

Bogna Janik

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

PROPOZYCJA MODYFIKACJI FINANSOWANIA POLSKIEGO SYSTEMU REKOMPENSAT DLA INWESTORÓW GIEŁDOWYCH

1. Wstęp

System rekompensat dla inwestorów giełdowych jest jednym z ogniw sieci bezpieczeństwa finansowego, chroniącym drobnego inwestora przed utratą środków pieniężnych i instrumentów finansowych w momencie upadłości przedsiębiorstw inwestycyjnych. System ten nie chroni inwestora przed skutkami jego błędnych decyzji, polegających na alokacji środków pieniężnych w instrumenty finansowe, w wyniku których następuje np. zmniejszenie ich wartości, a jedynie przed utratą walorów, w przypadku gdy przedsiębiorstwo inwestycyjne staje się niewypłacalne. Limit ochrony w polskim systemie rekompensat wynosi 22 000 euro i stanowi minimum przewidziane w dyrektywie (*Investor Compensation Directive* – ICD) [2]. W ocenie wysokości limitu ochrony analitycy często posługują się relacją wysokości rekompensaty do produktu krajowego brutto *per capita*. Poziom tego wskaźnika dla Polski wyniósł 4,85¹ i jest jednym z najwyższych w krajach UE 25.

Ważnym elementem każdego systemu ochrony inwestora jest polityka, dotycząca gromadzenia środków na wypłaty dla osób upoważnionych. Środki pieniężne, potrzebne do realizacji zadań systemu rekompensat, pochodzą z wpłat dokonywanych przez instytucje inwestycyjne zobowiązane do uczestnictwa w systemie².

2. Propozycja modyfikacji

Modyfikacja finansowania polskiego systemu rekompensat dotyczyć będzie propozycji zmian w zakresie:

¹ Według danych z 2003 r.

² Podmiotami polskiego systemu rekompensat są domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską oraz banki powiernicze.

- podstawy naliczania składki,
- sposobu naliczania składki,

jak również rozwiązania dotychczas nie stosowanego w polskim systemie rekompensat, a mianowicie wyznaczenia poziomu docelowego funduszu systemu rekompensat (*target fund*).

Analiza funduszu rekompensat w krajach UE 15 [4, s. 117-121] i USA [6, s. 111-114], dowodzi, że rozwiązania w zakresie gromadzenia środków na pokrycie wypłat są zróżnicowane. Przeważa finansowanie o charakterze akumulacyjnym, ale i takie, w którym środki na pokrycie wypłat funduszu są utrzymywane w papierach wartościowych, a ich wartość jest corocznie modyfikowana, w zależności od sytuacji na rynku kapitałowym.

Polski fundusz rekompensat ma charakter akumulacyjny, co ma swoje uzasadnienie merytoryczne, a mianowicie:

- akumulowanie środków pozwala na bardziej równomierne obciążanie domów maklerskich w czasie,
- wykorzystanie wcześniej zgromadzonych środków pozwala na uniknięcie nadmiernego obciążania podmiotów w momencie występowania kryzysu na rynku kapitałowym,
- mechanizm akumulacyjny działa antycyklicznie, to znaczy wyrównuje wahania koniunkturalne, na które domy maklerskie są szczególnie narażone.

Sposób tworzenia funduszu powinien uwzględniać podstawę naliczania składki na fundusz. Na świecie stosuje się głównie trzy podstawowe rozwiązania:

- oparte na pobieraniu opłat od podmiotów zobowiązanych w procentowej wartości od środków pieniężnych i instrumentów finansowych należących do inwestorów (kraje UE 15 [3, s. 33-62] i Polska [5, s. 122-124]),
- oparte na wielkości przychodu podmiotów systemu (USA)³,
- oparte na wyniku finansowym wypracowanym przez podmioty systemu (Belgia, Niemcy, Włochy) [1].

Należy pamiętać, że w tym ostatnim przypadku instytucje inwestycyjne muszą być na tyle silne, aby wytrzymać proces akumulacji oraz na tyle przejrzyste, aby nie mogły manipulować poziomem wyniku finansowego i tym samym zmniejszać podstawę płacenia składek lub wręcz unikać ich odprowadzania. W związku z tym taka podstawa naliczania składek na fundusz nie występuje niezależnie, ale jako forma uzupełnienia dla innych rozwiązań. W Polsce zastosowano pierwsze rozwiązanie, to znaczy oparte na wartości środków pieniężnych i instrumentów finansowych należących do inwestorów. W tabeli 1 zaprezentowano porównanie wartości polskiego funduszu rekompensat w momencie zastosowania różnych podstaw naliczania składek.

³ Na bazie takiego naliczania opłat na system w USA zakumulowano fundusz docelowy w wysokości 150 mln USD w ciągu siedmiu lat, obciążając instytucje inwestycyjne 0,5% składką naliczaną od przychodów.

Tabela 1. Wartość zakumulowanego funduszu rekompensat przy zastosowaniu różnych podstaw naliczania składek

Podstawa naliczania składki	Wartość funduszu zakumulowanego w latach 2001-2004	
Wartość środków pieniężnych (ŚP) i maklerskich instrumentów finansowych (IF) należących do inwestorów (aktualna zasada)	0,4% ŚP + 0,01% IF	
	31 153 000,0 zł	
Wielkość przychodu*	0,5%	1%
	13 160 235,5 zł	26 320 471,0 zł
Wynik finansowy brutto**	1%	2%
	8 370 000,0 zł	16 740 000,0 zł

* Górna granica procentowego wymiaru składki została przyjęta jak w systemie amerykańskim.

** Górna granica procentowego wymiaru składki została przyjęta jak w systemie niemieckim.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych zawartych w tabeli wykazuje, że dotychczasowa baza pobierania składki na fundusz systemu jest najbardziej efektywna dla systemu rekompensat. W przypadku zastosowania 1% wielkości przychodu podmiotów systemu jako podstawy naliczania składki wartość funduszu byłaby obecnie niższa o 18,35%. Analiza wielkości funduszu na bazie dwóch wyżej wymienionych podstaw naliczania składek uprawnia do propozycji zamiennego ich stosowania. Aby uzyskać pełny obraz, posłużono się porównaniem aktywów funduszu w momencie, gdy podstawą ich naliczania byłby wynik finansowy brutto podmiotów objętych systemem w stosunku do aktualnych regulacji. Po zastosowaniu takiego samego obciążenia jak w systemie niemieckim i po przyjęciu maksymalnego wymiaru składki, tj. 2% od wyniku finansowego brutto, wypracowanego przez przedsiębiorstwa inwestycyjne, fundusz polskiego systemu rekompensat na koniec 2004 r. zakumulowałby 61% funduszu dotychczas zgromadzonego, naliczanego na bazie instrumentów finansowych. Oznacza to, że zastosowanie takiej podstawy naliczania składek na fundusz rekompensat w polskim systemie jest mniej korzystne niż stosowanie aktualnej zasady. Rozwiązanie oparte na wyniku finansowym brutto, wzorem innych krajów, może być stosowane jako forma uzupełniającego finansowania.

Ważnym elementem w momencie akumulacji funduszu jest sposób naliczania składki na fundusz. Obecnie w systemie polskim wyznaczona jest wartość maksymalna, do której można obciążyć przedsiębiorstwa inwestycyjne⁴. Propozycja dotyczy modyfikacji wymiaru składki poprzez jej zróżnicowanie, w zależności od poziomu ryzyka inwestycyjnego ponoszonego przez poszczególne podmioty systemu. Zasadniczą przesłanką takiego wymiaru składki na fundusz jest próba wy-

⁴ Na mocy Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, art. 139, domy maklerskie są zobowiązane do dokonywania rocznych wpłat na rzecz KDPW w wysokości sumy iloczynów: stawki nie wyższej niż 0,4% oraz średniego stanu środków pieniężnych inwestorów, stawki nie wyższej niż 0,01% oraz średniej wartości (z ostatnich 12 miesięcy) maklerskich instrumentów finansowych posiadanych przez inwestora. Podstawą naliczania składek na fundusz systemu są środki pieniężne i maklerskie instrumenty finansowe posiadane przez inwestora.

eliminowania zjawiska negatywnej selekcji (*adverse selection*)⁵. Rozwiązanie takie zostało zastosowane w systemie francuskim [9, s. 40-46]. W przypadku zróżnicowania poziomu składki od ponoszonego ryzyka przez podmioty systemu należy uwzględnić dodatkowo dwie kwestie:

- po pierwsze, że będzie dotyczyło to całości podstawy obciążeń, a nie tylko części,
- po drugie, co jest miarą stopnia ryzyka prowadzonej działalności?

Pierwsza kwestia w tym przypadku zostanie pominięta⁶. Za miarę ryzyka w przypadku domów maklerskich można uznać wysokość nadzorowanych kapitałów⁷ lub poziom wskaźnika kodeksowego.

Poziom ponoszonego ryzyka inwestycyjnego jest ograniczony przez normy ostrożnościowe, które odnoszą się m.in. do wysokości nadzorowanych kapitałów przedsiębiorstw maklerskich. Oznacza to, że im wyższa wartość nadzorowanych kapitałów i dłuższy okres działania takiej instytucji, tym ma ona potencjalnie większe możliwości inwestycyjne. Takie zróżnicowanie przedsiębiorstw maklerskich może stanowić element wymiaru składki na fundusz rekompensat. Punktem wyjścia w tych obliczeniach powinna być kwota globalna (*KG*), wpłacona w danym roku przez wszystkich uczestników systemu na rzecz funduszu. Wysokość składki płaconej na rzecz funduszu rekompensat zależeć może od dwóch czynników. Pierwszy oznacza kwotę globalną zmienną (ustalaną na każdy rok), a drugi – udział ryzyka danej instytucji w ryzyku wszystkich instytucji (*UR*). W takim przypadku składka na rzecz funduszu, którą powinno odprowadzić dane przedsiębiorstwo maklerskie, będzie wynosić:

$$\text{wysokość składki} = KG \times UR.$$

Tak zróżnicowany sposób naliczania składki odprowadzanej na rzecz funduszu pozwala słabszym podmiotom na mniejsze obciążenia, bez zmniejszenia wartości rocznej kwoty. Nierównowaga polega jednak na tym, że większe obciążenia spoczywają na silnych podmiotach.

Wskaźnik kodeksowy może być zastosowany dla wszystkich przedsiębiorstw inwestycyjnych, a nie tylko tych, które wykonują działalność maklerską, tak więc ma większe możliwości oddziaływania. Słabość takiego rozwiązania polega na tym, że

⁵ Negatywna selekcja charakterystyczną cechą ubezpieczeń. Ubezpieczeń poszukują najczęściej ci, którzy ich najbardziej potrzebują. Problem negatywnej selekcji pojawia się tam, gdzie istnieje swoboda ubezpieczania się oraz gdzie istnieje jednorodna stawka ubezpieczeniowa. Jeżeli podmiot będzie miał wolny wybór w zakresie decyzji podjęcia ubezpieczenia oraz z góry określoną stawkę zależną od indywidualnego ryzyka, to decyzje pozytywne jako pierwsze podejmą jednostki o podwyższonym ryzyku. To zaś spowoduje, że stawka obliczona dla całej populacji będzie nieaktualna i niedoszacowana. Remedium na ten proces może być podniesienie stawki ubezpieczeniowej. Droższe ubezpieczenie jest jednak nieatrakcyjne dla jednostek o przeciętnym poziomie ryzyka.

⁶ Na tym etapie analizy dokonano oceny akumulacji funduszu bez podziału obciążeń.

⁷ Nadzorowane kapitały to wielkość środków własnych domu maklerskiego, w zależności od wykonywanej działalności. Poziom nadzorowanych kapitałów nie może być niższy niż wysokość całkowitego wymogu kapitałowego i minimalna wysokość środków własnych na prowadzenie działalności maklerskiej [7].

wskaźnik kodeksowy informuje o problemach z wypłacalnością, natomiast trudno jest tylko na jego podstawie określić skalę problemów.

Ostatnia propozycja modyfikacji polega na wyznaczeniu docelowej wartości funduszu rekompensat (*target fund*). Docelowa wartość funduszu powinna być wartością graniczną, a wysokość wpłat instytucji inwestycyjnych na fundusz nie może zagrażać stabilności tych instytucji. W momencie ustalania poziomu docelowego funduszu należy określić:

- bazę dla docelowego poziomu funduszu,
- rok osiągnięcia poziomu docelowego,
- tempo osiągnięcia poziomu docelowego.

Na świecie spotyka się różne docelowe wartości funduszy akumulowanych zarówno w przypadku funduszy gwarancyjnych, jak i funduszy rekompensat. Wyznaczanie tych wielkości odbywa się na podstawie analiz i badań eksperckich, w których uwzględnia się poziom długookresowej stabilności określonych podmiotów finansowych. W przypadku funduszy gwarancyjnych⁸ docelowa wartość funduszu często oparta jest na wartości środków zgromadzonych na rachunkach bankowych i waha się w granicach 1,25-5%. W odniesieniu do funduszy rekompensat stosuje się często taką samą zasadę lub wyznacza się poziom docelowy funduszu na podstawie badań eksperckich i analizy dotychczasowych doświadczeń. Ten ostatni sposób wyznaczenia poziomu docelowego funduszu rekompensat został przyjęty w USA. W momencie zastosowania pierwszego rozwiązania należy uwzględniać specyfikę walorów, które podlegają rekompensacie. Rekompensacie podlegają nie tylko środki pieniężne, ale i instrumenty finansowe. Wartość środków pieniężnych na rachunkach inwestycyjnych jest dużo niższa niż wartość instrumentów finansowych. Wynika to z funkcji, jaką pełni rachunek pieniężny inwestora, mianowicie służy on bezpośrednio do rozliczeń transakcji opartych na instrumentach finansowych. Z tego też powodu procentowy udział funduszu powinien być osobno wyznaczony dla środków pieniężnych i osobno dla instrumentów finansowych. Dodatkowo należy w tym miejscu podkreślić, iż do masy upadłości domu maklerskiego wliczane są środki pieniężne, a nie instrumenty finansowe (papiery wartościowe), tak więc utrata tych ostatnich na rachunkach inwestycyjnych przez inwestorów, w momencie upadłości domu maklerskiego, może nastąpić albo w wyniku problemów technicznych, albo na skutek defraudacji.

W związku z tym, że ryzyko utraty instrumentów finansowych (a szczególnie papierów wartościowych) na rachunkach inwestycyjnych w przypadku destabilizacji domów maklerskich jest relatywnie mniejsze niż ryzyko utraty środków pieniężnych należy zastosować różne parametry sterujące, osobno dla środków pieniężnych i osobno dla instrumentów finansowych⁹.

⁸ Systemy rekompensat są stosunkowo młode i brak jest wypracowanych metod w zakresie ustalania poziomu docelowego dlatego posłużono się metodami wypracowanymi przez systemy gwarancyjne.

⁹ Dotychczas w Polsce nie odnotowano sytuacji, w której klient utraciłby instrumenty finansowe zapisane na rachunku inwestycyjnym, dlatego też trudno oszacować poziom ryzyka.

Wartość funduszu docelowego w Polsce w podziale na środki pieniężne i instrumenty finansowe według danych na koniec lat 2003 i 2004 prezentuje tab. 2. Wartość funduszu docelowego (*target fund*) przedstawiona została dla dwóch kolejnych lat przy różnych wartościach parametru sterującego. Zabieg ten ma na celu podkreślenie, że wartość instrumentów finansowych jest uzależniona od koniunktury na rynku kapitałowym i w związku z tym poziom funduszu docelowego w poszczególnych latach może ulegać znacznym wahaniom.

Tabela 2. Szacowanie funduszu rekompensat, według stanu na rachunkach inwestycyjnych klientów niefinansowych, na koniec lat 2003 i 2004, dla różnych poziomów parametru sterującego

Parametr sterujący (w %)	Wartość docelowa funduszu rekompensat naliczana od środków pieniężnych (w zł)		Wartość docelowa funduszu rekompensat naliczana od instrumentów finansowych (w zł)	
	2003	2004	2003	2004
0,5	5 390 000	9 422 000	132 950 000	204 544 500
1	10 780 000	18 844 000	265 900 000	409 089 000
1,5	16 170 000	28 266 000	398 850 000	613 633 500
2	21 560 000	37 688 000	531 800 000	818 178 000
2,5	26 950 000	47 110 000	664 750 000	1 022 722 500
3	32 340 000	56 532 000	797 700 000	1 227 267 000
3,5	37 730 000	65 954 000	930 650 000	1 431 811 500
4	43 120 000	75 376 000	1 063 600 000	1 636 356 000
4,5	48 510 000	84 798 000	1 196 550 000	1 840 900 500
5	59 900 000	94 220 000	1 329 500 000	2 045 445 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników finansowych biur/domów maklerskich za lata 2003-2004.

Po zastosowaniu dla domów maklerskich poziomu ryzyka, takiego jak dla banków¹⁰, i w odniesieniu tylko do środków pieniężnych zgromadzonych na rachunkach inwestycyjnych można oszacować docelową wartość funduszu rekompensat na poziomie 2-2,5% środków pieniężnych. To oznaczałoby zgromadzenie potencjału finansowego tylko z części pieniężnej rachunków inwestycyjnych na bazie lat 2003 w wysokości 21 560-26 950 tys. zł i 2004 w wysokości 37 668-47 110 tys. zł. W przypadku instrumentów finansowych zastosowanie wartości od 0,5 do 1% jest uzasadnione potencjalnie niższym ryzykiem ich utraty. Oznacza to, że fundusz, ze względu na wartość instrumentów finansowych zgromadzonych na rachunkach inwestycyjnych, zostanie znacznie zwiększony, o kwotę z przedziału 32 950-265 900 tys. zł na bazie 2003 r. i 204 544-409 989 tys. zł na bazie 2004 r.

¹⁰ Proponowana docelowa wartość funduszu na poziomie 2-2,5% oparta jest na porównaniu wielkości funduszy w innych krajach. W Stanach Zjednoczonych docelową wartość funduszu ustalono na poziomie 1,25% depozytów, a w Albanii – na poziomie 5%. Stabilność polskiego systemu bankowego uprawnia do twierdzenia, że docelowa wartość funduszu gwarancyjnego powinna być na poziomie 2-2,5%. Zastosowanie dla instytucji inwestycyjnych działających w Polsce takiego poziomu ryzyka jak dla banków ma swoje uzasadnienie merytoryczne, gdyż polski rynek finansowy jest zdominowany przez banki kapitałowo oraz organizacyjnie.

W procesie kumulacji funduszu, w celu tworzenia jego poziomu docelowego, stosuje się trzy metody (tempa) gromadzenia środków, a mianowicie:

- degresywną, gdy poziom składki maleje w poszczególnych latach,
- liniową, gdy poziom stawki obciążenia jest stały,
- progresywną, gdy poziom stawki obciążenia jest rosnący.

Metoda degresywna pozwala najwcześniej dysponować stosunkowo wysokimi środkami. Wybór tej metody wiąże się jednak z możliwością nieosiągnięcia celu w przypadku silnego nieoczekiwanego wykorzystania środków przy jednoczesnym konsekwentnym stosowaniu przyjętego tempa. Niebezpieczeństwo takie nie istnieje podczas zastosowania metody liniowej czy progresywnej. Dodatkowym mankamentem metody degresywnej, a także i progresywnej, jest to, że są one mało wrażliwe na zmiany koniunktury gospodarczej. Wady tej nie ma metoda liniowa, gdyż wartość składki jest wprost proporcjonalnie uzależniona od podstawy obciążenia w całym okresie, dlatego wydaje się, że metoda liniowa jest najlepsza do gromadzenia funduszu rekompensat ze względu na to, że rynek kapitałowy charakteryzuje się dużą zmiennością.

Ważnym problemem jest wyznaczenie opłat dla domów maklerskich, które rozpoczynają swoją działalność w momencie, gdy fundusz zostanie zakumulowany. Istotne jest, aby wyeliminować zjawisko „jazdy na gapę”, to znaczy przyłączanie się nowo powstałych podmiotów do zakumulowanego funduszu rekompensat. Uprzywilejowanie podmiotów, które w budowaniu funduszu rekompensat partycypowały od początku poprzez zróżnicowanie wymiaru składki może przyczynić się do utrzymania dyscypliny rynkowej, a równocześnie zniechęcić te, które w ramach jednolitego paszportu chciałyby przystąpić do systemu w celu wykorzystania arbitrażu regulacyjnego. Wobec tego w Polsce, w odniesieniu do podmiotów przystępujących do systemu, można zastosować obligatoryjność opłacania składek na system na bazie wartości środków pieniężnych i instrumentów finansowych zgromadzonych na rachunkach inwestycyjnych inwestorów objętych ochroną oraz zastosować zwiększone opłaty, np. od 1 do 20% w stosunku do przystępujących do systemu instytucji inwestycyjnych, jak to ma miejsce we Francji [9, s. 42].

3. Podsumowanie

W modelu finansowania proponuje się, aby podstawą wymiaru składki był poziom instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do inwestora lub przychód podmiotów systemu. Wybór podstawy wymiaru składki powinien być uzależniony od momentu przystąpienia podmiotu do systemu rekompensat. Granicę powinien wyznaczać moment zakumulowania funduszu docelowego (*target fund*), to znaczy, czy podmiot przystąpił do systemu w trakcie akumulacji funduszu, czy po jego akumulacji lub brał udział w akumulacji funduszu od początku. W momencie, gdy fundusz zostanie zakumulowany, można zastosować dobrowol-

ność wyboru podstawy wymiaru składki przez przedsiębiorstwo inwestycyjne. Składka ta opiera się zarówno na wartości środków pieniężnych i instrumentów finansowych zgromadzonych na rachunkach inwestorów podlegających ochronie, jak i na przychodzie. Wybór podstawy naliczania składki należałoby do przedsiębiorstwa inwestycyjnego, z tym że deklaracja takiego wyboru wiązałaby się z konsekwencją jego stosowania przez co najmniej dziesięć lat. Model taki promuje słabsze przedsiębiorstwa inwestycyjne, ale jest równocześnie formą przywileju dla tych przedsiębiorstw, które brały udział w akumulacji funduszu od początku. Syntetyczny model funduszu, ze względu na moment przystąpienia do systemu rekompensat, zaprezentowano w tab. 3.

Tabela 3. Model finansowania systemu rekompensat w zależności od momentu przystąpienia podmiotów do systemu

Rodzaj podmiotów	Rodzaj finansowania				
	Podstawa wymiaru składki		Poziom wymiar składki		
	IF + ŚP	przychód	liniowy	uzależniony od ryzyka	podwyższony o np. od 1- 20% w stosunku do innych podmiotów
Podmioty biorące udział w akumulacji funduszu	X		X		
Podmioty biorące udział w akumulacji funduszu, po zakumulowaniu funduszu	możliwość wyboru			X	
Podmioty przystępujące do systemu w trakcie akumulacji funduszu	X		X		X
Podmioty przystępujące do systemu, gdy fundusz jest zakumulowany	X			X	X

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowym rozwiązaniem powinno być zróżnicowanie wymiaru składki w zależności od ryzyka prowadzonej działalności mierzonego wysokością nadzorowanych kapitałów. Oznacza to, że składka nie będzie pobierana w sposób liniowy, będzie natomiast zróżnicowana według profilu ryzyka podejmowanej działalności. Ten sposób finansowania utrudnia proces osiągnięcia poziomu docelowego funduszu, dlatego też powinien być stosowany, gdy fundusz jest zakumulowany. Przewiduje się także zróżnicowanie podmiotów na te, które biorą udział w akumulacji funduszu od początku, i te, które przystępują do systemu w trakcie lub po jego zakumulowaniu. Dla tych ostatnich proponuje się podwyższenie wymiaru składki np. od 1 do 20%. Może to być czynnikiem zniechęcającym do przystąpienia do regulacji polskich, lecz nie jest konieczne stosowanie jednej wartości, a jedynie ustalanie jej co roku, tak aby mieściła się ona w widełkach.

Literatura

- [1] COM (2000) 81 final DOCUMENTS, EN 10 02 11 99, Office for Official Publications of the European Communities, L-2985 Luxembourg 2000.
- [2] Dyrektywa 97/9 z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów giełdowych (DzU WE L 84 z 26.03.1997).
- [3] Franks J., Mayer C., Correia da Silva L., *Asset Management and Investor Protection, an International Analysis*, Oxford University Press, Oxford 2003.
- [4] 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, s. 117-121.
- [5] Janik B., *Polski system rekompensat dla inwestorów giełdowych – stan obecny i propozycja modyfikacji*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005 nr 10, s. 122-124.
- [6] Janik B., *Systemowa ochrona inwestora – amerykański system rekompensat dla inwestorów giełdowych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005 nr 7/8, s. 111-114.
- [7] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 27 maja 2003 r., w sprawie określenia wielkości środków własnych domu maklerskiego w zależności od rozmiarów wykonywanej działalności oraz maksymalnej wysokości kredytów, pożyczek i wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych w stosunku do środków własnych (DzU 03.109.1032).
- [8] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU nr 183, poz. 1538).
- [9] Wierzbą R., *System gwarantowania depozytów jako element sieci bezpieczeństwa finansowego. Doświadczenia francuskie*, „Bezpieczny Bank” 2005 nr 1, s. 38-56.

MODIFICATION OF CHANGES IN POLISH SYSTEM OF COMPENSATIONS FOR STOCK EXCHANGE INVESTORS – A PROPOSAL

Summary

Compensation system for stock exchange investors is an element of security system which is to protect small investors against loss of financial means, as well as financial instruments, in case of declaring bankruptcy. However, the system does not protect investor from the results of his “wrong” decisions, for instance allocation of sources in financial instruments resulting in eg. decrease of their value. The system provides protection from loss of value in case of investment institution declaring insolvency. The limit of protection in Polish compensation system is 22 000 euro and is the minimum specified in *Investor Compensation Directive (ICD)*. While estimating the amount of protection limit the analysts use

the ratio – the amount of compensation to Gross Domestic Product (GDP) *per capita*. The ratio in Poland is 4.85 and is one of the highest in EU 25 countries.

Policy of hoarding means for payments made to persons entitled is an important element of every investor protection system. Financial means, necessary for realizing compensations, come from payments made by investment institutions which are obliged to participate in the system.