

Bogna Janik

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

MODEL SYSTEMU REKOMPENSAT DLA INWESTORÓW GIEŁDOWYCH W POLSCE NA TLE TENDENCJI INTEGRACYJNYCH RYNKU FINANSOWEGO W UNII EUROPEJSKIEJ

1. Wstęp

W kształtowaniu jednolitego rynku finansowego w Unii Europejskiej ważna jest przejrzystość i bezpieczeństwo usług finansowych. Jednym ze sposobów osiągnięcia tego celu jest harmonizacja regulacji rynku usług finansowych zmierzająca do stworzenia niezbędnych podstaw bezpieczeństwa dla klientów przedsiębiorstw inwestycyjnych oraz wspólnych wymagań dla tych przedsiębiorstw w krajach członkowskich¹. Równocześnie tworzy się nowa „architektura finansowa”, która stanowi dodatkowe wyzwanie o charakterze regulacyjnym dla zjednoczonego rynku finansowego UE. Procesy te oraz specyfika polskiego rynku finansowego kreują dylematy dotyczące kształtu instytucjonalnego polskiej sieci bezpieczeństwa finansowego (*safety net*) na tle tendencji integracyjnych rynku finansowego w Unii Europejskiej.

System rekompensat dla inwestorów giełdowych jest jednym z ogniw sieci bezpieczeństwa finansowego chroniącym drobnego inwestora przed utratą środków pieniężnych i instrumentów finansowych w przypadku upadłości przedsiębiorstw inwestycyjnych². System ten nie chroni inwestora przed skutkami jego decyzji polegających na inwestycjach w instrumenty finansowe, w wyniku których następuje np. zmniejszenie ich wartości rynkowej, a jedynie przed utratą środków pie-

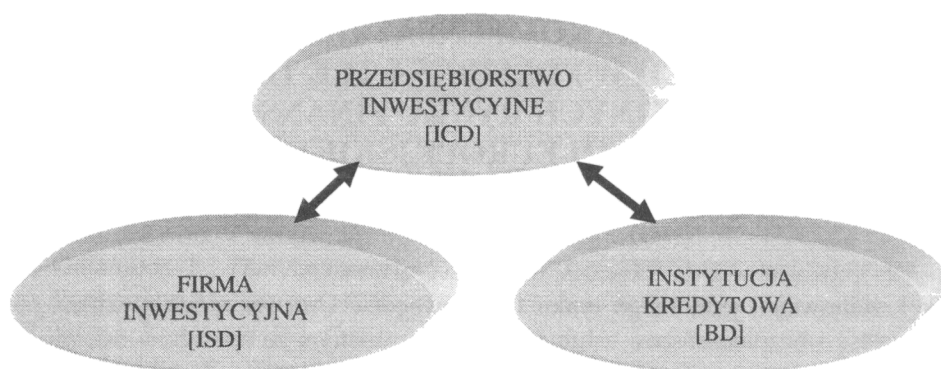
¹ Analiza doświadczeń światowych wskazuje, że inwestorzy i emitenci migrują raczej do reżimów lepiej regulowanych, co oznacza pozytywny arbitraż regulacyjny. Inwestorzy poszukują systemów, które najlepiej zabezpieczają ich prawa i interesy, wążąc przy tym potencjalne zyski i ryzyko, zaś emitenci „przesuwają się” za inwestorami na rynki, gdzie mogą uzyskać najniższy koszt kapitału, szerzej: [2].

² Szerzej: [21].

niężnych lub instrumentów finansowych zgromadzonych na rachunkach inwestycyjnych, w przypadku gdy przedsiębiorstwo inwestycyjne staje się niewypłacalne³.

2. Typologia przedsiębiorstw inwestycyjnych

Przedsiębiorstwa inwestycyjne zostały zdefiniowane w dyrektywie w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów (*Investor Compensation Directive* – ICD) [5]. W myśl tej dyrektywy przedsiębiorstwami inwestycyjnymi są zarówno instytucje kredytowe zdefiniowane zgodnie z dyrektywą bankową (*Banking Directive* – BD)⁴, lecz ograniczone tylko do działalności inwestycyjnej, jak i firmy inwestycyjne zdefiniowane przez dyrektywę w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (*Investment Services Directive* – ISD [3]; patrz rys. 1).



Rys. 1. Typologia przedsiębiorstwa inwestycyjnego według dyrektywy unijnej

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z dyrektywą ISD, koncesjonowaną firmą inwestycyjną jest każda osoba prawna, której stałym zajęciem lub przedmiotem działalności jest profesjonalne świadczenie usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich. W konwencji dyrektyw instytucją kredytową jest instytucja koncesjonowana, zgodnie z dyrektywą bankową, której zezwolenie na działalność obejmuje jedną lub wiele usług inwestycyjnych wymienionych w dyrektywie ISD.

³ Pojęcie niewypłacalności przedsiębiorstw inwestycyjnych jest odrębnie unormowane w poszczególnych krajach UE. W przypadku polskim jest to zarówno ogłoszenie upadłości domu maklerskiego, jak i prawomocne oddalenie wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na to, że majątek tego domu maklerskiego nie wystarcza zarówno na zaspokojenie kosztów postępowania, jak i stwierdzenie przez KPWiG, że dom maklerski nie jest w stanie, z powodów ściśle związanych z sytuacją majątkową, wykonać ciężących na nim zobowiązań wynikających z roszczeń inwestorów.

⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 20 marca 2000 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe 2000/12/EC, zmieniająca dotychczasowe dyrektywy, pierwszą dyrektywę Rady 77/780/EWG i drugą dyrektywę Rady 89/646/EWG.

Ochronie podlegają środki klientów posiadających rachunki inwestycyjne w firmie inwestycyjnej i instytucji kredytowej. W instytucjach kredytowych występował już wcześniej system ochrony środków pieniężnych (depozytów) zgromadzonych na rachunkach bankowych. Regulowała to dyrektywa w sprawie gwarantowania depozytów (*Deposit Guarantee Schemes – DGS*) [4]. Z kolei środki pieniężne utrzymywane na rachunkach inwestycyjnych (to znaczy rachunkach, które prowadzi się w celu przeprowadzania operacji inwestycyjnych), nie podlegały ochronie na bazie wymienionej dyrektywy w instytucjach kredytowych, dlatego też instytucje kredytowe zostały zobowiązane do jednoznacznego rozróżnienia środków pieniężnych pochodzących z operacji inwestycyjnych i działalności depozytowej oraz zastosowania jednego, przejrzystego sposobu ochrony klienta, bez potrzeby ustanawiania osobnego systemu ochrony.

3. Proces integracji europejskiej

Proces kształtowania jednolitego rynku kapitałowego w UE przebiega obecnie według propozycji zespołu Lamfalussy'ego⁵, która dotyczy m.in. ustanowienia czteropoziomowej procedury decyzyjnej, mającej na celu przyspieszenie tworzenia prawa wspólnotowego oraz stworzenie możliwości szybkiego dostosowania rozwiązań prawnych do zmian zachodzących na rynku przy zachowaniu dobrej jakości aktów prawnych oraz udziału podmiotów rynku w procesie ich tworzenia.

W proces harmonizacji europejskiego rynku papierów wartościowych duży wkład ma Grupa Giovanniego⁶. Podstawowa część wykonywanej przez grupę pracy polega na badaniu obszarów, w których brak harmonizacji i wynikająca z tego fragmentacja rynku powodują wzrost kosztów i nieefektywności oraz uniemożliwiają stworzenie wspólnego europejskiego rynku usług finansowych [11, s. 55-57].

Prace zespołu Lamfalussy'ego i Grupy Giovanniego wprowadzają znaczący postęp w zakresie procesów regulacyjnych dla integrującego się unijnego rynku kapitałowego, gdyż dotychczas regulatorzy unijnej sfery papierów wartościowych nie dysponowali ponadnarodowym forum wymiany poglądów, w przeciwieństwie do regulatorów w zakresie bankowości, którzy działali w ramach ogólnoswiatowego, nieformalnego regulatora, tzn. Banku Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements – BIS*).

Dynamiczne zmiany na rynkach krajowych, kształtowanie jednolitego rynku w ramach Strategii lizbońskiej oraz rozwój rynku globalnego stanowią nowe wyzwania dla instytucjonalnego kształtu sieci bezpieczeństwa (*safety net*).

⁵ Dotyczy ona tworzenia, konsultowania i wdrażania nowych rekomendacji i rozwiązań integrujących rynek papierów wartościowych w UE.

⁶ Działa ona pod auspicjami Komisji Europejskiej. Do jej obowiązków należy określenie, jakie bariery w krajach UE stanowią przeszkodę w osiągnięciu wspólnego rynku usług finansowych w Europie.

W odniesieniu do rynków kapitałowych⁷ instytucjonalną sieć bezpieczeństwa tworzą:

- instytucje nadzoru na rynku kapitałowym,
- instytucje zajmujące się ochroną inwestorów giełdowych⁸.

Kwestia struktury instytucjonalnej nadzoru jest ostatnio szeroko dyskutowana w wielu krajach. Podstawą do prowadzenia takiej debaty są zmiany zachodzące na rynkach finansowych. Należy uwzględnić fakt, że struktura instytucji regulacyjnych w wielu krajach powstała dla odmiennego systemu finansowego niż ma to miejsce obecnie, to znaczy takiego, w którym sektor bankowy był dominujący. Procesy internacjonalizacji i konsolidacji sektora finansowego spowodowały, że głównymi podmiotami na rynku finansowym są obecnie konglomeraty finansowe, tzn. grupy spółek bankowych, ubezpieczeniowych, factoringowych, zarządzających aktywami i innych wzajemnie powiązanych kapitałowo. Powiązania kapitałowe umożliwiają wielokrotne zaliczanie do kapitałów własnych tych samych środków oraz „omijanie” regulacji ostrożnościowych, ze względu na brak zintegrowanego nadzoru. Obserwowane już od dłuższego czasu procesy tworzenia się konglomeratów finansowych niewątpliwie skłoniły władze niektórych krajów do wprowadzenia nadzoru skonsolidowanego.

W europejskiej debacie o przyszłości nadzoru nad rynkami finansowymi nie ma jednomyślności. Widoczne są dwa skrajne poglądy. Zgodnie z pierwszym jednolity rynek finansowy wymaga jednolitego scentralizowanego nadzoru⁹ i podważa skuteczność działania krajowych rozdrobnionych nadzorców. Drugi dotyczy tego, że krajowi nadzorcy na wspólnym rynku skuteczniej pełnią funkcje nadzorcze, a na potrzeby wspólnego rynku nie jest konieczna centralizacja, lecz jedynie ujednolicenie regulacji i ściślejsza koordynacja lokalnych nadzorców¹⁰ [14, s. 30].

Koncepcji instytucjonalnej integracji unijnego rynku kapitałowego nie towarzyszy koncepcja budowy paneuropejskiego systemu rekompensat. Obecny system rekompensat dla inwestorów giełdowych, zgodnie z dyrektywą ICD 97/9/EC, nie zakłada pełnej integracji na poziomie Unii (w wymiarze pionowym), jedynie możliwość konsolidacji w wymiarze poziomym z systemem gwarantowania depozytów.

W zwiększaniu efektywności działania rynków kapitałowych i tym samym w sprawnym funkcjonowaniu alokacji kapitału duże znaczenie ma poziom integracji międzysystemowej. Pojęcie integracji międzysystemowej oznacza w tym przypadku proces konsolidacji – w wymiarze pionowym – instytucji depozytowo-rozliczeniowych i giełd papierów wartościowych.

⁷ W odniesieniu do rynków finansowych instytucjonalną sieć bezpieczeństwa tworzą dodatkowo banki centralne oraz systemy ochrony deponenta.

⁸ Niektórzy autorzy do instytucjonalnej sieci bezpieczeństwa finansowego zaliczają także rząd.

⁹ Powołanie Scentralizowanego Europejskiego Nadzoru nad Rynkami Finansowymi wymaga zmiany porządku prawnego określonego w traktacie UE. Koncepcja ta obecnie nie może liczyć na wsparcie większości politycznej, za [14, s. 29].

¹⁰ Pomiędzy tymi skrajnymi poglądami jest szereg koncepcji pośrednich, które zostały zaprezentowane w pracach Rosa. M. Lastra i Dirka Schoenmarkera, zob: [12] (za: [14, s. 29]).

Przesłanką, dla której należy prowadzić integrację międzysystemową na poziomie unijnym, jest to, że transgraniczne operacje instrumentami finansowymi na europejskim rynku kapitałowym obciążone są dużym ryzykiem prawnym. Ryzyko to objawia się dużą różnorodnością rozwiązań w krajach członkowskich, co powoduje brak spójności w momencie realizacji transakcji finansowych na całym obszarze unijnym. Szczególnie jest to widoczne w obszarze rozliczeń pomiędzy partnerami transakcji. Oznacza to, że brak koordynacji działań w tym zakresie zwiększa ryzyko ich realizacji¹¹.

Obecnie na obszarze UE nie działa jednolity system depozytowo-rozliczeniowy¹². Każdy z krajów członkowskich UE posiada swój własny system, częściowo zintegrowany z systemami innych krajów. Są też kraje członkowskie, w których systemy takie działają rozłącznie, co ma swoje uzasadnienie praktyczne, mianowicie system depozytowy pełni funkcję depozytową, a system rozliczeniowy – rozliczeniową i gwarancyjną. Funkcja depozytowa polega na rejestracji papierów wartościowych na rachunkach uczestników obrotu, funkcja rozliczeniowa – na dokonywaniu rozliczeń pomiędzy stronami transakcji, a funkcja gwarancyjna¹³ – na gwarancji transakcji pomiędzy stronami.

Instytucja pełniąca funkcje depozytowe jest instytucją będącą przykładem *utilities (services of general economic interest, services d'utilite publique)*, czyli instytucji pełniącej funkcje publiczne. Instytucja rozliczeniowa pełniąca funkcje rozliczeniowe i gwarancyjne jest instytucją *commercial undertaking*, tzn. zorientowaną rynkowo. Obecnie widoczna jest presja ze strony Europejskiego Banku Centralnego, aby instytucje takie działały rozłącznie, właśnie ze względu na realizację różnych funkcji, mających inne znaczenie dla rynku.

Integracja międzysystemowa, szczególnie w obszarze rozliczeniowym na terenie UE, może spowodować, że zwiększą się możliwości działania inwestora na zintegrowanym rynku kapitałowym przejawiające się swobodą wyboru miejsca zawarcia transakcji, systemu rozliczeniowego czy instytucji pośredniczącej. Obecnie na poziomie Unii Europejskiej przygotowywana jest dyrektywa w zakresie rozliczeń (*clearing and settlement*) w celu usprawnienia europejskiego systemu rozliczeń.

Kolejnymi instytucjami wyznaczającymi poziom integracji międzysystemowej są giełdy papierów wartościowych. Giełdy powinny stwarzać warunki do płynności na rynku lokalnym. Powinny także poprzez aliance tworzyć „wspólne parkiety” dla grup produktów obejmujących więcej niż jeden rynek. Na europejskim rynku kapi-

¹¹ Zgodnie z raportem Giovanniego, także koszty transakcji transgranicznych są wyższe niż krajowych, co stanowi istotną barierę integracji rynku kapitałowego, tłumaczenie własne z: [15, s. 6].

¹² Przykładem zastosowania skonsolidowanego systemu rozliczeniowo-depozytowego jest rozwiązanie przyjęte w Stanach Zjednoczonych. Z doświadczeń amerykańskich wynika, że konsolidacja instytucji depozytowo-rozliczeniowej, pomimo tworzenia swoistego monopolu, nie wpływa negatywnie na realizowanie transakcji na rynku kapitałowym, gdyż możliwość synergii w zakresie rozliczeń zwiększa szybkość i bezpieczeństwo transakcji finansowych oraz zmniejsza koszty dla klienta.

¹³ Funkcja gwarancyjna wiąże się z tym, że strony transakcji na rynku kapitałowym są anonimowe. W celu zapewnienia bezpieczeństwa rozliczeń musi istnieć instytucja i która będzie pośrednikiem transakcji i weźmie na siebie odpowiedzialność za bezpieczeństwo rozliczeń.

tałowym istnieją już wspólne płaszczyzny obrotu, jak chociażby Euronext (łączna giełda papierów wartościowych dla Belgii, Francji, Holandii i Portugalii). Według rekomendacji unijnych, paneuropejska giełda papierów wartościowych nie jest konieczna, a wręcz przeciwnie, stworzenie monopolu może doprowadzić do sytuacji, w której nie będzie motywacji do pozyskiwania nowych emitentów.

W zakresie tworzenia europejskiego rynku kapitałowego Unia podąża drogą unifikacji przepisów, którą można nazwać odgórną integracją. Jednakże jest także inna, nie mniej ważna ścieżka rozwoju europejskiego rynku kapitałowego. Dotyczy ona integracji oddolnej, która dokonuje się poprzez procesy koncentracji i migracji rynków (emitentów, inwestorów i pośredników).

4. Model systemu rekompensat

Celem systemu rekompensat jest ochrona drobnego inwestora. Poprzez osiągnięcie takiego celu system powinien zwiększać zaufanie inwestora do instytucji rynku finansowego. Analiza zarówno zagadnień teoretycznych, jak i analiza porównawcza działających systemów [9, s. 117] pozwala na określenie modelu, który spełnia funkcję celu. Model taki powinien mieć następujące cechy (zob. tab. 1):

- powinien być to system formalny (*explicite*) o jasno określonych zasadach działania zrozumiałych dla inwestorów, także zagranicznych,
- powinien być to system obligatoryjny dla wszystkich podmiotów systemu,
- podmiotami systemu powinny być wszystkie przedsiębiorstwa inwestycyjne,
- powinien być usytuowany w sieci bezpieczeństwa finansowego (*safety net*) danego kraju,
- wysokość rekompensat powinna być ustalona na takim poziomie, aby zapewnić ochronę inwestora o przeciętnym poziomie oszczędności i przeciwdziałać hazardowi moralnemu ze strony inwestorów,
- system powinien kumulować składki płacone przez podmioty systemu, aby móc je gromadzić w sposób przeciwykliczny,
- składki pobierane na fundusz systemu powinny być uzależnione od ryzyka działalności,
- powinien być wyznaczony poziom docelowy funduszu gwarancyjnego (*target fund*),
- powinien mieć zapewniony dostęp do finansowania dodatkowego w przypadku wyczerpania środków będących w jego dyspozycji.

Tabela 1. Cechy wzorcowego modelu systemu rekompensat

Cechy modelu wzorcowego	
<i>Występują w polskim systemie</i>	<i>Nie występują w polskim systemie</i>
Formalny	Powszechny
Obligatoryjny	Usytuowany w sieci bezpieczeństwa finansowego
Chroniący drobnego inwestora	Składki na fundusz uzależnione od ryzyka
Fundusz o charakterze akumulacyjnym	Fundusz o ustalonym poziomie docelowym
	System z możliwością dodatkowego finansowania

Źródło: opracowanie własne.

W polskim systemie rekompensat zgodne z modelem są cztery z dziewięciu cech, a mianowicie:

1. Formalność – zasady działania systemu rekompensat zostały unormowane w ustawie [20].

2. Obligatoryjność – uczestnictwo w systemie jest obowiązkowe dla wszystkich podmiotów wymienionych w ustawie [20].

3. Chroniący drobnego inwestora – limit ochrony zastosowany w polskim systemie (22 000 euro) – pomimo że nie jest zbyt wysoki w ujęciu nominalnym, to jednak realnie należy do najwyższych w UE.

4. Akumulacyjny charakter funduszu systemu.

W polskim systemie nie występują pozostałe cechy modelu, dlatego też wymaga on modyfikacji w pięciu zakresach.

Pierwszy dotyczy powszechności systemu. Obecnie podmiotami polskiego systemu są domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską oraz banki powiernicze. Jak wskazuje analiza systemów w krajach UE 15 i USA, zakres podmiotowy systemu może być bardziej rozległy i obejmować także fundusze inwestycyjne (w krajach UE 15 przynależą obligatoryjnie), fundusze emerytalne czy fundusze ubezpieczeniowe.

Drugi dotyczy usytuowania w sieci bezpieczeństwa finansowego. Polski system rekompensat podlega pod Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW), który nie jest postrzegany jako instytucja sieci bezpieczeństwa finansowego. W związku z tym istnieje konieczność znalezienia dla niego nowego usytuowania w tej sieci. KDPW jest instytucją depozytowo-rozliczeniową. Oznacza to, że prowadzi centralny depozyt papierów wartościowych oraz dokonuje rozliczeń transakcji zawieranych na rynku kapitałowym, jest centralnym partnerem transakcji (*Central Counterparty*). Instytucja depozytowo-rozliczeniowa oraz system rekompensat pełnią konkurencyjne funkcje na rynku finansowym, z tego też powodu system rekompensat powinno się wydzielić organizacyjnie z KDPW. Zgodnie z wytycznymi UE¹⁴, KDPW nie odgrywa typowej roli centralnego partnera transakcji (*Central Counterparty*), ale bez wątpienia KDPW pełni funkcję quasi-CCP poprzez szereg procedur rozliczeniowych dla rozliczeń zarówno w pieniądzu, jak i w papierach wartościowych – zatwierdzanych przez KPWiG. Należą do nich: bezpośredni nadzór na systemem ewidencji uczestników rozliczających transakcje, rozliczenia przeprowadzane w pieniądzu banku centralnego oraz zarządzanie elementami gwarantującymi prawidłowe rozliczanie banku centralnego oraz zarządzanie elementami gwarantującymi prawidłowe rozliczanie transakcji. Na przykład Fundusz Rozliczeniowy¹⁵ jest uznawany przez zagraniczne instytucje depozytowo-rozliczeniowe za instytucję spełniającą surowe kryteria bezpiecznych rozliczeń.

¹⁴ Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements, 30 June 2005 [online], [dostęp 22.02.2006], dostępny w: http://europa.eu.int/comm/competition/general_info/securities/comments/finnish_competition_authorities_en.pdf.

¹⁵ Fundusz Rozliczeniowy utworzony jest z wpłat swoich uczestników. Celem funduszu jest zapewnienie wykonania rozliczeń w przypadku braku środków pieniężnych niezbędnych do rozliczenia transakcji na rachunku uczestnika.

Trzeci dotyczy sposobu finansowania systemu, który musi zapewnić środki na osiągnięcie jego celów, jednocześnie nie będzie nadmiernie obciążać podmiotów systemu i będzie przeciwdziałał zachowaniom takim, jak „jazda na gapę” czy negatywna selekcja. Rozwiązanie takie może być realizowane poprzez zastosowanie zróżnicowanego uzależnionego od ryzyka prowadzonej działalności poziomu składek na system.

Czwarty dotyczy możliwości utworzenia funduszu docelowego systemu. Fundusz taki pozwoli na zmniejszenie ryzyka polegającego na braku wypłacalności systemu.

Piąty dotyczy możliwości utworzenia dodatkowego finansowania systemu z uwzględnieniem różnych źródeł (takich jak: rządowych czy innych instytucji finansowych) na warunkach rynkowych.

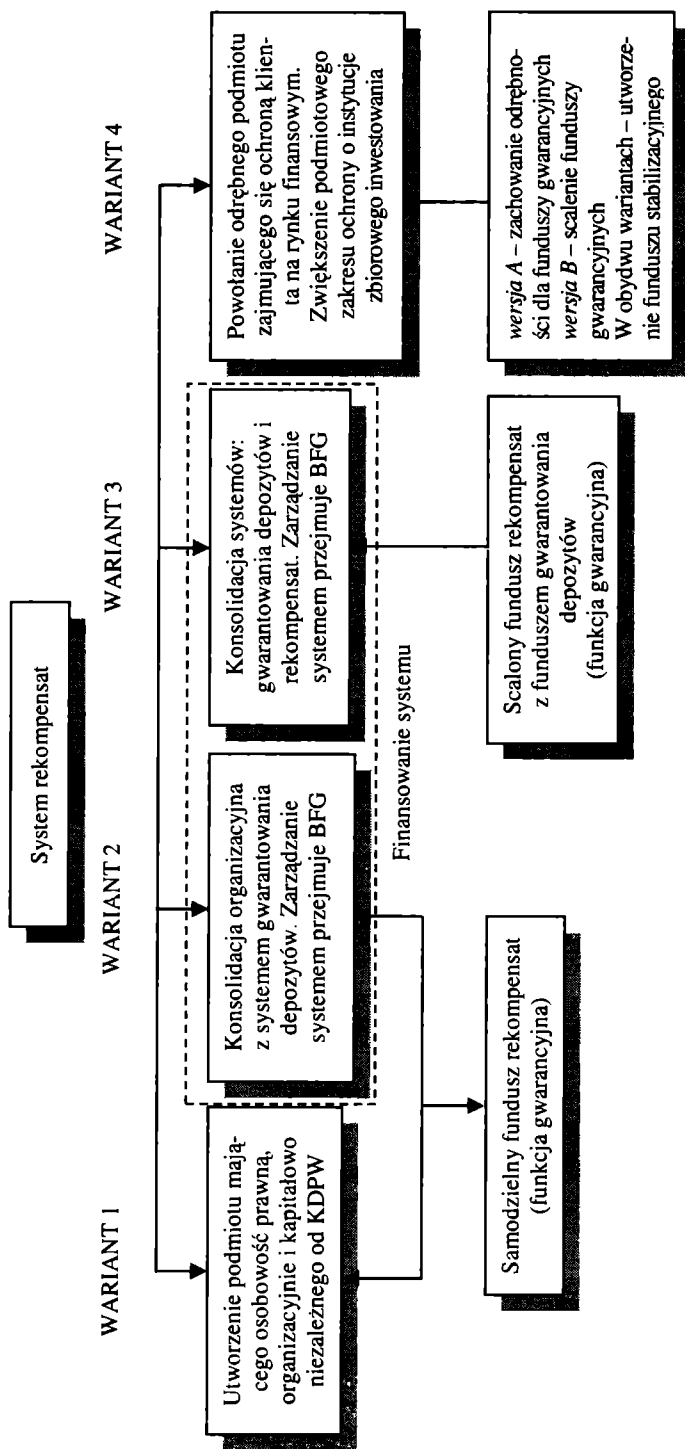
Jednocześnie polski system rekompensat musi uwzględniać procesy zachodzące nie tylko na krajowym rynku finansowym, ale także na rynku zintegrowanym, które są efektem jednolitej polityki gospodarczej UE. Dotyczy to szczególnie zniesienia barier skuteczności przepływu kapitału i w efekcie zapoczątkowanie procesów konsolidacji poszczególnych instytucji sieci bezpieczeństwa czy procesów integracji międzysystemowej.

5. Analiza wariantów organizacyjno-finansowych modelu

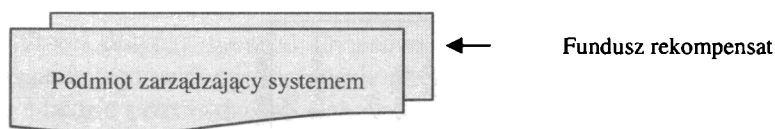
Po uwzględnieniu cech modelu wzorcowego i założeń przyjętych dla modelu polskiego opracowano jego cztery warianty (patrz rys. 2). Warianty te skonstruowano z uwzględnieniem metody idealizacji i konkretyzacji. Zostały one wyidealizowane ze względu na jedną cechę, a mianowicie powszechność ochrony. W dalszej części opracowania poprzez dodanie cech charakterystycznych dla polskiego rynku kapitałowego o charakterze prawnym, ekonomicznym i społecznym zaproponowano wariant modelu najbardziej odpowiadający warunkom polskim.

Wariant 1 (*samodzielny*; patrz rys. 3) przewiduje powołanie samodzielnego organizacyjnego podmiotu zarządzającego systemem rekompensat¹⁶. Powołanie samodzielnej instytucji, bez wsparcia organizacyjnego, jakim jest w tej chwili KDPW, wiązałoby się z dużym obciążeniem dla podmiotów systemu, a pośrednio klientów tych instytucji. Wynika to m.in. z niskich aktywów funduszu systemu rekompensat oraz krótkiej historii jego działania i tym samym braku doświadczeń. Takie rozwiązanie można zastosować w momencie zwiększenia liczby podmiotów objętych systemem rekompensat, co będzie skutkować wzrostem wartości jego aktywów. Spełnienie tych warunków jest również możliwe w momencie gwałtownego rozwoju rynku kapitałowego.

¹⁶ Istnieje także możliwość oddania kompetencji związanych z zarządzaniem systemem Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG). W przypadku przynależności organizacyjnej pod KPWiG, nawet gdyby był spełniony warunek związany z obligatoryjną przynależnością do sieci bezpieczeństwa finansowego, to istniałaby konieczność powołania niezależnej komórki zajmującej się zarządzaniem systemem rekompensat, co także spowoduje zwiększenie kosztów działalności systemu.



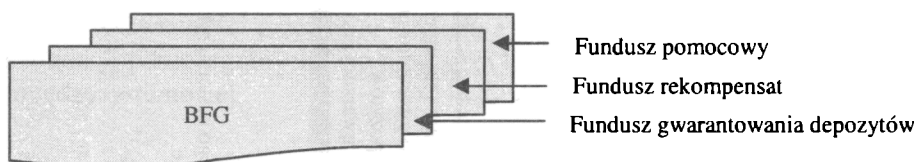
Rys. 2. Warianty modelu organizacyjno-finansowego systemu rekompensat
Źródło: opracowanie własne.



Rys. 3. Wariant 1 (samodzielny)

Źródło: opracowanie własne.

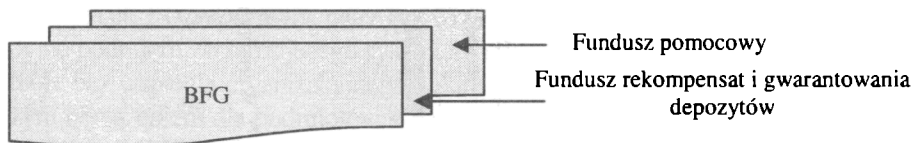
Wariant 2 (częściowej konsolidacji; patrz rys. 4) przewiduje organizacyjną konsolidację systemu rekompensat z systemem gwarantowania depozytów i zarządzanie funduszami systemu rekompensat przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG). Rozwiązanie to pozwala na takie zarządzanie funduszami, aby można było optymalizować koszty systemowe w ramach koncepcji ochrony klienta (inwestora i deponenta), np. poprzez czasowy transfer środków między poszczególnymi funduszami w formie zabezpieczonej pożyczki [16, s. 465].



Rys. 4. Wariant 2 (częściowej konsolidacji)

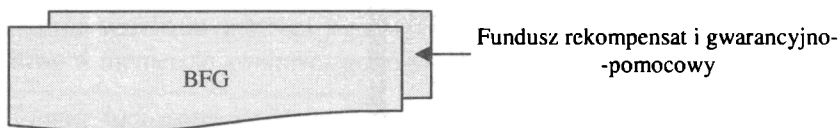
Źródło: opracowanie własne.

WARIANT 3a (całkowitej konsolidacji; patrz rys. 5) przewiduje pełną konsolidację organizacyjną i finansową funduszy gwarancyjnych i rekompensacyjnych, tj. konsolidację funduszu rekompensat i gwarantowania depozytów w jeden fundusz, z pozostawieniem wydzielonego funduszu pomocowego. Wariant 3b (całkowitej konsolidacji; patrz rys. 6) przewiduje przyłączenie funduszu rekompensat do skonsolidowanego funduszu gwarancyjno-pomocowego¹⁷.



Rys. 5. Wariant 3a (całkowitej konsolidacji)

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 6. WARIANT 3b (całkowitej konsolidacji)

Źródło: opracowanie własne.

¹⁷ Wybór pomiędzy wariantami 3a i 3b uzależniony jest od zmian w ramach polityki dotyczącej finansowania funduszu ochrony deponenta. Obecnie na poziomie BFG dyskutowana jest możliwość, wzorem amerykańskiego systemu, konsolidacji funduszy w jeden, tzw. gwarancyjno-pomocowy.

Zgodnie z dyrektywą ICD, nie ma przeszkód do łączenia wymienionych systemów, a nawet w wielu krajach UE 15 rozwiązanie takie zostało zastosowane. W wymiarze polskim taki sposób konsolidacji wiąże się z oddaniem kompetencji dotyczących budowania i zarządzania systemem rekompensat dla inwestorów giełdowych Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu. Za połączeniem obu systemów i oddania kompetencji BFG przemawia dodatkowo fakt, iż BFG jest na rynku polskim instytucją, która od 11 lat pełni funkcję gwarancyjną (*pay box*) i pomocową (*risk minimizer*) dla sektora bankowego. BFG na rynku polskim posiada największe doświadczenie w zakresie ochrony deponenta. Równocześnie większość domów maklerskich działających na polskim rynku jest organizacyjnie i kapitałowo powiązana z bankami¹⁸. BFG dokonuje oceny ryzyka występującego na rynku finansowym. W tym celu posługuje się różnorodnymi metodami analiz sytuacji ekonomiczno-finansowej sektora bankowego i poszczególnych banków oraz ustawicznie monitoruje banki. BFG realizuje także funkcję pomocową, której celem jest stabilność finansowa.

Dodatkowym argumentem przemawiającym za konsolidacją obydwu systemów jest obecny sposób finansowania systemu rekompensat. Polski fundusz rekompensat ma charakter akumulacyjny i jest w fazie gromadzenia środków na pokrycie wypłat, a opłaty na system, wnoszone przez przedsiębiorstwa inwestycyjne, wynoszą średnio 10 mln zł rocznie¹⁹, dlatego też nagłe wypłaty z systemu mogą doprowadzić do jego destabilizacji, a nawet braku wypłacalności. Skorzystanie z zaplecza finansowego w postaci środków, którymi dysponuje BFG (np. w formie pożyczki), wpłynęłoby na zwiększanie realizacji funkcji systemu rekompensat.

W tym miejscu należy także rozważyć możliwość pożyczania środków pieniężnych z rynku finansowego. Analiza doświadczeń zagranicznych zarówno w UE 15, jak i w USA wskazuje na możliwość realizowania takiej formy finansowania w momencie znacznego obniżenia aktywów funduszu. Poziom zadłużenia i osoba pożyczkodawcy jest unormowana indywidualnie w każdym z krajów. Ciekawy przykład stanowią rozwiązania Francji, gdzie system emituje certyfikaty depozytowe, które mogą być zakupywane przez przedsiębiorstwa inwestycyjne. Są to wierzycielności tych przedsiębiorstw. Certyfikaty takie oprocentowane są w wysokości nie przekraczającej oprocentowania 10-letnich papierów dłużnych Skarbu Państwa, a odsetki od certyfikatów depozytowych są zyskiem dla przedsiębiorstw inwestycyjnych. Fundusz może wykorzystać środki pochodzące ze zbycia certyfikatów depozytowych, w części lub w całości, na wypłatę rekompensat, w sytuacji gdy środki zgromadzone ze składek rocznych nie są wystarczające do pokrycia szkód związanych z upadłością przedsiębiorstw inwestycyjnych.

¹⁸ Z 41 podmiotów objętych systemem rekompensat, działających na polskim rynku kapitałowym w 2004 r. 8 były to banki prowadzące działalność maklerską, a 33 – podmioty niezależne, z tym że wśród tych ostatnich 27 było kapitałowo powiązanych z bankami.

¹⁹ Jest to średnia z pięciu lat działalności funduszu.

Konsolidacja systemów nie oznacza powstania jednolitego funduszu systemu, tym bardziej, że polski fundusz systemu rekompensat ma charakter akumulacyjny, jest systemem *ex ante*, a w przypadku funduszu ochrony środków gwarantowanych (FOŚG) banki lokują aktywa stanowiące pokrycie funduszu w skarbowych papierach wartościowych i bonach pieniężnych NBP w wysokości ustalonej corocznie przez Radę BFG, tzn. jest systemem *ex post*²⁰. Oznacza to niejednorodność gromadzenia środków, natomiast nie wyklucza utworzenia subsystemu systemu rekompensat. Taką formę konsolidacji przewiduje wariant 2.

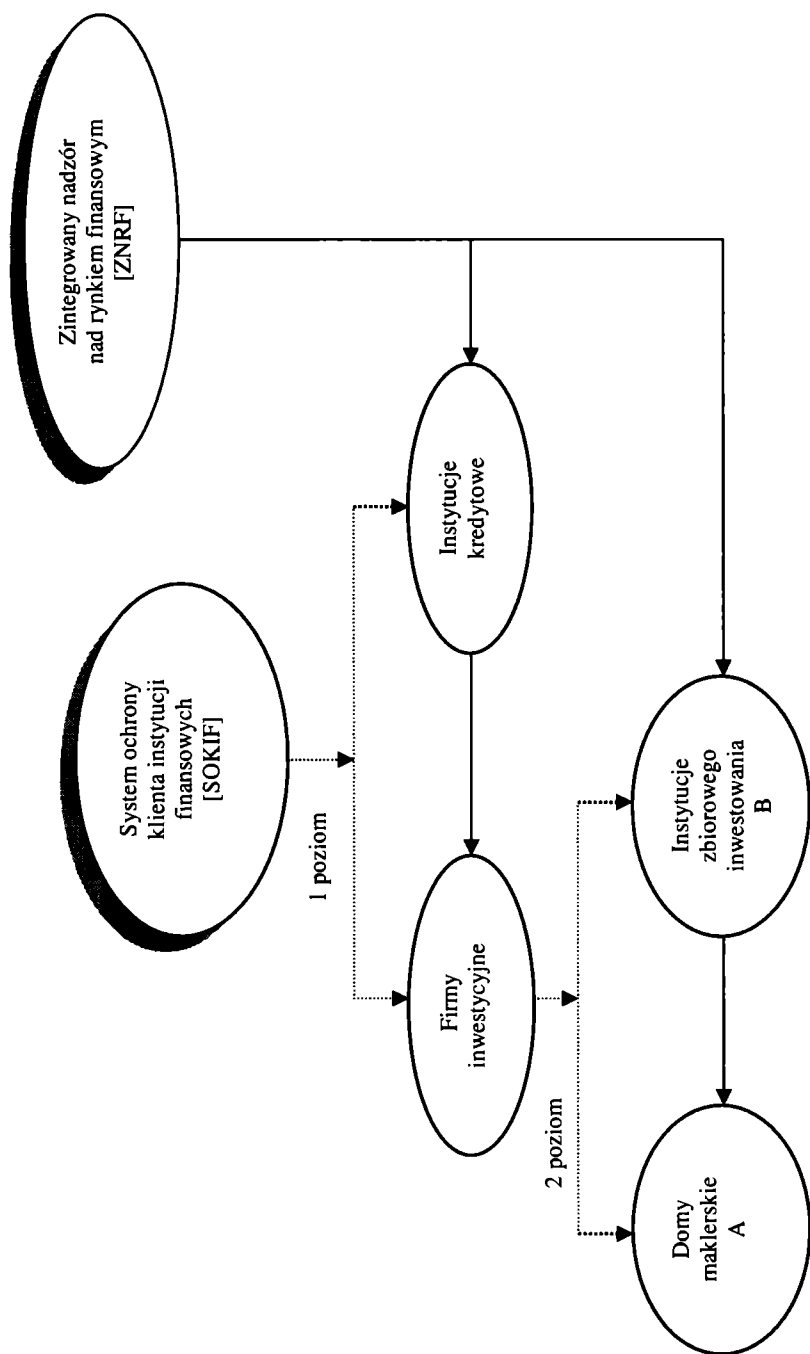
W wariantcie 3 (pełnej konsolidacji a i b) przewiduje się konsolidację funduszy. Wersja 3a przewiduje konsolidację funduszy gwarancyjnych i rekompensacyjnych, a wersja 3b dodatkowo konsolidację z funduszem pomocowym. Wersja 3a wymaga ujednolicenia gromadzenia środków na fundusz oraz dodatkowo zmian w sposobie finansowania funduszu pomocowego. Obecnie trudność w konsolidacji funduszy polega na tym, że fundusz pomocowy jest współfinansowany przez NBP (50% obowiązkowych opłat wnoszą banki), a taki sposób finansowania kłóci się z założeniami systemów gwarancyjnych czy rekompensacyjnych, w których szczególnie silnie podkreśla się, że systemy takie powinny działać na zasadzie samofinansowania. Obecnie żaden z banków centralnych w krajach UE 15 nie współfinansuje działalności funduszy gwarancyjnych czy rekompensacyjnych, dlatego też w momencie konsolidacji funduszy gwarancyjnego i rekompensacyjnego z pomocowym należy zrezygnować z funkcji refinansowej NBP.

Wariant 4 (integracyjny) przewiduje utworzenie systemu ochrony klienta. Oznacza to połączenie systemu rekompensat dla inwestorów giełdowych i systemu gwarantowania depozytów oraz powołanie nowej instytucji, tj. systemu ochrony klienta instytucji finansowych (SOKIF), zrzeszającej dodatkowo fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i ubezpieczeniowe. Wariant 4 (integracyjny) można realizować dla dwóch koncepcji organizacji nadzoru nad rynkiem finansowym²¹. Pierwsza, która zakłada segmentację nadzoru nad rynkiem finansowym – wariant 4 (integracyjny; koncepcja 1), i druga, która zakłada powstanie zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym i powołanie „meganadzorcy” – wariant 4 (integracyjny; koncepcja 2) (patrz rys. 7).

SOKIF działa na dwóch poziomach. Na pierwszym poziomie (1 poziom) następuje podział na instytucje zobowiązane do udziału w systemie, zgodnie z typologią przedsiębiorstw inwestycyjnych, tzn. na firmy inwestycyjne i instytucje kredytowe. Poziom drugi (2 poziom) obejmuje instytucje powstałe w ramach podziału firm inwestycyjnych. Na tym poziomie następuje rozgraniczenie na podmioty, które dokonują inwestycji w imieniu klienta indywidualnego (2 poziom A) i podmioty zbiorowego inwestowania (2 poziom B). Zakłada się, że funkcje SOKIF będą takie same w obu koncepcjach, zmieni się natomiast jego położenie w instytucjonalnej sieci bezpieczeństwa finansowego.

²⁰ Niekiedy w literaturze przedmiotu określa się go funduszem „uśpionym” typu *stand-by*.

²¹ Realizacja wariantu 4 może wpłynąć na zwiększenie stabilności finansowej na poziomie krajowym poprzez synchronizację krajowej sieci bezpieczeństwa.



Rys. 7. Wariant 4 (integracyjny, koncepcja 2) – system ochrony klienta instytucji finansowych [SOKIF]
 Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Zalety i wady wariantów polskiego modelu systemu rekompensat

Warianty modelu	Zalety	Wady
Wariant 1 samodzielny	– zgodny z dyrektywą ICD – niezależny organizacyjnie – niezależny decyzyjnie	– możliwy do zastosowania w systemach o dużych funduszach – możliwy do wdrożenia na rynkach finansowych zdominowanych przez podmioty niebankowe
Wariant 2 częściowej konsolidacji	– zgodny z dyrektywą ICD – nieskomplikowany proces konsolidacji – możliwość szybkiego wdrożenia zmian	– wymaga uzgodnienia zasad transferu środków pomiędzy funduszami – możliwy do wdrożenia na rynkach finansowych zdominowanych przez podmioty bankowe
Wariant 3a, Wariant 3b całkowitej konsolidacji	– zgodne z dyrektywą ICD – możliwość szybkiego wdrożenia zmian	– proces konsolidacji funduszy wymaga ujednolicenia ich gromadzenia – wymaga uzgodnienia zasad dokonywania wypłat z skonsolidowanego funduszu – możliwy do wdrożenia na rynkach finansowych zdominowanych przez podmioty bankowe
Wariant 4 integracyjny	– zgodny z dyrektywą ICD – zastosowana kompleksowa ochrona klienta instytucji finansowych – przejrzystość ochrony	– brak wytycznych dla takiego sposobu integracji na poziomie UE – możliwy do wdrożenia na rynkach finansowych zdominowanych przez podmioty niebankowe*

* Na europejskim rynku finansowym występują kraje o zróżnicowanej strukturze instytucjonalnej rynku, są kraje z przewagą instytucji niebankowych, np. Wielka Brytania, i z przewagą instytucji bankowych, np. Niemcy.

Źródło: opracowanie własne.

SOKIF pozwoli na zastosowanie kompleksowej ochrony klienta korzystającego z usług finansowych. Przewiduje się nie tylko konsolidację już istniejących systemów, tj. gwarancyjnego, rekompensacyjnego i ubezpieczeniowego, ale także powołanie nowego systemu chroniącego klientów funduszy emerytalnych. W ramach wariantów: samodzielnego, częściowej konsolidacji i całkowitej konsolidacji, przewiduje się jedynie realizację funkcji polegającej na ochronie inwestora lub/i deponenta. W odniesieniu do wariantu 4 (integracyjnego), niezależnie od zastosowanej koncepcji nadzoru, przewiduje się prowadzenie działalności stabilizacyjnej, także w stosunku do firm inwestycyjnych, a nie, jak to dotychczas miało miejsce, tylko do instytucji kredytowych.

6. Zakończenie

Model systemu rekompensat zaprezentowano w podziale gradacyjnym w czterech wariantach. W obecnych warunkach prawno-organizacyjnych wydaje się, że

optymalny jest wariant 2 (częściowej konsolidacji). Może on być zastosowany zarówno na obecnym etapie rozwoju rynku finansowego (krajowego i unijnego), jak i w przyszłości. Przemawiają za tym zarówno postępujące procesy konsolidacji wewnątrzkrajowej, jak i procesy łączeń w następstwie konsolidacji zagranicznej, wreszcie wymogi racjonalności (oszczędność kosztów administracji, zarządzania oraz korzyści skali) [16, s. 464]. Proponuje się także zastosowanie wariantu 1 (samodzielnego) równolegle (np. tylko dla firm inwestycyjnych) lub tylko tego wariantu w momencie dynamicznego wzrostu zainteresowania inwestycjami na rynku kapitałowym. Zamiennie można stosować wariant 4 (integracyjny), z tym że brak jest w tym momencie regulacji prawych do stosowania takiego rozwiązania. Wariant 3 (całkowitej konsolidacji) proponowany jest dla warunków regresu krajowego rynku kapitałowego. Argumentem za wprowadzeniem wariantu 3 (całkowitej konsolidacji) w takiej sytuacji jest to, że scalone fundusze rekompensat i gwarantowania depozytów mogą być efektywniejsze na rynku, który wykazuje ujemną dynamikę wzrostu. Wariant ten może mieć także zastosowanie w momencie zasadniczych zmian w sposobie finansowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego tzn. w przypadku utworzenia funduszu gwarancyjno-pomocowego (dotyczy to szczególnie wariantu 3b całkowitej konsolidacji)

Literatura

- [1] Berger A.N, Demsetz R.S., Strahan P.E., *The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implication for the Future*, „Journal of Banking and Finance” 1999, vol. 23, no. 2-4.
- [2] Coffee J., *Racing Towards the Top?*, [w:] *The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 205, May 30, 2002.
- [3] Dyrektywa 93/22 z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (DzU WE L 141 z 11.06.1993).
- [4] Dyrektywa 94/19 z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie gwarancji środków na rachunkach bankowych.
- [5] Dyrektywa 97/9 z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów giełdowych (DzU WE L 84 z 26.03.1997).
- [6] Druga Dyrektywa 2000/12 z dnia 20 marca 2000 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe.
- [7] Druga Dyrektywa 2004/39 z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych.
- [8] Pierwsza Dyrektywa Bankowa 77/780 z dnia 12 grudnia 1977 r. w sprawie koordynacji ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych związanych z podejmowaniem i prowadzeniem działalności przez instytucje kredytowe.

- [9] Janik B., *Analiza systemów rekompensat dla inwestorów giełdowych w krajach Unii Europejskiej na tle Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (97/9/EC Investor Compensation Directive)*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002 nr 12.
- [10] Janik B., *Charakterystyka polskiego systemu rekompensat dla inwestorów giełdowych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004 nr 7.
- [11] Kirby M., *Harmonizacja w europejskich rozliczeniach papierów wartościowych*, materiały z konferencji „Innowacje na światowych rynkach finansowych”, Warszawa 2003.
- [12] Kremers J.M., Schoenmaker D., Wierts P.J., *Financial Supervision in Europe: an Overview*, [w:] J.M. Kremers, D. Schoenmaker, P.J. Wierts (red.), *Financial Supervision in Europe*, Ministry of Finance, The Netherlands 2003.
- [13] Morelli P., Padoan P.C., Rodano L., *The Lisbon Strategy to the New Economy. Some Economic and Institutional Aspects*, IMF Working Paper, 2003.
- [14] Pawłowicz L., *Przestanki i kierunki transgranicznej integracji nadzoru bankowego w strefie euro*, materiały z konferencji międzynarodowej „Pięć lat euro”, Warszawa 2004.
- [15] Preliminary Progress Report (Himalaya Report), Which Supervisory Tools for the UE Securities Market?, an analytical paper by CESR, Paris 2004.
- [16] Szambelańczyk J., *Przyszłość polskiego systemu gwarantowania depozytów w warunkach integracji i globalizacji*, [w:] W. Baka, E. Kawecka-Włodarczak, M. Iwanicz-Drozdowska, J. Szambelańczyk (red.), *Systemy gwarantowania depozytów w Polsce i na świecie*, PWE, Warszawa 2005.
- [17] Sobolewski L., *Integracja systemów depozytowych i rozliczeniowych jako warunek przeprowadzania transakcji transgranicznych*, materiały z konferencji „Warunki dostępu emitentów zagranicznych i międzynarodowych inwestorów do polskiego rynku kapitałowego”, www.kdpw.pl/innowacje/2004_2/prezentacje.asp.
- [18] Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A., *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, Warszawa 2004.
- [19] Till B., *Doskonalenie infrastruktury rynków kapitałowych*, materiały z konferencji „Innowacje na światowych rynkach finansowych”, KDPW, Warszawa 2003.
- [20] Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* (DzU nr 118, poz.754).
- [21] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU 2005 nr 183, poz. 1538).
- [22] Zaleska M., Derleta A., Winnicki, P., *Przestanki powstania oraz główne założenia zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym*, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, Zeszyt Naukowy nr 52, Warszawa 2004.

MODEL OF POLISH INVESTOR COMPENSATION SCHEME VERSUS INTEGRATION – TENDENCIES OF EU FINANCIAL MARKET

Summary

Creating unified market within UE is connected with so called Lisbon Strategy whose objective is making the union the most competitive economy in the world. One of the models to achieve this target is harmonizing regulations of financial services market and aiming at creating indispensable security base for customer of investment institutions, as well as common requirements for all the investment institutions in member countries (e.g. Investor Compensation Directive (ICD) 1997/9/EC, Second Investment services Directive on Market Structure (ISD2) 2004/39/EC).

In spite of controversies concerning various conceptions of market operation, in majority of developed market economies there are regulations protecting so called small customers against the loss of the means assigned to investment institutions. All those regulations, as well as the character of the Polish financial services market, create problems concerning the shape of the Polish system for protection of customers on the changing financial market.

Investor compensation scheme is a part of stock market protection system protecting small investor against the loss of financial instruments and means during bankruptcy of investment institutions. This scheme does not protect the investor against the results of his wrong financial decisions, however it provides protection against the loss of assets resulting from lack of insolvency.

The model of Polish scheme is manifested in 4 variants. Each of them takes into account measurable factors influencing the scheme. The variants are applicable either instantly, or in future depending on the development integrated European financial market.