

Janusz Zawila-Niedźwiecki

Wytyczne bezpieczeństwa obrotu na dojrzałych rynkach papierów wartościowych

W przeszłości giełdy, do czasu ustawowego określenia współczesnych zasad ich istnienia, były tworem samorządowo-korporacyjnym. Cechę tę precyzyjnie oddaje język polski, w którym wyraz „giełda” pochodzi z przekształcenia niemieckiego słowa „gildia” – rodzaju cechu, bractwa kupieckiego lub związku samorządowego. Giełdy funkcjonowały więc i w sposób twórczy, na użytek całego środowiska oraz rynku, tworzyły zasady i zwyczaje nie tylko ściśle handlowe, ale też ze sfery dobrych obyczajów środowiskowych. Dawne kodeksy etyki giełdowej to grube tomy casusów i uzansów, wyartykułowanych poprzez opisy konkretnych sytuacji, problemów, podjętych działań, popełnionych błędów i wykroczeń.

Jeszcze w początkach lat 50. giełdy w większości były małe, a kancelarie maklerskie miały charakter wielopokoleniowy, rodzinny, zaś cała ta grupa zawodowa chroniła się w bardzo hermetycznym kręgu „wtajemniczonych” osób i rodzin. Dobrych obyczajów giełdowych pilnowała tradycja, iście XIX-wieczny honor kupiecki i rodzinna troska o dobre imię [1].

Niestety, w czasach nam współczesnych to, co małe i piękne, stało się anachroniczne. Rozchwianie ekonomii i finansów aż po kryzys naftowy w 1973 roku czy krach giełdowy w 1987 roku dowiodło, że dojrzała potrzeba wielkich reform, bowiem małe kancelarie maklerskie nie zabezpieczały już wystarczająco obrotu, a tym samym stały się wręcz niebezpieczne. Te reformy: prawne, a zwłaszcza strukturalne, polegały na tym, że do dotąd zamkniętego kręgu kancelarii maklerskich wprowadzono kapitał poważnych instytucji finansowych, powołano nowe organy rynku, narzucono nadzór administracyjny, wreszcie zreorganizowano same giełdy i ich reguły działania [1, 2].

W różnych krajach dokonywało się to w rozmaitych okresach, a polski rynek, od chwili swego powstania, czerpie z tych doświadczeń, głównie francuskich. Na koniec każdej z reform przychodziła kolej na przyjrzenie się od nowa bezpieczeństwu rynku papierów wartościowych i nierozzerwalnie z tym związanemu problemowi praktyk i obyczajów giełdowych oraz etyki zawodowej.

Powołana w 1988 roku przez francuską Komisję Operacji Giełdowych (COB, po części odpowiednik polskiej Komisji Papierów Wartościowych) specjalna komisja robocza opracowała systematykę zagadnień składających się na ogólnie w świecie rozumiane pojęcia bezpieczeństwa obrotu giełdowego i deontologii różnych profesji rynku papierów wartościowych [3]. Myślą przewodnią tego opracowania było zapewnienie wysokiego poziomu zaufania inwestorów. Pozwala ono sformułować następujące, kompleksowe wnioski.

Kryterium bezpieczeństwa obrotu można zdefiniować tak, że rynek jest pewny, jeżeli inwestor ma gwarancję doprowadzenia do końca transakcji, co obejmuje uzyskanie opłaty za sprzedane papiery, a po przeciwnej stronie otrzymanie nabytych papierów za wniesioną gotówkę, oczywiście w terminach przewidzianych dla tych operacji. W warunkach rozwiniętego rynku kapitałowego fakty te mogą być o tyle skomplikowane, że wyżej prosto przedstawiona operacja przekazania papierów lub gotówki może oznaczać uruchomienie kredytów i depozytów powierzonych różnym pośrednikom finansowym, z usług których korzysta klient.

Tymczasem o bezpieczeństwie decyduje każda z łańcucha czynności składających się na akt inwestowania. Każda z nich winna być troskliwie nadzorowana.

Pierwsze ogniwo związane jest z klientem – powinien on być wypłacalny. Nie może podejmować ryzyka przewyższającego jego możliwości finansowe, a ponadto ryzyko to powinno być rozkładane na różne instrumenty inwestowania.

Drugie ogniwo dotyczy pośrednika finansowego (banku prowadzącego portfele inwestycyjne, spółki inwestowania zbiorowego, domu maklerskiego). On również nie powinien dopuszczać do nadmiernego ryzyka w odniesieniu do swych zobowiązań oraz wobec różnych partnerów i klientów.

Trzecim ogniwnem jest organizacja rynku. Powinna ona zabezpieczać bezpośrednich uczestników obrotu przed przenoszeniem na nich ryzyka podejmowanego przez innych. W przypadku niezdolności któregoś z kontrahentów danej transakcji do wywiązania się ze zobowiązania, mechanizmy rynku



powinny zapewnić drugiej stronie uzyskanie jej należności.

Troska o bezpieczeństwo obrotu musi przede wszystkim wyrażać się w działaniach prewencyjnych. W pierwszej kolejności jest nim wymaganie zapewnienia zawczasu pokrycia dla zleconej transakcji i korzystanie z blokad odpowiednio szacowanych środków na kontach bezpośrednich uczestników obrotu i ich klientów. W wielu krajach swoje znaczenie w tym zakresie miała reforma rynku giełdowego po krachu w 1987 roku, wprowadzająca nań nowych partnerów finansowych (małe kancelarie maklerskie zostały zastąpione przez domy maklerskie z udziałem kapitałowym banków i innych poważnych firm finansowych, również zagranicznych). Ponadto ustalono dla domów maklerskich zestaw „reguł przezorności”, sprowadzających się do:

- ograniczania zaangażowania do pułapu rzeczywiście posiadanych środków,
- podziału ryzyka zaangażowania między różnych klientów i różne papiery,
- stałego dysponowania aktywami płynnymi, wystarczającymi na pokrycie przyjętego ryzyka,
- podziału środków własnych na osobne fundusze odpowiadające poszczególnym grupom ryzyka.

Dyrektwy w tym zakresie ujednolicają obecnie organy Unii Europejskiej.

Analogiczne wytyczne i uregulowania przyjęły banki centralne. Obowiązują one wszystkie instytucje poddane ich kompetencjom. I te ustalenia, podobnie jak wspomniana reforma giełdowa, są konsekwencją kryzysu strukturalnego instytucji finansowych, ujawnionego przez krach 1987 roku.

Na francuskim rynku papierów wartościowych (wzorcowym dla rozwiązań polskich) gwarantem prawidłowego zakończenia operacji giełdowej, której stronami są domy maklerskie, jest Spółka Giełd Francuskich (SBF). Służy jej w tym celu przede wszystkim Izba Kompensacji Rozliczeń, wyposażona w stosowne fundusze gwarancyjne i zabezpieczające, która w przypadku niezdolności domu maklerskiego do wywiązania się ze zobowiązań, przejmuje je na siebie. Oczywiście w takim przypadku musi też istnieć mechanizm „zadłużania się” SBF wobec rynku, a także mechanizm „zwrotu” tego długu.

Izba Kompensacji Rozliczeń zapewnia realną skuteczność i elastyczność rozliczeń. Wprawdzie wieloletnie doświadczenia doprowadziły ongiś do sformułowania aż 23 procedur przeprowadzania rozliczeń, ale żywiołowy rozwój giełdy paryskiej w latach 80. ujawnił ich ograniczenia. Była to przede wszystkim niezdolność udźwignięcia aż takiej liczby transakcji, czego przejawem stała się niebywała ilość zawieszonych rozliczeń. Z problemem tym borykała się w latach 1987–88 specjalna komisja odwoławcza powołana do rozstrzygania sporów przez Stowarzyszenie Francuskich Instytucji Kredytowych (AFEC) i SBF.

Izba Kompensacji Rozliczeń umożliwia zastoso-

wanie nowoczesnych norm rozliczeń przyjętych też na innych rynkach [4], a zwłaszcza standardu, że przekazanie papierów i gotówki na konta partnerów transakcji następuje nie później niż trzeciego dnia po zawarciu transakcji lub dla kompensowanych rozliczeń miesięcznych trzeciego dnia od dokonania zamknięcia rozliczeń. Większe giełdy konkurujące między sobą w skali międzynarodowej dążą do dalszego skrócenia tego okresu. W Szwajcarii wynosi on już zaledwie 30 minut!

Gdy prewencja nie wystarcza, co przecież w życiu co pewien czas ma miejsce, nieuchronne stają się działania represyjne na różnych poziomach rynku papierów wartościowych. Dom maklerski uznający, że zaangażowanie klienta jest niewystarczająco pokryte, ma prawo unieważnić (wycofać) jego zlecenie. Idąc dalej, organy zarządzające rynkiem mogą w analogicznej sytuacji ograniczyć lub zawiesić działalność inkryminowanej instytucji. W takim jednak przypadku interesy jej klientów, których zlecenia są już w toku realizacji, są chronione przez automatyczną interwencję funduszu gwarancyjnego, na który solidarnie składają się zawczasu wszystkie domy maklerskie, a który służy wypełnianiu już powziętych zobowiązań zawieszanej instytucji.

Przegląd zasad deontologicznych i środków możliwych do stosowania w celu zapewnienia ich przestrzegania obejmuje bardzo szerokie spektrum spraw, szczególnie zaś kwestie notowania i obrotu giełdowego. Zasady etyczne dzielą się na dwie grupy: „prymatu interesu klienta” oraz „ochrony integralności rynku”.

Odnośnie pierwszej formułuje się cztery podstawowe reguły:

■ Pośrednik operacji finansowej na rynku papierów wartościowych (dom maklerski, bank) powinien w maksymalnie możliwy sposób poznać potrzeby klienta, a także upewnić się, czy klient rozumie zakres swego planu inwestowania i uświadomić mu ryzyko nierozłącznie związane z określonymi formami inwestowania.

■ Pośrednik powinien w sposób maksymalnie jasny określić stosunki, jakie nawiązuje z klientem, sprecyzować zakres usług i warunki ich świadczenia oraz zapewnić maksimum pełnych i natychmiastowych informacji o tych usługach.

■ Pośrednik musi dysponować wystarczającymi środkami finansowymi i technicznymi, aby wypełnić przyjęte zobowiązania.

■ Pośrednik powinien przestrzegać zasady prymatu interesu klienta, ewidentnie w sytuacjach, gdy działając tak na rachunek własny, jak i rachunek klienta, napotyka na konflikt interesów.

W kwestii ochrony integralności rynku sformułowano kolejne trzy podstawowe reguły:

■ Pośrednik musi znać i przestrzegać reguł gry zawartych w odpowiednich przepisach – tak co do ich litery, jak i ducha.

■ Pośrednik nie może wykorzystywać uprzywilejowanej pozycji, jaką z natury rzeczy zajmuje na

rynku. Odnosi się to zarówno do samych instytucji tego rynku, jak i poszczególnych ich pracowników. ■ Pośrednik prowadzący szeroką działalność finansową, co jest typowe dla banków, musi wystrzegać się wykorzystywania przez komórki zajmujące się obrotem papierami wartościowymi poufnych informacji pochodzących z innych sektorów tej instytucji.

Przestrzeganiu zasad deontologii służy przede wszystkim kształtowanie odpowiedniego poziomu świadomości. Nieuniknione jest jednak posługiwanie się prawem stanowionym, a więc spisaniem, kontrolami i karami. Prawo rozumie się na tym rynku szeroko. Za takie uważa się już wytyczne samorządu maklerskiego i stowarzyszeń domów maklerskich dotyczące: zasad udostępniania wiadomości tajnych, zakazu udzielania fałszywych informacji, zakazu nadużyć takich jak manipulacja kursem itp. Podstawowe uregulowania pochodzą jednak od parlamentu począwszy, a kończąc na instytucjach stojących na straży rynku, takich jak: w Polsce – Komisja Papierów Wartościowych (KPW) i giełda, a we Francji – Komisja Operacji Giełdowych (COB), Rada Giełd Papierów Wartościowych (CBV), Rada Rynków Terminowych (CMT) czy Komisja Bankowa. Również inne instytucje, szczególnie banki centralne, zazwyczaj uczestniczące lub nadzorujące rynek papierów wartościowych, opracowują własne uregulowania bądź czysto wewnętrzne, bądź w ramach ustawowych delegacji i obowiązków sprecyzowania pewnych zasad tego rynku. Nieustannie sprawowany jest nadzór w zakresie bieżących obowiązków poszczególnych instytucji – uczestników rynku. Szczególną kontrolę, z możliwością szerokiej ingerencji w wydarzenia, ich dokumentację oraz organizację instytucji rynku papierów wartościowych mają w swych rękach odpowiedniki polskiej Komisji Papierów Wartościowych (KPW). Dysponują one też zazwyczaj możliwością nakładania dotkliwych kar, wnoszenia

spraw do sądów powszechnych, gospodarczych i administracyjnych oraz inspirowania i nadzorowania postępowań naprawczych.

Mimo samorządowego charakteru giełd, które dosłownie od wieków były współwłasnością ograniczonego kręgu – dawniej kancelarii, a obecnie domów maklerskich, narasta poczucie ich ogólnoeconomicznego i ogólnopaństwowego znaczenia, a przez to umownego autorytetu państwowego. Po pierwsze, z uwagi na powszechność inwestowania w papiery wartościowe (we Francji na przykład ulokowano w nich ponad 30% oszczędności prywatnych). Po wtóre, z uwagi na charakter giełdy jako wyznacznika bieżącego stanu i tendencji rozwoju lub regresu całej gospodarki. Giełdy są więc, niezależnie od formalnego statusu, w pełnym tego słowa znaczeniu, instytucjami publicznymi. Tym samym to, co się w nich i wokół nich dzieje, nie może być społecznie obojętne. Stara zasada, że zaufanie jest ich najprawdziwszym i bezcennym kapitałem, staje się z każdym rokiem coraz bardziej namacalną prawdą, a nie tylko aforyzmem. Podobnie jak to, że niezależnie od stopnia nasycenia techniką, to jednak nie ona, ale jak zawsze ludzie decydują o obliczu rynku i giełdy. Ludzie o światłych umysłach i czystych rękach.

Janusz Zawila-Niedźwiecki

BIBLIOGRAFIA

- [1] DURAND M., *La Bourse*, Edition La Decouverte, Paryż 1990.
- [2] GELEDAN A., *La Bourse. Marché financier ou casino*, Edition Sirey, Paryż 1991.
- [3] Association de Formation de Professionnels de la Bourse *Organisation et fonctionnement du marché des valeurs mobilières*, Paryż 1990.
- [4] *Livraison contre paiement dans les systemes de règlement de titres*, Bank Rozliczeń Międzynarodowych, Bazylea 1992.

Autor jest pracownikiem Instytutu Organizacji Systemów Produkcyjnych Politechniki Warszawskiej i dyrektorem Działu Informatyki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Theodore G. Tyssen

Co robić, gdy po raz pierwszy zostajesz menedżerem

Pakiet ratunkowy

Pomóż • Sobie • Sam – Seria: Biznes
Wydawnictwo M & A Communications Polska Sp. z o.o.

Zarządzanie ludźmi to klucz do sukcesu menedżera. To ludzie tworzą końcowy rezultat, a menedżerowie są oceniani po wynikach, jakie osiągnęli ich podwładni. Książka ta dostarcza menedżerom praktycznej metody, opisującej krok po kroku, co należy robić – dzięki

której zarówno oni, jak i ich pracownicy osiągną możliwe najlepsze wyniki. Opisana tu metoda sprowadza wszelkie podstawy zarządzania do pięciu podstawowych etapów. Określają one, co powinieneś wiedzieć i robić by osiągnąć dobre wyniki w pracy i utrzymać je na wysokim poziomie przez dłuższy czas.

Nie musisz być początkującym menedżerem, by odnieść z tej metody wymierne korzyści. Na podstawie najnowszej teorii i praktyki w zarządzaniu dostarcza ona aktualnych, praktycznych informacji, które doświadczeni menedżerowie wykorzystują do odświeżania swego stylu zarządzania.