

*Mirosław Kachniewski**

REGULACJE – OBIEKTYWNA KONIECZNOŚĆ, CZY ZBYTECZNE OBCIĄŻENIE?

1. GENEZA REGULACJI RYNKU KAPITAŁOWEGO

1.1. Normy postępowania obecne we wszystkich przejawach aktywności człowieka

Każda forma aktywności człowieka wiąże się z wprowadzeniem pewnych norm postępowania. Dążenie do unormowania sposobu postępowania wynika z konieczności zapewnienia funkcjonowania społeczeństwa, określenia takich zasad postępowania, aby działanie jednych osób w jak najmniejszym stopniu było uciążliwe dla innych. W zależności od wagi problematyki, której normy dotyczą oraz stopnia rozwoju społeczeństw normy te miały różny charakter poczynając od naturalnej dominacji przodownika stada, kończąc zaś na skomplikowanych zasadach spisanych w równie skomplikowany sposób (dotyczących np. rozliczania kontraktów terminowych). Wiele z tych norm, kluczowych dla funkcjonowania społeczeństw, zawiera się w normach religijnych i ich interpretacjach. Ponadto, obecnie najważniejsze obszary działalności człowieka regulują normy prawne. Najszerszy zakres funkcjonowania człowieka pozostaje jednak nieuregulowany – są to sfery „dobrych obyczajów”, ogólnie pojętej kultury i uczciwości, opierające się na zasadzie „nie czyn drugiemu co tobie niemiłe”.

1.2. Powstanie i ewolucja regulacji rynku kapitałowego

Regulacje dotyczące rynku kapitałowego wywodzą się właśnie ze wspomnianych powyżej niepisanych zasad opierających się na uniwersalnych wartościach moralnych. Z czasem jednak okazało się, że te normy nie są

* Dr, SGH, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

wystarczające. Że niepisane zasady uczciwości mogą zawieść tam, gdzie pokusa ich naruszenia jest zbyt silna. Na rynku kapitałowym (a zwłaszcza na wczesnym etapie jego rozwoju) możliwość nieuczciwego wzbogacenia się była zbyt kusząca, aby pozostawić te kwestie uregulowane jedynie dobrymi obyczajami.

Każdy z uczestników rynku kapitałowego (i nie tylko) chciałby mieć pewność, że zawiera transakcje z osobami uczciwymi. Niestety, uczciwość często bywa pojęciem subiektywnym – wiele osób je relatywizuje (często nawet w dobrej wierze). Stąd pojawiły się pierwsze wymogi dotyczące osób pośredniczących w obrocie giełdowym, zasad obrotu giełdowego i emitentów.

Osoby zawierające transakcje na giełdzie muszą mieć pewność, że druga strona transakcji wywiąże się ze swego zobowiązania dostarczenia pieniędzy lub papierów wartościowych. Pewność ta początkowo opierała się na zaufaniu, z czasem zaś ustępowało ono konieczności spełnienia określonych wymogów finansowych. Obecnie zaś wypracowane zostały precyzyjne wskaźniki finansowe i normy postępowania domów maklerskich.

Nawet wśród najuczciwszych uczestników obrotu może dojść do rozbieżności odnośnie do ceny zawarcia transakcji, terminu jej rozliczenia, lub wręcz samego faktu zawarcia transakcji. Konieczne było zatem wypracowanie precyzyjnych reguł obrotu określających formę zawierania transakcji, potwierdzania zawarcia transakcji i jej warunków. Obecnie szczegółowe warunki obrotu i rozliczania transakcji na giełdach rozrosły się do rozmiarów opasłych dokumentów.

Inwestorzy, aby dokonywać transakcji na rynku kapitałowym, muszą być przekonani nie tylko o uczciwości pośredników, ale także o wysokiej jakości produktu który kupują, czyli papierów wartościowych. Początkowo stosowane kryterium zaufania do zarządu z czasem ustępowało kryteriom bardziej mierzalnym i obiektywnym – obowiązkom informacyjnym. Obecnie wyśrubowane standardy dotyczące dopuszczania emitentów do obrotu giełdowego i sposobu ich raportowania o bieżącej sytuacji w spółkach stały się formą konkurencji o inwestora, a konieczność obiektywnej prezentacji wyników finansowych przyczyniła się do dynamicznego rozwoju takich „gałęzi przemysłu” jak rachunkowość i audyt.

Jak zostało przedstawione powyżej, regulacje rynku kapitałowego stworzone zostały przez samych uczestników rynku, należy zatem przyjąć, że są obiektywną koniecznością. Jak w każdej dziedzinie działalności ustanowienie pewnych norm postępowania sprzyja tejże działalności. Można jednak postawić pytanie, czy zawsze tak jest? Czy regulacje nie stają się nadmiernym obciążeniem? Na ile regulacje przyczyniają się do rozwoju rynku kapitałowego, a na ile rozwój ten ograniczają? Jakiego rodzaju regulacje są niezbędne, a które niepotrzebnie podrażają koszty obrotu? Znaleźć odpowiedzi na te pytania jest niezwykle trudno, stąd poniżej pozwolę sobie przedstawić raczej rozwinięcie tych problemów niż ich rozwiązanie.

2. FORMY REGULACJI

2.1. Samoregulacja

Pierwsze normy dotyczące rynku kapitałowego tworzone były przez samych uczestników rynku, mieliśmy zatem do czynienia z samoregulacją. Taka forma oddziaływania na uczestników rynku przez długi czas uważana była za najlepszą i najbardziej efektywną z kilku przyczyn:

- państwo nie musi dokładać ani grosza do tworzenia i egzekwowania regulacji rynku kapitałowego;
- sami uczestnicy rynku kapitałowego znają się na nim najlepiej, więc wydają się najbardziej predestynowani do tworzenia regulacji – stają się instytucjami samoregulującymi (Self-Regulatory Organisations – SROs);
- w systemie samoregulacji wszelkie zobowiązania mają charakter kontraktowy, przez co mogą być kształtowane i egzekwowane w bardzo elastyczny sposób.

Zwłaszcza ta ostatnia cecha czyniła samoregulację bardzo istotnym czynnikiem dyscyplinującym uczestników rynku.

Przedstawiona powyżej idea samoregulacji ma wiele zalet, nie jest jednak pozbawiona wad. Za najważniejsze z nich uznać należy potencjalny konflikt interesów pomiędzy korzyściami instytucji samoregulujących a interesami inwestorów oraz mnogość instytucji samoregulujących tworzących nieskoordynowany system nieprzejrzystych wymogów.

Instytucje samoregulujące dążą do maksymalizacji obrotu na rynku po jak najmniejszych kosztach, inwestorzy zaś zainteresowani są bezpieczeństwem zawierania transakcji i wysoką jakością emitentów. Tworzenie wymagających regulacji dotyczących domów maklerskich i emitentów ogranicza liczbę podmiotów, które mogą spełnić te kryteria, ogranicza zatem możliwy obrót poprzez ograniczenie podaży. Z drugiej strony jednak wymagające regulacje przyciągają inwestorów, a co za tym idzie zwiększają popyt, który powinien przyciągnąć zwiększoną podaż pośredników i emitentów. Teoretycznie zatem w długim okresie interesy instytucji samoregulujących i inwestorów są zbieżne, niemniej jednak nie zawsze instytucje samoregulujące tworzą i egzekwują regulacje rozpatrując ten problem w długim okresie. Zawsze decyzja o wykluczeniu z notowań atrakcyjnego emitenta generującego znaczne obroty jest dla giełdy decyzją trudną, choć w długim okresie powinna się opłacać, gdyż zwiększa wiarygodność rynku i powoduje napływ inwestorów.

Drugą wspomnianą powyżej wadą samoregulacji jest brak koordynacji pomiędzy poszczególnymi instytucjami samoregulującymi. W rezultacie

powstawał problem regulowania tych samych podmiotów przez kilka instytucji samoregulujących – np. dom maklerski będący uczestnikiem kilku giełd. Co więcej struktura rynku nie była przejrzysta dla inwestorów – poszczególne giełdy i domy maklerskie będące członkami poszczególnych giełd podlegały różnym regulacjom, przez co poziom jakości instrumentów finansowych oraz bezpieczeństwa zawarcia i rozliczenia transakcji różniły się na poszczególnych giełdach. Można oczywiście zaryzykować stwierdzenie, że było to pole dla zdrowej konkurencji, ale niestety ta konkurencja często była niezdrowa – narażała bowiem bezpieczeństwo inwestorów, czego oni sami nie byli świadomi, gdyż szczegółowe regulacje dotyczące zawierania i rozliczania transakcji były zbyt skomplikowane dla przeciętnego inwestora.

2.2. Regulacje prawne

Przedstawione powyżej niedostatki samoregulacji (konflikt interesów, brak koordynacji) spowodowały powstanie instytucji regulujących i nadzorujących rynki kapitałowe¹. Bezpośrednim impulsem dla powstania pierwszej takiej instytucji – Securities and Exchange Commission w USA był szok dla całej gospodarki amerykańskiej (i nie tylko) po krachu giełdowym w 1929 r.² Wydarzenie to zmieniło nastawienie USA, a następnie innych krajów do regulacji rynku kapitałowego.

Mając na względzie bezsprzeczne zalety systemu samoregulacji w odniesieniu do szczegółowych kwestii, zmianie uległy zasady tworzenia regulacji dotyczących ogólnych norm funkcjonowania rynku. Stworzone zostały ogólne ramy prawne mające chronić interesy inwestorów, kwestie szczegółowe zaś regulowane były wciąż przez instytucje samoregulujące. Takie rozwiązanie umożliwiło z jednej strony zapewnienie podstawowych standardów bezpieczeństwa obrotu, z drugiej zaś – pozostawiło regulowanie najbardziej szczegółowych kwestii samym zainteresowanym, którzy mieli największą wiedzę odnośnie regulowanej materii.

2.3. Tendencja ograniczania zakresu samoregulacji

Przekazanie części obowiązków regulacyjnych instytucjom nadzorczym nie eliminuje zatem całkowicie konfliktu interesów, ale nikt dotychczas nie wymyślił systemu lepszego. Co więcej, ze względu na rozwój technologiczny

¹ Pojęcie instytucji nadzorujących i regulujących nie jest tożsame. Niekiedy instytucje nadzorcze nie są zaangażowane w tworzenie regulacji, a jedynie zajmują się ich egzekwowaniem. Niemniej jednak dla uproszczenia w niniejszym referacie pojęcia te stosowane są wymiennie.

² Por. strona internetowa <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#create>.

i globalizację rynków kapitałowych, zakres regulacji powierzanych instytucjom nadzorczym jest coraz większy.

Globalizacja wymusza spojrzenie na regulacje w ujęciu ponadnarodowym, a to jest łatwiejsze do osiągnięcia na poziomie administracji niż instytucji samoregulujących. Najlepszym przykładem są Dyrektywy UE i opracowywane do nich akty wykonawcze, które w coraz większym stopniu harmonizują rynki kapitałowe krajów członkowskich w celu stworzenia wspólnego rynku UE do końca roku 2005. Tworzenie wspólnych reguł na poziomie samoregulacji spotykane jest zdecydowanie rzadziej i zazwyczaj nie dotyczy kwestii kluczowych dla funkcjonowania rynku kapitałowego.

Rozwój technologiczny dokonał jeszcze większej rewolucji w systemie regulacji rynków kapitałowych. Od powstania pierwszych giełd regulowane były one przez swych członków, a więc przez instytucje dokonujące transakcji na giełdzie, czyli przez domy maklerskie. Maksymalizacja korzyści członków giełdy zbieżna była w długim okresie z maksymalizacją korzyści samej giełdy. Poza przekazaniem części uprawnień regulacyjnych instytucjom nadzorczym (o czym była mowa powyżej) ten system regulacji giełd utrzymywał się aż do końca XX w.

Funkcjonowanie domów maklerskich było niezbędne w warunkach obrotu „parkietowego” (tzw. open outcry), wymagającego fizycznej obecności osoby zawierającej transakcję na parkiecie giełdowym. Z oczywistych przyczyn nie było możliwości aby wszyscy inwestorzy samodzielnie dokonywali transakcji i powstała konieczność ograniczania prawa do zawierania transakcji na giełdzie i w konsekwencji pośrednictwa instytucji wyspecjalizowanych w zawieraniu transakcji – domów maklerskich.

Zmiany technologiczne polegające na obrocie papierami wartościowymi w systemach elektronicznych zaczęły eliminować konieczność pośrednictwa domów maklerskich. Systemy te nie wymagają ograniczania liczby uczestników tak jak miało to miejsce w przypadku obrotu „parkietowego”. Pośrednictwo domów maklerskich zaczęło się zatem ograniczać do gwarantowania zawarcia i rozliczenia transakcji. Jednakże instytucje finansowe generujące największe obroty na giełdach bynajmniej nie są mniej wiarygodne od domów maklerskich. Rozpoczął się zatem proces tzw. dezintermediacji – odchodzenia od modelu pośrednictwa domów maklerskich w zawieraniu transakcji na giełdach. Co więcej, elektroniczne systemy obrotu umożliwiły tworzenie tzw. alternatywnych (wobec giełdy) systemów obrotu – tzw. ATS-ów³. Systemy te najczęściej tworzone były przez duże domy maklerskie, które mogły na swoim poziomie kojarzyć zlecenia swoich klientów bez konieczności przekazywania ich na giełdę. Rozwój ATS-ów spowodował zniesienie monopolu

³ Skrót pochodzi od angielskiej nazwy Alternative Trading Systems.

giełd⁴, które zaczęły szukać możliwości polepszenia swej pozycji konkurencyjnej.

Powyższe czynniki sprawiły, że interesy domów maklerskich i giełd stały się rozbieżne lub wręcz sprzeczne. Maksymalizacja korzyści domów maklerskich polegałaby na utrzymaniu obowiązku ich pośrednictwa, podczas gdy w interesie giełd było rozszerzanie bazy klientów mogących bezpośrednio uczestniczyć w obrocie, bez konieczności ponoszenia kosztów pośrednictwa. Dodatkowo pojawiła się konieczność rozpatrywania funkcjonowania giełd nie jako instytucji użyteczności publicznej, ale jako zwykłych przedsiębiorstw zmuszonych do konkurowania z ATS-ami.

Zagrożenie pozycji giełd dynamicznie rozwijającymi się ATS-ami połączone z możliwością dezintermediacji przyniosło znaczącą zmianę sposobu funkcjonowania giełd, określaną jako proces demutualizacji. Proces ten polega na odejściu od tradycyjnego systemu, w którym właścicielami giełd były domy maklerskie. Stąd od 1998 r. postępuje proces zmiany własności giełd i ich upubliczniania oraz notowania. Rodzi do daleko idące konsekwencje dla zakresu samoregulacji, bowiem zakres potencjalnych konfliktów interesów znacząco się zwiększył.

Pierwsza kwestia dotyczy notowania giełd. Zmiana struktury własności doprowadziła do możliwości dopuszczania tych podmiotów do publicznego obrotu i w konsekwencji do ich notowania na rynku wtórnym. Wybór rynku notowań był pierwszym dylematem. Notowanie giełdy na niej samej stwarzałoby bowiem wyraźny konflikt interesów – jak giełda jako platforma obrotu mająca dbać m.in. o jakość notowanych instrumentów może nadzorować giełdę jako emitenta papierów wartościowych na niej notowanych? Czy możliwe jest obiektywne rozpatrywanie przez giełdę wniosku o dopuszczenie niej samej do obrotu giełdowego? Czy możliwe jest obiektywne rozpatrywanie przez giełdę naruszenia obowiązków informacyjnych przez tę samą giełdę?

Niestety, alternatywne rozwiązanie było jeszcze gorsze. Nonsensem byłoby notowanie giełd na innych giełdach, czyli u konkurencji. Względę ekonomiczne nie przemawiają za takim rozwiązaniem – jeśli giełda A notowana jest na giełdzie B, to im lepsza jest giełda A, tym większy splendor (i dochody) giełdy B. W zdecydowany sposób zakłóciłoby to mechanizm konkurencji pomiędzy giełdami. Ponadto, nie wyeliminowałoby to konfliktu interesów, a jedynie go zmodyfikowało – powodowałoby to bowiem możliwość szykanowania konkurencyjnej giełdy przy jej dopuszczaniu do obrotu

⁴ Choć w większości krajów nigdy nie było prawnego przymusu zawierania transakcji na giełdzie, istniał przymus ekonomiczny – ze względu na koncentrację popytu i podaży cena osiągnięta na giełdzie była najkorzystniejsza zarówno dla sprzedających, jak i kupujących. Powstanie ATS-ów stworzyło możliwość zawierania transakcji po równie korzystnych cenach, przy mniejszych kosztach transakcyjnych.

i egzekwowaniu obowiązków informacyjnych. Z dwojga złego przyjęto zatem możliwość notowania giełd na nich samych.

Drugim, daleko ważniejszym (choć związanym z pierwszym) dylematem była kwestia zakresu regulacji, jaki można powierzyć giełdom po zmianie struktury własności. Choć – jak zostało przedstawione powyżej – domy maklerskie z uwagi na zmiany zachodzące na rynkach przestały być optymalnymi właścicielami ze względu na konflikt interesów, to jednak były to instytucje rynku kapitałowego, mające wiele interesów zbieżnych z giełdą i znaczące doświadczenie w tworzeniu regulacji giełdowych. Notowanie giełd stworzyło zagrożenie powstania „przypadkowego” akcjonariatu i w konsekwencji podejmowania szkodliwych dla rynku decyzji. Powstał zatem problem kto – jeśli nie same giełdy – ma zająć się ich regulacją. Potencjalne rozwiązania były dwa – powstanie niezależnych instytucji zajmujących się tworzeniem (i egzekwowaniem) regulacji lub przekazanie dalszej części samoregulacji instytucjom nadzorczym. Zmiany systemu regulacji na poszczególnych rynkach wskazują, że preferowane jest raczej to drugie rozwiązanie, demutualizacja spowodowała zatem dalsze ograniczenie roli samoregulacji.

Najbardziej spektakularnym przykładem ograniczania roli samoregulacji jest Wielka Brytania, gdzie jeszcze w 1997 r. funkcjonowało kilkadziesiąt (!) instytucji samoregulujących, a giełda londyńska (London Stock Exchange – LSE) miała kompetencje dopuszczania emitentów do obrotu publicznego (a zatem nie tylko do obrotu na LSE, ale również do obrotu na innych rynkach w tym kraju), pomimo ewidentnego konfliktu interesów. Obecnie w Wielkiej Brytanii funkcjonuje jedna instytucja nadzorcza (Financial Services Authority – FSA) nie tylko dla rynku kapitałowego, ale obejmująca również nadzór nad bankami i ubezpieczeniami. Również w USA – kraju o tradycyjnie bardzo dużym znaczeniu samoregulacji ostatnie wydarzenia związane ze skandalami księgowymi spowodowały zwiększenie roli regulacyjnej instytucji nadzorczej, o czym będzie mowa poniżej.

3. KOSZTY REGULACJI

3.1. Koszty tworzenia regulacji

Jeśli regulacje rynku kapitałowego są niezbędne dla jego prawidłowego funkcjonowania, konieczne jest ich opracowanie. Koszty opracowania regulacji ponosi najczęściej sam zainteresowany, czyli rynek kapitałowy. W większości krajów instytucje tworzące projekty regulacji prawnych dotyczących rynku papierów wartościowych finansowane są z wpłat uczestników. Koszty dalszej

fazy procesu legislacyjnego – dyskusji, poprawek i akceptacji przez Radę Ministrów, Parlament, Prezydenta nie są natomiast ponoszone bezpośrednio przez rynek, co nie oznacza, że tych kosztów nie ma – są one finansowane przez wszystkich podatników.

Odrębną kwestią jest koszt tworzenia szczegółowych regulacji dotyczących funkcjonowania rynku na poziomie samoregulacji. W tym przypadku całość kosztów ponoszona jest bezpośrednio przez zainteresowane instytucje – giełdy, izby rozliczeniowe, domy maklerskie, stowarzyszenia uczestników rynku itp. Chodzi tu nie tylko o koszty finansowe, ale również o obarczenie odpowiedzialnością za niedoskonałość lub brak regulacji⁵.

3.2. Koszty przestrzegania regulacji

Regulacje wymagają podjęcia działań, które najczęściej bez impulsu regulacyjnego nie byłyby podjęte. Narzucenie pewnej dyscypliny wiąże się zatem z kosztami – od dyskomfortu pracowników i klientów, poprzez wydłużenie wielu procesów, po koszty czysto finansowe.

Wdrożenie regulacji wiąże się najczęściej z opracowaniem i wdrożeniem odpowiednich procedur. Procedury te dotyczyć mogą np. terminów przysyłania raportów, otwierania rachunków, norm postępowania pracowników. Zawsze wiążą się one z koniecznością poświęcenia czasu na stworzenie zasad, a następnie pewnego dyskomfortu postępowania według nich. Ten dyskomfort dotyczyć może pracowników, np. ograniczenia prowadzenia działalności inwestycyjnej lub klientów, np. konieczność wykazania źródła pochodzenia pieniędzy, czy też wydłużenie czasu niezbędnego kontaktu klienta z domem maklerskim.

Wdrożenie regulacji wiązać się może z koniecznością modyfikacji systemów informatycznych. Niekiedy regulacje generują koszty czysto finansowe, np. konieczność wpłat do systemu rekompensat dla inwestorów, czy też konieczność utrzymywania wysokich kapitałów.

3.3. Koszty egzekwowania regulacji

Podobnie jak w przypadku tworzenia regulacji koszty te możemy podzielić na dwie grupy – egzekwowania regulacji na poziomie przepisów prawa i samoregulacji. W odniesieniu do grupy pierwszej koszty te ponoszone są częściowo przez rynek (finansowanie instytucji nadzorczej), częściowo zaś przez wszystkich podatników (aparatus wymiaru sprawiedliwości). W odniesieniu zaś do egzekwowania samoregulacji całość kosztów pokrywają uczestnicy

⁵ Szerzej kwestia ta została przedstawiona w punkcie 5.1.

rynku. Tworzą oni złożone organizmy nadzoru wewnętrznego – procedury, metody egzekwowania procedur i nakładania sankcji za ich nieprzestrzeganie. Procedury te dotyczyć mogą np. nadzoru nad rachunkami inwestycyjnymi pracowników, weryfikacją sytuacji finansowej klientów, przestrzeganiem zasad dotyczących zarządzania aktywami, rzetelnością informowania klientów o oferowanych produktach. Charakter samoregulacji jako zobowiązania kontraktowego ułatwia ich egzekwowanie poprzez groźbę stosunkowo łatwego nałożenia sankcji – kar dyscyplinarnych, zawieszenia lub wyłączenia z członkostwa w stowarzyszeniu itp. Niekiedy koszty egzekwowania samoregulacji powiększone są o finansowanie specjalnej instytucji zajmującej się nakładaniem sankcji, np. panelu arbitrażowego, sądu koleżeńskiego, sądu giełdowego itp.

3.4. Koszty nieprzestrzegania regulacji

Pierwszą konsekwencją, która się narzuca w przypadku nieprzestrzegania regulacji jest kara administracyjna nakładana przez instytucję nadzorczą. Nie jest to jednak najczęściej konsekwencja najbardziej istotna. Rozważyć należy przede wszystkim problemy związane ze spadkiem zaufania klientów i bezpośrednimi kosztami finansowymi: koniecznością zadośćuczynienia oszukanym klientom lub pokrycia strat w wyniku oszukania przez klientów.

W przypadku, kiedy rozpatrywaniem nieprawidłowości zajmuje się instytucja nadzorcza najczęstszą konsekwencją jest sankcja administracyjna w formie kary pieniężnej. W przypadku rażącego naruszenia prawa odbierana jest licencja⁶ i/lub sprawa kierowana jest do prokuratury. Od nałożenia kary pieniężnej często dużo bardziej dotkliwy jest spadek zaufania inwestorów do podmiotu, który dopuścił się naruszenia prawa. Najbardziej dotkliwą konsekwencją są jednak najczęściej wymierne koszty finansowe wynikające z nieprzestrzegania regulacji i procedur wewnętrznych.

Zarówno regulacje, jak i procedury stworzone przez nadzór wewnętrzny powinny być postrzegane nie jako więzy krępujące możliwe działanie, ale jako gorset ograniczający niedozwolone ruchy i pomagający trzymać się prosto pod względem moralnym. Dostęp do cudzych pieniędzy stanowi olbrzymią pokusę i jeśli pracownik instytucji finansowej nie czuje nad sobą sprawnie funkcjonującego nadzoru wewnętrznego, pokusa ta może okazać się zbyt silna. Dotyczy to zwłaszcza rynków młodych, gdzie ludzie stosunkowo młodzi (a więc z jednej strony bez bagażu gorzkich doświadczeń wymuszających ostrożne podejście do

⁶ Decyzja o odebraniu licencji podejmowana jest stosunkowo rzadko, ze względu na negatywne konsekwencje dla klientów – szerzej kwestia ta została przedstawiona w punkcie 5.4.

świata, z drugiej zaś z dużymi potrzebami na początku samodzielnej drogi życia) zajmują stosunkowo wysokie stanowiska w instytucjach finansowych. Trudno jest patrzeć jak pieniądze „marnują się” ulokowane w obligacjach na rachunku jakiegoś konserwatywnego inwestora. Przecież rynek oferuje tyle możliwości pomnożenia tego kapitału! Wystarczy przecież tylko „pożyczyć” te obligacje, sprzedać je, zainwestować w spółki nowych technologii, sprzedać je z dużym zyskiem, a potem odkupić te obligacje. Proceder taki może przynosić dochody oczywiście tylko w przypadku trafionych inwestycji. Ale wystarczy jedna błędna decyzja i... trzeba brnąć dalej. Trzeba odkupić obligacje klienta, bo zbliża się termin zapadalności, sprzedać obligacje innego klienta, zainwestować w bardziej ryzykowny sposób, aby się „odkuć” i tak narasta masa krytyczna dla efektu „kuli śniegowej”. I w pewnym momencie uczciwy (choć bardzo naiwny) człowiek staje się przestępcą, bo nie ma już możliwości legalnego odrobienia strat na rachunkach klientów.

Do tego dodać należy postawę klientów, którzy mogą prowokować nielegalne zachowania. Funkcjonowanie rynku kapitałowego zasadza się na dążeniu inwestorów do maksymalizacji zysku – bez tego rynek nie byłby efektywny. To dążenie do zysku przekracza niekiedy granice określone przepisami prawa. Przykładem może być nielegalne zarządzanie papierami wartościowymi, za wiedzą, zgodą, a nawet namową klienta. Klient zachęca maklera do zarządzania swoim portfelem papierów wartościowych. Obaj wiedzą, że jest to nielegalne, więc klient zostawia zlecenia podpisane in blanco. Makler inwestuje trafnie, dzieli się zyskami, współpraca układa się dobrze, na tyle dobrze, że makler zaczyna składać zlecenia bez podpisów, a klient uzupełnia je później. Dobra atmosfera utrzymuje się aż do czasu, kiedy inwestycje okażą się nietrafione, najczęściej w okresie bessy. Wtedy klient bezlitośnie oskarża maklera o dokonywanie operacji bez jego zgody. Jeśli są na to dowody, np. niepodpisane, a zrealizowane zlecenia, to makler traci pracę i prawo do wykonywania zawodu. Dramat człowieka i konieczność pokrycia start na rachunku klienta przez dom maklerski.

Klienci mogą być znacznie bardziej niebezpieczni dla domu maklerskiego. Pracownicy domów maklerskich często „nie widzą” nic dziwnego w zachowaniu inwestorów, gdyż ci inwestorzy dają możliwość zarobienia znacznych pieniędzy na prowizjach od dokonywanych przez siebie transakcji. Nie rozumieją, że klienci, których operacje są podejrzane i wskazują na nieuczciwe praktyki (np. manipulacja kursem akcji, wykorzystanie informacji poufnej), mogą być zdolni do nieuczciwych praktyk wobec domu maklerskiego i że straty finansowe domu maklerskiego mogą być nieporównanie większe od zarobionych prowizji. Znany jest przypadek, kiedy klient zaangażowany w manipulację kursami akcji przy okazji oszukał domy maklerskie, za

pośrednictwem których manipulacja ta została dokonana! Te mechanizmy muszą rozumieć inspektorzy nadzoru tworzący i egzekwujący regulacje wewnętrzne.

Koszty strat finansowych związanych z nieuczciwością lub naiwnością pracowników są nieporównanie większe od kosztów nadzoru wewnętrznego. Stąd w dużych instytucjach finansowych nadzór wewnętrzny ma rozbudowane struktury i dużą autonomię działania, dzięki czemu do nadużyć w tych podmiotach dochodzi stosunkowo rzadko.

3.5. Koszty „preregulowania” rynku

Ostatnim rodzajem kosztów związanych z regulacjami rynku jest koszt ewentualnego przeregulowania rynku. Z sytuacją taką mamy do czynienia wówczas, gdy istniejące regulacje zbyt mocno ograniczają funkcjonowanie i rozwój rynku. Najbardziej dyskusyjną kwestią jest zdefiniowanie pojęcia „zbyt mocno”. Gdzie kończy się regulowanie, a zaczyna przeregulowanie? Wiadomo, że każda regulacja w jakimś stopniu może ograniczać możliwości funkcjonowania rynku. Ale kiedy skala tego ograniczania może być groźna dla rynku?

Nadzorcę rynku kapitałowego porównać możemy do chirurga wycinającego złośliwy nowotwór. Stoją przed nim trzy zadania: aby usunąć nowotwór w całości, aby usunąć jak najmniej zdrowej tkanki i aby zminimalizować dyskomfort dla pacjenta. Kolejność tych zadań nie jest przypadkowa – odzwierciedla ona ich hierarchię. Podobnie w przypadku instytucji nadzorczej – najważniejszym jej zadaniem jest wyeliminowanie szkodliwych dla rynku zjawisk, które mają bardzo silną tendencję do przerzutów (uczestnik rynku nie spełniający jakichś norm regulacyjnych może – kosztem zwiększonego ryzyka – uzyskać tymczasową przewagę konkurencyjną, stąd inni uczestnicy podążają jego śladem). Regulacje mogą niekiedy ograniczać prowadzenie prawidłowej działalności na rynku, ale ograniczenie to powinno być jak najmniejsze, mieszczące się w granicach błędu chirurga. Wreszcie niedogodności związane z koniecznością przestrzegania regulacji powinny być jak najmniejsze. Tak aby pacjent nie stracił ochoty do życia po pomyślnym zakończeniu operacji.

Powyższe rozważania wskazują, iż pojęcie przeregulowania rynku jest pojęciem bardzo subiektywnym. Subiektywizm ten wzmacnia odczuwanie na własnej skórze skutków regulacji bez wiedzy odnośnie do niedogodności regulacyjnych dla innych. Najczęściej podmioty będące przedmiotem konkretnych wymogów regulacyjnych uważają je za przesadne, wskazując jednocześnie na niedoregulowanie – ich zdaniem – innych segmentów rynku.

Niezależnie od subiektywnego odczucia rynku, nadzorca może dążyć do lekkiego przeregulowania rynku. Podobnie jak chirurg będzie starał się przesunąć margines błędu raczej na wycięcie zdrowej tkanki, niż na pozostawienie w organizmie komórek nowotworu, tak i nadzorca raczej będzie wybierał przeregulowanie rynku, niż jego niedoregulowanie. Wynika to z ciąży na nim odpowiedzialności⁷. Ale to pojęcie przeregulowania w odczuciu nadzorcy jest przecież również pojęciem subiektywnym.

Problem jest o tyle skomplikowany, że trudno znaleźć obiektywny wskaźnik przeregulowania rynku. Obiektywnie łatwo jest tylko stwierdzić *ex post*, że rynek był niedoregulowany (czy to na poziomie regulacji prawnych, czy też samoregulacji) w przypadku wystąpienia nieprawidłowości, którym regulacje powinny były zapobiec. Zdarza się, natomiast że ograniczenie uważane jest zarówno w odczuciu uczestników jak i instytucji nadzorczej za niezbędne, a jego zniesienie nie powoduje żadnych negatywnych konsekwencji. Z drugiej strony może się również okazać, że rynek uważany powszechnie za przeregulowany w istocie jest niedoregulowany, co obnażają później popełniane nadużycia. Rynek amerykański stawiany przez długie lata jako niedościgniony wzór w utrzymywaniu właściwego poziomu regulacji okazał się w ostatnich latach siedliskiem największych skandali dotyczących księgowości i przygotowywania rekomendacji dla klientów. Tak więc powszechne odczucie uczestników rynku (włączając w to samego regulatora) jest zbyt subiektywne, aby można je uznać za miernik właściwego poziomu regulacji.

Powyższe rozważania wskazują, że problem przeregulowania rynku jest problemem bardzo złożonym, co powinno skłaniać do głębszych refleksji przed formułowaniem kategorycznych opinii.

4. KOSZTY BRAKU REGULACJI

Przeczytawszy powyższe rozważania można dojść do wniosku, że regulacje to samo zło – dużo kosztuje ich tworzenie, egzekwowanie, przestrzeganie, a jeszcze więcej – nieprzestrzeganie. Dodatkowo regulacje mogą ograniczać rozwój rynku. Powstaje jednak pytanie, jaki jest koszt braku regulacji i jak rynek może się bez regulacji rozwijać.

Brak regulacji (lub niedostateczne regulacje) jest podstawową barierą rozwoju rynków. Wynika to z kilku przyczyn: nieuporządkowanego funkcjonowania rynków, braku zaufania inwestorów do rynków nieregulowanych i braku formalnych możliwości inwestowania przez niektórych inwestorów na rynkach nieregulowanych.

⁷ Szerzej kwestia ta przedstawiona została w punkcie 5.1.

4.1. Niewłaściwe funkcjonowanie rynków

Jeśli porównalibyśmy regulacje rynku kapitałowego do regulacji ruchu samochodów, to bardzo łatwo stwierdzić jakie są konsekwencje braku tychże regulacji. Próbką takiej sytuacji może być awaria świateł sygnalizacyjnych na ruchliwym skrzyżowaniu. Jest oczywiste, że brak regulacji wydłuży czas przejazdu i zwiększy liczbę wypadków. Podobnie jest na rynku kapitałowym – nie może on funkcjonować właściwie, jeśli poszczególni jego uczestnicy (choćby byli kryształowo uczciwi) postępują według różnych zasad. Brak regulacji ogranicza zatem rozwój rynków i znacząco zwiększa możliwość popełnienia nadużyć.

4.2. Brak wiarygodności rynku

Drugą przyczyną, dla której na giełdach wykształcił się system regulacji była konieczność przyciągnięcia inwestorów. Rynek, który funkcjonuje w uporządkowany sposób, na którym obowiązują przejrzyste reguły gry jest bardziej atrakcyjny dla osób ryzykujących swoje ciężko zarobione pieniądze. Regulacje dotyczące jakości usług pośredników i jakości emitentów dodatkowo miały na celu uatrakcyjnić lokowanie środków na rynku kapitałowym. Ważne jest, że giełda nie oferuje inwestorom w zamian za ich pieniądze nic namacalnego – w dobie dematerializacji papierów wartościowych nie otrzymują oni nawet np. akcji w formie fizycznej jako namiastki namacalnego produktu. Na giełdzie inwestorzy kupują przyszłe zyski, niekiedy bardzo odległe. Stąd zaufanie inwestorów jest niezbędnym wymogiem dla rozwoju giełd.

4.3. Ograniczenie napływu inwestorów instytucjonalnych

Kolejną przesłanką wprowadzenia regulacji (i to regulacji prawnych) jest kwestia ograniczeń inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych. Inwestorzy ci, zarządzający najczęściej powierzonymi im środkami, mają obowiązek lokowania tych środków w możliwie bezpieczny sposób, zobowiązane są zatem do dokonywania operacji na rynkach regulowanych. Aby dany rynek był uznany za regulowany, instytucja nadzorcza w kraju macierzystym inwestora instytucjonalnego ocenia zakres regulacji i efektywność egzekwowania regulacji. W konsekwencji, rynki, które nie są właściwie uregulowane nie mogą liczyć na napływ znaczącego kapitału (najczęściej zagranicznego) będącego w gestii inwestorów instytucjonalnych.

5. DYLEMATY REGULACJI

5.1. Odpowiedzialność regulatorów

Charakterystyczną cechą instytucji nadzorczych jest to, że są one ostatnie w łańcuchu opracowywania regulacji, stąd odpowiedzialność za jakiegokolwiek błędy regulacyjne spada zawsze na nie. Dzieje się tak nawet w przypadku, kiedy błędy te popełnione zostały na zupełnie innym szczeblu – czy to modyfikacji propozycji regulacyjnych na etapie prac regulacyjnych np. w Parlamencie, czy też w przypadku błędów popełnionych na poziomie samoregulacji. Najciekawszym przykładem takiej „ostatecznej odpowiedzialności” jest obarczanie amerykańskiej SEC winą za skandale księgowe, które miały miejsce na nadzorowanym przez nią rynku. Najciekawszym z kilku powodów – po pierwsze jest to najbardziej rozwinięty rynek kapitałowy na świecie, po drugie stawiany był często za wzór regulacji i po trzecie wreszcie nie wydarzyło się tam nic, o co należałoby winić samą SEC. Nie było dla nikogo tajemnicą, że sprawozdawczość finansowa emitentów w USA (i na innych rynkach również) opiera się na zaufaniu do audytorów, którzy weryfikują poprawność sprawozdań finansowych spółek i że audytorzy nie podlegają bezpośredniej kontroli SEC. Jednak w sytuacji, kiedy audytorzy zawiedli, okazało się, że SEC powinna była wcześniej wprowadzić odpowiednie mechanizmy zapobiegające podobnym nadużyciom. Niewątpliwe zasługi SEC polegające na ograniczaniu zakresu regulacji do niezbędnego minimum odeszły w zapomnienie, kiedy minimum to okazało się w rzeczywistości niższe od niezbędnego.

Jeśli takie problemy stoją przed regulatorem rynku z najdłuższymi tradycjami, to oczywiste jest, iż skala wyzwań w przypadku Polski i innych krajów, w których gospodarka rynkowa i rynek kapitałowy powstały stosunkowo niedawno, jest nieporównanie większa. Im mniej rozwinięty rynek, tym większą opieką powinni być objęci inwestorzy. Są po temu przynajmniej dwie przyczyny – inwestorzy mają mniej doświadczenia w inwestowaniu na rynku, a ponadto w przypadku nadużycia zaufania inwestorów, ich reakcja mogłaby być na tyle gwałtowna, że mogłaby znacząco opóźnić lub wręcz uniemożliwić dalszy rozwój rynku. Ta świadomość odpowiedzialności powoduje, że instytucje nadzorcze (zwłaszcza na rynkach młodych) zawsze dążyć będą raczej do niewielkiego przeregulowania rynku, niż do jego niedoregulowania⁸.

⁸ Szerzej kwestia ta została przedstawiona w punkcie 3.4.

5.2. Konkurencja regulatorów

Regulatorzy w poszczególnych krajach konkurują między sobą zarówno na poziomie międzynarodowym, jak i krajowym (czyli z instytucjami nadzorującymi inne segmenty rynku finansowego). Istotą konkurencji jest zapewnienie jak najlepszych regulacji, czyli regulacji z jednej strony ograniczających niepożądane zachowania na rynku, z drugiej zaś łatwych do stosowania i sfinansowania przez uczciwych uczestników rynku. To dążenie wynika z wielu przyczyn: naturalnego dążenia do perfekcji, względów ambicjonalnych (porównanie z innymi rynkami), aż po przyziemne względy finansowe (ograniczanie rozwoju rynku powoduje ograniczanie możliwości finansowania instytucji nadzorczej).

Konkurencja regulatorów powoduje, że wszelkie regulacje rozpatrywane są bardzo wnikliwie pod kątem ich ewentualnego wpływu na ograniczanie prowadzenia działalności na rynku kapitałowym i na zwiększenie kosztów takiej działalności. Z drugiej strony należy wziąć pod uwagę, iż regulatorzy konkurują również „czystością” rynku, a więc ograniczaniem nieuczciwych praktyk – często jeden skandal na rynku może być bardziej kosztowny, niż wprowadzenie surowych regulacji. Powyższe dwa czynniki skłaniają regulatorów do opracowywania możliwie najlepszych dla rynku regulacji.

5.3. Arbitraż regulacyjny

Arbitraż regulacyjny to nie tylko poszukiwanie rynków dobrze uregulowanych, czyli oferujących bezpieczny obrót przy stosunkowo niewielkich ograniczeniach działalności i kosztach. Niekiedy bowiem konkurencja regulatorów przybiera formy „nieuczciwej konkurencji”. Wówczas mamy do czynienia z poszukiwaniem rynków nie tyle bezpiecznych, co tanich. Problem ten porównać można do tzw. „tanich bander” – krajów przyciągających armatorów statków bardzo niskimi wymogami dotyczącymi m.in. bezpieczeństwa, co z jednej strony obniża koszty, z drugiej jednak powoduje zagrożenie bezpieczeństwa żeglugi i w konsekwencji np. katastrofy ekologiczne w wyniku złego stanu technicznego tankowców. Podobnie jest na rynku kapitałowym – niektórzy regulatorzy starają się obniżyć koszty funkcjonowania na rynku poprzez obniżenie poziomu bezpieczeństwa obrotu. Tak jak katastrofy ekologiczne, tak i skandale na rynkach mają obecnie ponadnarodowy charakter. W wyniku globalizacji rynków kapitałowych szkody wyrządzone na rynku w jednym kraju wpływają na zachowania inwestorów na innych rynkach.

Stąd powstały standardy postępowania mające na celu określenie minimalnych wymogów regulacyjnych zapewniających bezpieczeństwo obrotu.

Najszerzym tego typu standardem są „Cele i zasady regulacji rynków papierów wartościowych”⁹ opracowane i przyjęte przez IOSCO¹⁰, które są obecnie w trakcie implementacji. Znacząco węższymi (w odniesieniu zarówno do liczby krajów, jak i zakresu materii, której dotyczą) są regulacje UE określające np. minimalne standardy świadczenia usług inwestycyjnych, minimalne wymogi kapitałowe, czy też minimalną kwotę rekompensat dla inwestorów w przypadku upadłości domu maklerskiego¹¹. Dzięki tym standardom, ograniczone zostało zjawisko arbitrażu regulacyjnego w negatywnym rozumieniu tego pojęcia.

5.4. Rozterki regulatorów

Przedstawione powyżej problemy poszukiwania właściwego poziomu regulacji, to nie jedyne zmartwienie regulatorów. Ważną kwestią jest również sposób egzekwowania regulacji i związany z tym konflikt interesów na linii inwestor-inwestor. Chodzi tu o dylemat moralny instytucji nadzorczej, która często musi podejmować decyzje niekorzystne dla części inwestorów po to, aby chronić innych inwestorów. Najbardziej jaskrawym przykładem takiego konfliktu jest przerwanie piramidy finansowej lub manipulacji zawyżającej notowania kursu akcji. W takiej sytuacji inwestorzy, którzy stali się uczestnikami piramidy finansowej lub nabyli papiery wartościowe będące przedmiotem manipulacji stracą w wyniku ingerencji instytucji nadzorczej – przerwanie piramidy spowoduje brak dopływu nowych środków i upadek systemu, a przerwanie manipulacji spowoduje brak nowych zleceń kupna i spadek kursu. Inwestorzy ci są najczęściej rozżaleni, niemniej jednak podjęcie takich decyzji jest konieczne dla ochrony pozostałych inwestorów przed oszustami oraz dla ochrony wiarygodności rynku. W przypadku tolerowania takich zachowań inwestorzy nie byłiby skłonni do dokonywania inwestycji obawiając się nadużyć. Podobne dylematy instytucji nadzorczej występują w przypadku usuwania spółki z publicznego obrotu, odbierania licencji instytucji finansowej itp. Dylematy te mogą się nasilać w związku z tendencją do tworzenia zintegrowanych instytucji nadzorujących kilka segmentów rynku finansowego – jak postąpić ma nadzorca w przypadku zagrożenia upadłości banku będącego spółką publiczną? Jako nadzorca rynku kapitałowego powinien niezwłocznie poinformować inwestorów, jako

⁹ Polskojęzyczna wersja tego dokumentu dostępna jest pod adresem internetowym: www.kpwig.gov.pl/g1a2a.htm.

¹⁰ IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) – międzynarodowa organizacja zrzeszająca instytucje nadzorujące rynki kapitałowe. Szersze informacje dotyczące IOSCO dostępne są pod adresem internetowym www.iosco.org.

¹¹ Teksty Dyrektyw UE dostępne są pod adresem internetowym <http://www.europa.eu.int/eur-lex/en/index.html>.

nadzorca bankowy natomiast strzec tej informacji, aby nie dostała się do wiadomości publicznej, gdyż wtedy na pewno bank upadnie w wyniku gwałtownego wycofywania środków przez zaniepokojonych depozytariuszy.

PODSUMOWANIE

Podsumowując należy stwierdzić, iż istnienie regulacji dotyczących rynku kapitałowego jest obiektywną koniecznością, wiąże się ono jednak nieuchronnie ze znaczącymi kosztami i niedogodnościami dla uczestników rynku. Choć właściwe regulacje sprzyjają rozwojowi rynku, ich nadmiar może rozwój ten ograniczać. Obecna tendencja przesuwania coraz większej części regulacji od instytucji samoregulujących w kierunku instytucji nadzorczych może z jednej strony rodzić obawy o większą skłonność tych instytucji do przeregulowania rynku, z drugiej zaś zdaje się potwierdzać, iż właśnie forma regulacji prawnych (a nie samoregulacji) uznana została za bardziej efektywną.

Problem pożądanego zakresu regulacji jest złożony ze względu na trudność w rozgraniczeniu pomiędzy regulacjami niezbędnymi dla właściwego funkcjonowania rynku, a regulacjami zbytecznymi – niepotrzebnie ograniczającymi operacje na rynku kapitałowym i/lub zwiększającymi ich koszty. W związku z powyższym trudno jest określić optymalny poziom regulacji rynku. Można jednak założyć, że konkurencja regulatorów dążących do rozwoju regulowanych przez nich rynków poprzez zapewnienie bezpieczeństwa obrotu przy minimalnych ograniczeniach i kosztach uczestników jest wystarczającym bodźcem dla optymalizacji regulacji.

Mirosław Kachniewski

REGULATIONS – OBJECTIVE NECESSITY OF UNNECESSARY BURDEN?

The author analyses issues connected with regulations in the capital market. The issue of a desirable regulation scope is quite complex due to a difficulty connected with making a distinction between regulations being indispensable for an effective operation of the market and unnecessary regulations, which restrict unnecessarily operations in the capital market and/or increase their costs.

Hence, it is difficult to determine an optimal level of these regulations. It can be assumed, however, that competition between regulators striving to develop markets regulated by them through ensuring the safety of turnover with minimal restrictions and costs of participants is a sufficient stimulus for optimisation of regulations.