomiędzy różnymi segmentami rynku finansowego, m.in. na skutek liberalizacji i deregulacji, a z drugiej strony wzmacnia tę integrację. Jako główne przyczyny powstawania konglomeratów należy wymienić (Ulst 2005):

- dążenie do osiągnięcia efektu synergii,
- oszczędność kosztów,
- dywersyfikację przychodów,
- posiadanie większych zasobów informacji, m.in. na temat ryzyka podejmowanych operacji.

Osiągnięcie wskazanych korzyści umożliwiłoby wzrost wartości dla akcjonariusza, a tym samym umocniłoby pozycję na rynku. Obecnie dążenie do osiągnięcia tego celu jest główną siłą napędową rozwoju konglomeratów finansowych, które często – w przeciwieństwie do konglomeratów przemysłowych – zajmują dobrą pozycję na rynku.

Jak wspomniano, konglomeraty finansowe są wynikiem integracji międzysektorowej i transgranicznej, występującej na rynkach światowych. Jak wykażemy poniżej, w wielu przypadkach aktywa takich konglomeratów stanowią znaczną część PKB kraju macierzystego i tym samym silnie wpływają na bezpieczeństwo systemowe. Zliberalizowane możliwości przeprowadzania transgranicznych fuzji i przejęć w UE mogą przyczynić się do zwiększenia skali działania tych podmiotów. Ich działalność, a przede wszystkim ich kondycja ekonomiczno-finansowa mają podstawowe znaczenie dla stabilności sektora finansowego na całym świecie, stąd też rośnie zainteresowanie nimi zarówno ze strony nadzorców, jak i uczestników rynku.




2. Regulacje unijne dotyczące konglomeratów finansowych

Dyrektywa 2002/87/EC ustanowiła uzupełniający nadzór nad działalnością konglomeratów finansowych. Jest to szczególnie ważne w przypadku konglomeratów działających w tych krajach, gdzie sprawowany jest nadzór sektorowy lub mieszany, a nie nadzór zintegrowany³. W przypadku nadzoru zintegrowanego sytuacja wydaje się lepsza, bowiem organ nadzoru niejako w sposób naturalny może ocenić działalność całej struktury konglomeratowej. Dyrektywa zasadniczo dotyczy podmiotów regulowanych, czyli tych, które są instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń bądź firmami inwestycyjnymi, a nie podmiotów pozostających poza sferą regulacji, np. pośredników kredytowych.

W artykule 2 dyrektywy 2002/87/EC zdefiniowano takie pojęcia, jak „konglomerat finansowy” (*financial conglomerate*), „mieszany holding finansowy” (*mixed financial holding company*) oraz „zainteresowany organ nadzoru” (*relevant competent authorities*), a także podano wiele innych definicji istotnych dla określenia zasad

³ Obecnie dominującą formą nadzoru w krajach UE-27 jest nadzór zintegrowany, który funkcjonuje w 12 krajach. Dodatkowo w Polsce mamy do czynienia z okresem przejściowym, a nadzór zintegrowany ma być rozwiązaniem docelowym.



sprawowania dodatkowego nadzoru nad grupami finansowymi. Jako konglomerat finansowy rozumie się grupę podmiotów, która spełnia następujące warunki:

- na czele grupy stoi podmiot regulowany⁴ lub przynajmniej jeden z podmiotów zależnych w grupie jest podmiotem regulowanym;
- na czele grupy stoi podmiot regulowany będący spółką matką dla podmiotu z sektora finansowego albo podmiot mający udziały w podmiocie działającym w sektorze finansowym, bądź podmiot związany z podmiotem działającym w sektorze finansowym;
- podmiot regulowany nie stoi na czele grupy, lecz działalność grupy dotyczy głównie sektora finansowego;
- przynajmniej jeden z podmiotów będących w strukturach grupy działa w sektorze ubezpieczeniowym i przynajmniej jeden – w sektorze bankowym bądź usług inwestycyjnych;
- skonsolidowana i (lub) zagregowana działalność podmiotów grupy w sektorze ubezpieczeniowym oraz skonsolidowana i (lub) zagregowana działalność podmiotów grupy w sektorze bankowym i usług inwestycyjnych są znaczne.

Jako mieszany holding finansowy określono grupę, w której spółka matka, inna niż podmiot regulowany, tworzy konglomerat finansowy wspólnie z podmiotami zależnymi (przy czym przynajmniej jeden z nich jest podmiotem regulowanym mającym siedzibę w UE) oraz innymi podmiotami.

Określenie „zainteresowany organ nadzoru” oznacza:

- właściwy organ nadzorczy z kraju członkowskiego odpowiedzialny za całościowy nadzór nad grupą w odniesieniu do każdego z podmiotów regulowanych będących w strukturach konglomeratu finansowego;
- koordynator w rozumieniu art. 10, jeżeli jest innym podmiotem niż wskazany powyżej,


⁴ Przez podmiot regulowany, zgodnie z art. 1 dyrektywy, należy rozumieć instytucje kredytowe, podmioty ubezpieczeniowe oraz firmy inwestycyjne.

- inny właściwy organ, jeżeli jest ważny w opinii powyżej wskazanych organów; opinia powinna uwzględniać przede wszystkim udział w rynku podmiotów regulowanych będących w konglomeracie finansowym w innym kraju członkowskim (w szczególności przewyższający 5%) i znaczenie w konglomeracie finansowym każdego podmiotu regulowanego w innym kraju członkowskim.

W dyrektywie określono próg, którego przekroczenie decyduje o uznaniu grupy za konglomerat finansowy (zasadom ustalania progu poświęcony jest art. 3). Pewne wątpliwości budzi przyjęcie wartości sumy bilansowej jako parametru stanowiącego podstawę do weryfikacji. Wprawdzie w uzasadnionych przypadkach i za zgodą poszczególnych władz nadzorczych dopuszcza się uwzględnienie zakresu działalności pozabilansowej, ale nie stanowi ona podstawowego – obok sumy bilansowej – parametru w ocenie znaczenia działalności finansowej w grupie. Jest to o tyle wątpliwe, że skala operacji pozabilansowych w dużych bankach znacznie przekracza wartość sumy bilansowej. Wskazane wydawałoby się więc przyjęcie jako podstawy do ustalania progu łącznej wartości sumy bilansowej i zobowiązań pozabilansowych, a dodatkowo – w uzasadnionych przypadkach – struktury przychodów.

Za sprawowanie nadzoru dodatkowego odpowiada koordynator, który jest wybierany według zasady miejsca i znaczenia podmiotów regulowanych w strukturze konglomeratu (art. 10 dyrektywy). Zadania koordynatora zdefiniowano następująco (art. 11):

- koordynowanie zbierania i rozpowszechniania informacji ważnych lub kluczowych w sposób ciągły oraz w sytuacjach „awaryjnych”, łącznie z przekazywaniem informacji ważnych dla nadzorców poszczególnych segmentów rynku finansowego;
- przegląd i ocena kondycji finansowej konglomeratu;
- ocena zgodności działania konglomeratu z zasadami adekwatności kapitałowej, koncentracji ryzyka i transakcji wewnątrz grupy;
- ocena struktury konglomeratu, jego organizacji oraz systemu kontroli wewnętrznej;

- 
- planowanie i koordynacja działań nadzorczych w sposób ciągły oraz w sytuacjach „awaryjnych” we współpracy z właściwymi organami nadzoru;
 - inne zadania wynikające z dyrektywy bądź z jej wdrożenia.

Przepisy Dyrektywy 2002/87/EC zostały przeniesione do prawa polskiego 15 kwietnia 2005 r., kiedy uchwalono ustawę o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego.

Według listy konglomeratów opublikowanej przez agendy unijne w kwietniu 2006 r. w Europejskim Obszarze Gospodarczym (z wyłączeniem Belgii, Grecji, Portugalii i Słowenii, a także częściowo Austrii i Francji, gdzie nie zakończono procesu wdrażania przepisów dyrektywy) zidentyfikowano 75 konglomeratów finansowych. Większość z nich miała siedziby w krajach „starej” Unii. Z krajów „nowej” Unii pochodziło tylko 5 konglomeratów (4 z Czech i 1 z Węgier). Przyczyną takiego stanu rzeczy jest struktura własności sektora instytucji finansowych w krajach „nowej” Unii, jak również mniejsza skala działalności instytucji finansowych w tych krajach.

Formalny brak konglomeratów m.in. w naszym kraju nie świadczy o tym, że polski rynek nie nadąża za światowymi trendami. Świadczy to jedynie o tym, że instytucje finansowe o rodzimym kapitale nie łączyły działalności bankowo-inwestycyjnej z ubezpieczeniową, bądź (i) były zbyt małe, aby spełnić wymogi ustalone w definicji unijnej. Instytucje kontrolowane przez kapitał zagraniczny były rozpoznawane jako składnik konglomeratu na szczeblu całej grupy zarejestrowanej w kraju macierzystym, czyli poza Polską. Na polskim rynku występują liczne przykłady istnienia struktur konglomeratowych. Np. współpraca między bankami a zakładami ubezpieczeń należącymi do tej samej ponadnarodowej grupy kapitałowej, to praktyczny skutek istnienia konglomeratu (m.in. ING Bank Śląski i TUnŻ Nationale Nederlanden, Kredyt Bank i Warta). Podmioty działające w tej samej strukturze konglomeratowej często korzystają z tego samego logo, co umożliwia im m.in. ujednoczenie kampanii marketingowej i wiązaną sprzedaż produktów kojarzonych z jedną marką. Innym przykładem są produkty łączące cechy produktów bankowych z inwestycyjnymi lub bankowych z ubezpieczeniowymi. Wprawdzie ich oferowanie przez instytucje finansowe nie wymaga działania w tym samym konglomeracie czy

też grupie kapitałowej, ale powiązania właścicielskie różnych typów instytucji finansowych mogą to ułatwić. Ten wątek zostanie rozwinięty w dalszej części opracowania.

3. Znaczenie konglomeratów finansowych

Największe konglomeraty – pod względem wielkości mierzonej aktywami – są zlokalizowane w UE-15, Japonii, USA i Szwajcarii (tabela 1). Z tych krajów wywodzą się konglomeraty o znaczeniu systemowym w skali światowej.

Tabela 1.  **WARTOŚĆ AKTYWÓW** wybranych 40 konglomeratów

Kraj	Nazwa	Skala*	Aktywa ogółem (w mln EUR)**	
			2004	2005
Wielka Brytania	Barclays	G	761 277	1 347 164
Japonia	Mitsubishi Tokyo Financial Group	L	788 627	1 346 710
Szwajcaria	UBS	G	1 125 187	1 323 112
USA	Citigroup	G	1 088 025	1 262 372
Wielka Brytania	HSBC	G	929 668	1 258 467
Holandia	ING	G	876 391	1 158 639
Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland	G	831 921	1 132 153
USA	Bank of America	G	814 081	1 091 496
Japonia	Mizuho Financial Group	L	985 163	1 030 128
USA	JP Morgan Chase	G	705 670	1 001 310
Niemcy	Allianz	G	990 318	997 881
Hiszpania	Santander Group	G	784 380	936 938
Francja	ABN-Amro	G	727 454	880 804

Szwajcaria	Credit Suisse	G	705 695	859 952
Francja	Societe Generale	G	678 821	848 417
Wielka Brytania	HBOS	L	633 946	788 272
Włochy	Unicredito	G	265 406	787 000
Japonia	Sumitomo Mitsui Financial Group	L	713 160	770 461
USA	General Electric	G	550 212	568 934
Wielka Brytania	Lloyds TSB	L	402 326	451 438
Dania	Danske Bank	L	275 898	326 012
Szwecja	Nordea	L	280 000	326 000
Wielka Brytania	Abbey	L	261 312	301 733
Niemcy	Munich Re	G	214 791	218 639
Szwecja	SEB	L	178 064	200 587
Szwecja	Svenska Handelsbanken	L	145 948	200 587
Szwecja	Skandia	L	45 204	200 587
Włochy	San Paolo IMI	L	163 914	185 768
Norwegia	DNB-NOR	L	109 461	135 244
Wielka Brytania	Old Mutual	L	96 494	117 429
Holandia	Eureko	L	52 911	83 293
Niemcy	Wuestenrot	L	55 467	70 959
Holandia	SNS-Reaal	L	59 972	68 088
Finlandia	Sampo	L	38 138	42 985
Norwegia	Storebrand Group	L	21 483	25 253
Włochy	Mediolanum	L	15 391	18 892
Wielka Brytania	Liverpool Victoria	L	8 356	9 441
Dania	Alm. Brand	L	4 874	5 704
Wielka Brytania	Provident Financial	L	2 918	2 885
USA	American Express	G	142	96

* G - skala globalna, L - skala lokalna


** kursy wg wartości średnich NBP na koniec 2004 i 2005 r.

Źródło: baza danych Katedry Ubezpieczeń Gospodarczych SGH, przygotowana na podstawie raportów rocznych konglomeratów finansowych, dostępnych na ich stronach internetowych; opracowanie własne.

W pierwszej dziesiątce największych konglomeratów występują 2 podmioty japońskie (Mitsubishi Tokyo Financial Group oraz Mizuho Financial Group), które są aktywne głównie na rynku regionalnym. Poza japońskimi działają liczne konglomeraty o charakterze lokalnym bądź regionalnym, czego dobrym przykładem są konglomeraty duńskie lub krajów półwyspu skandynawskiego (regionalne). Pozostałe konglomeraty uznano na globalne. Dla stabilności finansowej najważniejsze są konglomeraty o charakterze systemowym, czyli wywołujące ryzyko zastosowania doktryny „zbyt duży, żeby upaść” (*too big to fail*).

Tabela 2.  **WARTOŚĆ AKTYWÓW** w relacji do PKB wybranych 40 konglomeratów

Kraj	Nazwa	Aktywa/PKB 2004	Aktywa/PKB 2005
Dania	Danske Bank	139,88	156,39
Dania	Alm. Brand	2,47	2,74
Finlandia	Sampo	25,47	27,68
Francja	ABN-Amro	44,21	52,11
Francja	Societe Generale	41,26	50,19
Hiszpania	Santander Group	93,68	103,61
Holandia	ING	179,35	230,84
Holandia	Eureko	10,83	16,59
Holandia	SNS-Reaal	12,27	13,57
Japonia	Mitsubishi Tokyo Financial Group	22,23	37,19
Japonia	Mizuho Financial Group	27,77	28,45
Japonia	Sumitomo Mitsui Financial Group	20,11	21,28
Niemcy	Allianz	44,70	44,44
Niemcy	Munich Re	9,69	9,74
Niemcy	Wuestenrot	2,50	3,16
Norwegia	DNB-NOR	52,54	56,71
Norwegia	Storebrand Group	10,31	10,59



Szwajcaria	UBS	389,55	450,96
Szwajcaria	Credit Suisse	244,32	293,10
Szwecja	SEB	62,43	70,70
Szwecja	Svenska Handelsbanken	51,17	59,14
Szwecja	Skandia	15,85	20,60
Szwecja	Nordea	10,88	12,20
USA	Citigroup	12,65	11,97
USA	Bank of America	9,46	10,35
USA	JP Morgan Chase	8,20	9,49
USA	General Electric	6,40	5,39
USA	American Express	0,0017	0,0009
Wielka Brytania	Barclays	46,21	76,44
Wielka Brytania	HSBC	59,45	67,66
Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland	50,50	64,24
Wielka Brytania	HBOS	38,48	44,72
Wielka Brytania	Lloyds TSB	24,42	25,61
Wielka Brytania	Abbey	15,86	17,12
Wielka Brytania	Old Mutual	5,86	6,66
Wielka Brytania	Liverpool Victoria	0,51	0,54
Wielka Brytania	Provident Financial	0,18	0,16
Włochy	Unicredito	19,13	55,51
Włochy	San Paolo IMI	11,81	13,10
Włochy	Mediolanum	1,11	1,33

Źródło: baza danych Katedry Ubezpieczeń Gospodarczych SGH, przygotowana na podstawie raportów rocznych konglomeratów finansowych, dostępnych na ich stronach internetowych, opracowanie własne.

W 14 spośród 40 analizowanych konglomeratów relacja aktywów (2005 r.) do PKB przekraczała 50%, w tym w 5 – 100% PKB kraju, w którym znajduje się nadzorca odpowiedzialny za nadzór nad konglomeratem. W przypadku konglomeratów europejskich oznacza to nadzorcę, który sprawuje nadzór uzupełniający (dodatkowy). Specyficznym przypadkiem jest ABN Amro. Na liście konglomeratów zidentyfikowanych na podstawie definicji zawartej w dyrektywie znajduje się

jedynie ABN Amro France, nad którym nadzór sprawuje Commission Bancaire. Grupa ABN Amro jest natomiast grupą holenderską⁵.


Tabela 3.  **UDZIAŁ AKTYWÓW KONTROLOWANYCH przez kapitał zagraniczny w wybranych systemach bankowych (w %)**

Kraj	Udział aktywów
Dania	0
Holandia	2
Niemcy	4
Finlandia	6
Włochy	6
Hiszpania	9
Grecja	11
Cypr	13
Portugalia	18
Słowenia	21
Wielka Brytania	46
Polska	65
Litwa	78
Węgry	89
Luksemburg	95
Estonia	99

Źródło: Schoemaker, Oosterloo (2004).

Relacja aktywów do PKB kraju macierzystego wskazuje na duże znaczenie części konglomeratów dla stabilności finansowej nie tylko w danym kraju, ale – ze względu na działalność – także poza jego granicami. Wiele z zaznaczonych

⁵ W tabelach 1 i 2 zamieszczono dane całej grupy ABN Amro.



powyżej konglomeratów prowadzi bowiem działalność nie tylko w kraju, który odpowiada za nadzór (w tym nadzór uzupełniający), ale także poza nim albo poprzez spółki córki, albo poprzez oddziały.

Jak wspomniano, w krajach Europy Środkowej i Wschodniej rozpoznano niewiele konglomeratów, jednak są w nich obecne konglomeraty reprezentujące ponadnarodowe instytucje finansowe. Rodzi się więc pytanie, na ile konglomeraty finansowe są istotne dla rynków finansowych tych krajów. Od strony czysto formalnej nie można takiej oceny przeprowadzić, jednak możemy jej dokonać, wykorzystując informacje o znaczeniu kapitału zagranicznego w sektorach bankowych (tabela 3).

W krajach Europy Środkowej i Wschodniej (z wyjątkiem Słowenii) kapitał zagraniczny, reprezentowany w znacznym stopniu przez konglomeraty finansowe, kontroluje istotną część aktywów sektora bankowego. W Polsce, wg stanu na koniec 2006 r., kapitał zagraniczny kontrolował 67% aktywów sektora bankowego (na podstawie danych GINB, dostępnych na www.nbp.pl), a w sektorze ubezpieczeń około 47% aktywów i około 50% składki (na podstawie danych KNF, dostępnych na www.knf.gov.pl). Można więc uznać, że struktury konglomeratowe mają duże znaczenie dla rynków finansowych w Polsce i w innych krajach regionu. Sytuacja ta powoduje, że nadzór nad takimi strukturami jest umiejscowiony za granicą, do czego nawiążemy przy omawianiu zagrożeń wynikających z istnienia konglomeratów.

4. Jakie korzyści mogą wynikać z istnienia konglomeratów?

O ogólnych przyczynach powstawania konglomeratów finansowych wspomniano w pierwszej części opracowania. Wskazują one na dążenie do zwiększenia wartości dla akcjonariusza, a więc powinny korzystnie wpływać na efektywność i miejsce na rynku. Z perspektywy instytucji finansowych najbardziej widocznym skutkiem istnienia konglomeratów finansowych jest możliwość nabycia pakietu różnych produktów i usług finansowych. Wprawdzie *cross-selling* nie zawsze w pełni kończy się sukcesem, jednak oparty na solidnych podstawach może przyczynić się do zwiększenia przychodów (Ruding 2002).

Dla klientów istotną korzyścią może być dostęp do różnych usług finansowych „pod jednym dachem”. Jeżeli klient ma zaufanie do konkretnej marki (np. banku), wtedy powinien chętniej nabywać produkty u tego samego „dostawcy”, z tym samym logo. Powinno to zwiększać przewagę konkurencyjną takiego dostawcy usług.


Funkcjonowanie konglomeratów z perspektywy tworzenia przez nie wartości dla akcjonariusza nasuwa pytanie, czy jest jakiś określony profil konglomeratu, który sprzyja osiągnięciu korzystnych rezultatów.

Dla 20 światowych konglomeratów finansowych, których dane za lata 2004-2005 umożliwiły określenie profilu (bankowy, ubezpieczeniowy i mieszany), przeprowadziliśmy weryfikację statystyczną (Iwanicz-Drozdowska 2007). Analizowano trzy zmienne: ROA (zwrot na aktywach), ROE (zwrot na kapitale), LF (dźwignię definiowaną jako relacja aktywów ogółem do kapitałów własnych). Ze względu na niewielką liczebność próby oraz posiadanie obserwacji jedynie z 2 lat⁶ sformułowane wnioski odnoszą się do badanej próby i nie mogą być uogólniane na wszystkie działające konglomeraty finansowe, aczkolwiek będzie można szukać pewnych podobieństw.

Biorąc pod uwagę wartości dla obu analizowanych okresów łącznie, można stwierdzić, że najwyższy zwrot na aktywach osiągały konglomeraty mieszane, najniższy zaś – konglomeraty bankowe. W przypadku wskaźnika ROE sytuacja kształtowała się odmiennie – najwyższy zwrot na kapitale osiągnęły konglomeraty o profilu bankowym, a najniższy ubezpieczeniowe. Wysunięcie się na pierwsze miejsce konglomeratów bankowych należy w tym przypadku tłumaczyć istotnie wyższym poziomem dźwigni (29,73) w porównaniu z konglomeratami o pozostałych profilach (11,78 – mieszane i 16,72 – ubezpieczeniowe). Z perspektywy stabilności finansowej za najlepsze należy uznać konglomeraty mieszane, najmniej bowiem korzystają z finansowania zewnętrznego (najniższa dźwignia). Analiza różnic w poziomie rentowności konglomeratów globalnych i lokalnych wykazała, że konglomeraty lokalne są efektywniejsze.

Wyniki badań firmy Mercer Oliver Wyman (2006), dotyczące osiągnięć na rynku usług finansowych w 2005 r., wykazały, że wiele podmiotów, które osiągnęły szczególnie korzystne wyniki w zakresie wzrostu wartości, przyjęło jako model biznesowy rozwiązanie „selektywnego konglomeratu”, działające we wszystkich

⁶ Jest to spowodowane wprowadzeniem od 2005 r. obowiązku stosowania Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej i Międzynarodowych Standardów Rachunkowości dla spółek notowanych na rynkach giełdowych w UE, co istotnie ograniczyło porównywalność z poprzednimi okresami.



możliwych sferach działania, ukierunkowanych na jasno określony segment klientów, grupę produktów bądź region geograficzny. W porównaniu z instytucjami w największym stopniu budującymi wartość dla akcjonariuszy struktury konglomeratowe (ponieważ są silnie zdywersyfikowane) nie osiągały tak korzystnych rezultatów. Pomiar osiągnięć dokonywany przez Mercer Oliver Wyman dotyczył ostatnich 5 lat, dla których był budowany indeks wyników działalności z perspektywy akcjonariusza (SPI – *shareholder performance indeks*). Rynek europejski, na którym działa wiele konglomeratów, w latach 2001–2005 prawie nie przysporzył wartości swoim akcjonariuszom. Nieznacznie słabsze wyniki zanotowano także w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie. Liderami wzrostu były zaś rynki wschodzące: Azja (z wyłączeniem Japonii), Ameryka Łacińska, Bliski Wschód i Afryka. Globalne konglomeraty wywodzą się zaś głównie z USA i Europy, a więc tych rynków, których efektywność była słaba.

Takie wyniki mogłyby rodzić wątpliwości, czy warto tworzyć konglomeraty, jeżeli nie przysparzają one wartości swoim właścicielom w takim stopniu, jak bardziej wyspecjalizowane instytucje. Należy jednak podkreślić, że konglomeraty mogą wykazywać niższą efektywność w okresie wzrostu gospodarczego (z którym mieliśmy do czynienia w ostatnich latach), jednak powinny bronić osiągniętych wyników w czasie dekoniunktury ze względu na potencjalnie wyższą stabilność przychodów dzięki dywersyfikacji prowadzonej działalności.

Z perspektywy klienta korzyścią z istnienia konglomeratów jest możliwość zakupu wielu usług finansowych „pod jednym dachem”, tj. w oddziale podmiotu działającego w danej grupie (najczęściej banku) bądź poprzez stronę WWW. Coraz więcej podmiotów oferuje usługi finansowe dostępne z tym samym logo na jednej stronie internetowej. Coraz częściej jest także wykorzystywana możliwość tworzenia supermarketów finansowych, gdzie można nabyć usługi wielu usługodawców z różnych grup (*open product architecture*). Celem jest wtedy osiągnięcie prowizji z tytułu sprzedanych produktów spoza grupy i jednocześnie zapewnienie klientowi możliwości wyboru najodpowiedniejszego produktu finansowego. Jest to sposób na utrzymanie dotychczasowych i pozyskanie nowych klientów.

Za skutek istnienia konglomeratów finansowych, aczkolwiek nie bezpośredni, można uznać tworzenie produktów hybrydowych (bankowo-ubezpieczeniowych, bankowo-inwestycyjnych, ubezpieczeniowo-inwestycyjnych) czy bardziej skomplikowanych produktów strukturyzowanych). Produkty hybrydowe mogą powsta-

wać zarówno w strukturach powiązanych kapitałowo, jak i współpracujących ze sobą na zasadach czysto biznesowych. Powstawanie takich produktów i ich rosnąca popularność wynikają m.in. z możliwości osiągnięcia wyższego zwrotu niż w przypadku produktów tradycyjnych (np. lokat bankowych), jak również z chęci uniknięcia podatku od dochodów z oszczędności (tzw. podatku Belki).



5. Jakie zagrożenia mogą wynikać z istnienia konglomeratów?

Oprócz pozytywnych aspektów istnienia konglomeratów finansowych należy także przedstawić negatywne konsekwencje, które mogą wynikać z ich istnienia. Celowo użyliśmy określenia „mogą”, bowiem dotychczas większość z nich nie wystąpiła. Niemniej jednak należy mieć świadomość potencjalnych zagrożeń.

Samo powstawanie konglomeratów finansowych w rezultacie fuzji i przejęć nie jest określone ryzyko, które istotnie różni się w zależności od tego, czy mamy do czynienia z przejęciem krajowym, czy transgranicznym. Spośród wskazanych poniżej typów (schemat) powstawania konglomeratów dotyczą jedynie typy II i IV, gdyż to one umożliwiają wyjście poza własny sektor, w którym dotychczas była prowadzona działalność. Ryzyko takie nie występuje, kiedy mamy do czynienia z tworzeniem od podstaw spółki bądź spółek wchodzących w skład konglomeratu (*strategie de novo*).

Zdarzenia opisane w typach II i IV mogły wystąpić w przypadku wielu fuzji i przejęć, jednak dotąd nie doprowadziły do poważnych perturbacji na rynku finansowym.

Dotychczas nie wystąpiło zjawisko, które wiąże się zarówno z integracją transgraniczną, jak i międzysektorową, a mianowicie efekt zarażania (*contagion effect*). Efekt zarażania można rozpatrywać w kontekście 2 typów szoków: makro (M. Staub, cyt. za Schueler 2002) i mikro (O. de Brandt i P. Hartmann, cyt. za Schueler 2002). Szoki makro mogą wynikać z załamania koniunktury gospodarczej lub innych czynników jak: stopy procentowe, kursy walutowe czy załamanie na rynku akcji. Szoki mikro mogą zaś przenosić się dwoma kanałami: poprzez kanał informacyjny bądź poprzez wzajemne ekspozycje na rynku międzybankowym lub

w systemie płatniczym, które mogą wywołać tzw. efekt domina (Schueler 2002). Należałoby dodać jeszcze jeden kanał, a mianowicie wzajemne powiązania kapitałowe pomiędzy podmiotami (Iwanicz-Drozdowska 2004).

Schemat  **RYZYSKO fuzji i przejęć**

	Krajowe	Transgraniczne
Wewnątrzsektorowe	<p>Typ I</p> <p>Ex ante: ryzyko złej wyceny operacji i ryzyko strategiczne</p> <p>Ex post: ryzyko operacyjne i utraty klientów</p>	<p>Typ III</p> <p>Ex ante: ryzyko złej wyceny operacji i ryzyko strategiczne, zwiększone różnicami kulturowymi; ryzyko kursu walutowego</p> <p>Ex post: ryzyko operacyjne i utraty klientów, ryzyko regulacyjne i fiskalne</p>
Międzysektorowe	<p>Typ II</p> <p>Ex ante: ryzyko złej wyceny operacji i zwiększone ryzyko strategiczne, możliwość konfliktów wśród kadry</p> <p>Ex post: ryzyko operacyjne i utraty klientów, ryzyko operacyjne i fiskalne, ryzyko reputacji w perspektywie długo- i średnioterminowej</p>	<p>Typ IV</p> <p>Ex ante: maksymalne ryzyko, ryzyko złej wyceny operacji i zwiększone ryzyko strategiczne, możliwe konflikty wśród kadry</p> <p>Ex post: maksymalne ryzyko, ryzyko operacyjne i utraty klientów, ryzyko regulacyjne i fiskalne, reputacji w perspektywie długo- i średnioterminowej</p>

Źródło: EBC (2000), cyt. za: Iwanicz-Drozdowska (2001).

Z punktu widzenia działalności konglomeratów finansowych najważniejszy jest kanał informacyjny i kanał powiązań kapitałowych. Pierwszy z nich wiąże się z zarażeniem o charakterze psychologicznym, drugi zaś – o charakterze faktycznym. Zarażanie poprzez kanał informacyjny polegałoby na utracie zaufania klientów do innych instytucji wchodzących w skład konglomeratu w sytuacji, gdy stracą zaufanie do jednego z podmiotów, np. na skutek złych wyników finansowych czy ujawnienia afery gospodarczej. Zarażenie poprzez kanał powiązań kapitałowych może „przechodzić” zarówno z winy spółki córki na spółkę matkę, jak i z winy spółki matki na spółkę córkę. Spółka matka odpowiada za całą grupę, więc kto-

poty którejkolwiek ze spółek podporządkowanych odzwierciedlają się w jej wynikach skonsolidowanych. Z kolei kłopoty spółki matki mogą być przynajmniej częściowo „przenoszone” na spółki córki w celu poprawienia jej wyników, np. poprzez zawieranie transakcji na warunkach niekorzystnych dla spółki córki, co umożliwi drugiej stronie osiągnięcie odpowiednich korzyści. Szczególnie druga z wymienionych sytuacji może być istotna w przypadku Polski i innych krajów regionu. Jak wspomniano, w Polsce nie rozpoznano konglomeratów ze względu na strukturę właścicielską, jednak gdyby kłopoty finansowe przeżywały firmy w kraju pochodzenia konglomeratu, wtedy poprawa ich sytuacji mogłaby się odbyć kosztem spółek zależnych. Konieczne jest więc odpowiednie ukształtowanie sieci bezpieczeństwa finansowego na integrujących się transgranicznie rynkach finansowych, o czym będzie mowa w kolejnych dodatkach edukacyjnych z tej serii. Oczywiście otwartą kwestią pozostaje to, czy taki mechanizm zostałby wykorzystany.

Powstawanie coraz większych organizmów gospodarczych na skutek fuzji i przejęć zwiększa także potencjalną skalę zagrożenia wynikającego z kłopotów finansowych „molocha” finansowego, w tym jego niewyłączalności. Wielkimi ponadnarodowymi konglomeratami trudno także sprawnie zarządzać. Wprawdzie nowoczesne formy komunikacji pozwalają na błyskawiczne przekazywanie informacji, jednak np. stosowanie jednolitych standardów zarządzania w całej strukturze, niezależnie od kręgu kulturowego, może okazać się rozwiązaniem nie do końca trafionym. Przykładem może być zarządzanie ryzykiem operacyjnym, w którym dużą rolę odgrywa czynnik ludzki. Te same formy oceny i kontroli tego ryzyka mogą mieć różną skuteczność w różnych kręgach kulturowych, a także w różnych typach instytucji finansowych wchodzących w skład konglomeratu. Z drugiej strony należy pamiętać, że konglomeraty finansowe mają duży potencjał i kapitały, więc pojedyncze incydenty nie powinny doprowadzić do zachwiania ich kondycji finansowej.



6. Podsumowanie

Na współczesnych rynkach finansowych konglomeraty są dominującą formą prowadzenia działalności. Wynika to z jednej strony z chęci dywersyfikacji biznesu i źródeł przychodów, a z drugiej – z potrzeby zaspokojenia rosnących wymagań klientów. Ich istnienie niesie zarówno korzyści, jak i zagrożenia.



Zarówno właściciele, jak i klienci mogą odnieść korzyści wynikające z istnienia konglomeratów finansowych. W większym jednak zakresie wydają się korzystać na tym klienci, bowiem nie można jednoznacznie ocenić, że struktury konglomeratowe pozwalają właścicielom na uzyskanie wyższych stóp zwrotu.

Dotychczas nie wystąpiły przypadki poważnych kłopotów finansowych konglomeratów, a zatem zagrożenia pozostały w sferze przypuszczeń. Należy jednak mieć świadomość, że pewna część konglomeratów finansowych ma znaczenie systemowe, czyli ich kłopoty (nawet pojedynczy przypadek) mogłyby zagrozić stabilności rynków finansowych nie tylko w kraju pochodzenia, ale także w innych krajach, gdzie prowadzą one działalność. Z tego względu szczególnie ważne jest zapewnienie jak najskuteczniejszych form nadzoru nad ich funkcjonowaniem.

Bibliografia

Bank of Japan (2005), *The Expansion of Corporate Groups in the Financial Services Industry: Trends in Financial Conglomeration in Major Industrial Countries*, "Research Paper", 28 December, <http://www.boj.or.jp/en/type/ronbun/ron/research/data/ron0512b.pdf>

EBC (2000), *Mergers and acquisitions involving the EU Banking industry*, December, Frankfurt.

Iwanicz-Drozdowska M. (2001), *Fuzje i przejęcia w sektorze bankowym*, „Bezpieczny Bank”, nr 1-2, s. 73-88.

Iwanicz-Drozdowska M. (2004), *Nadzór nad działalnością bankową w Unii Europejskiej*, w: R.N. Hanisz, K. Znaniecka (red.), *Finanse w dobie integracji europejskiej*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach.

Iwanicz-Drozdowska M. (red.) (2007), *Konglomeraty finansowe*, PWE, Warszawa.

Kreft Z. (2004), *Holding. Grupa kapitałowa*, PWE, Warszawa.

Mercer Oliver Wyman (2006), *State of the financial services industry*, www.oliverwyman.com

Ruding O.H. (2002), *The transformation of the financial services industry*, "Occasional Paper", No. 2, Financial Stability Institute, Basle.

Schueler M. (2002), *The threat of systemic risk in banking – evidence for Europe*, "Discussion Paper", No. 02–21, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim.



Ulst I. (2005), *Linkages of financial groups in the European Union*, CEU Press, Budapest – New York.

Schoenmaker D., Oosterloo S. (2004), *Cross-border issues in European financial supervision*, materiały z konferencji „The Structure of Financial Regulation”, Bank of Finland/CASS, 2–3 września, Helsinki.



NBP

Narodowy Bank Polski