

Warszawa, 20.08.2010r.

LICENCJONOWANIA MAKLERÓW I DORADCÓW A EFEKTYWNOŚĆ NADZORU NAD RYNKIEM KAPITAŁOWYM

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej UKNF) przedstawił propozycję likwidacji systemu państwowych egzaminów i licencji dla maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych. UKNF argumentuje, że wobec osiągnięcia przez polski rynek kapitałowy stanu dojrzałości system licencji państwowych jest zbędny, a funkcje zapewniania odpowiedniego poziomu kwalifikacji pracowników mogą wypełniać sami pracodawcy.

Wydaje się jednak, iż w dyskusji na temat systemu licencjonowania maklerów i doradców autorzy pomysłu likwidacji licencji nie dostrzegają niezwykle istotnej roli, jaką system ten pełni w procesie nadzorowania i regulowania rynku kapitałowego w Polsce, w tym w szczególności roli, jaką system licencji i wynikający z niego system nadzorowania licencjonowanych maklerów i doradców pełni w procesie gromadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego (dalej KNF, Komisja) wiedzy o funkcjonowaniu rynku kapitałowego i możliwych nieprawidłowościach.

Tworzony od roku 1991 system organizacji rynku kapitałowego w Polsce, w tym system regulacji rynku, zyskał wiele pozytywnych ocen. Na szczególną uwagę zasługuje opracowanie naukowe opublikowane pod tytułem "Coase vs. Coasians" w jednym z najbardziej znanych na świecie czasopism naukowych *Quarterly Journal of Economics* (August 2001). Autorzy opracowania: Edward Glaeser, Simon Johnson i Andrei Shleifer należą do najbardziej wpływowych ekonomistów świata. Według rankingu IDEAS, prof. Andrei Scheifer z Uniwersytetu Harvarda zajmuje niezmiennie od kilku lat pierwsze miejsce jako najczęściej cytowany w pracach naukowych ekonomista świata. W opracowaniu tym autorzy dokonali porównania reżimów regulacji rynku kapitałowego w Polsce i Czechach od lat dziewięćdziesiątych. Wskazują oni, że rynek polski charakteryzował się w tym okresie o wiele szybszym tempem rozwoju niż rynek czeski. Za jedną z głównych przyczyn tego stanu rzeczy podają fakt, że rynek polski oparty został na precyzyjnych regulacjach prawnych, a ich egzekucja została powierzona wyspecjalizowanemu regulatorowi. Na rynku czeskim, gdzie regulacje rynku były szczątkowe i bardzo liberalne oraz gdzie nie utworzono wyspecjalizowanego organu nadzoru, egzekucja prawa spoczywała głównie w rękach

systemu sądów powszechnych. Jak jednak wskazują autorzy, sądy powszechne charakteryzują się znacznie mniejszymi zdolnościami skutecznej egzekucji prawa w tak skomplikowanej dziedzinie jak rynek kapitałowy. Organ administracji państwowej, taki jak KNF (czy jego poprzednik KPWiG), cechuje znacznie silniejsza motywacja do efektywnej implementacji regulacji rynku kapitałowego, a także, co szczególnie ważne, znacznie lepsza zdolność "uczenia się" specyfiki funkcjonowania rynku.

Należy zwrócić uwagę, że Schleifer et al. w swoim opracowaniu, porównując regulacje ustawowe w zakresie prawa rynku papierów wartościowych, koncentrują się wprawdzie na analizie przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych czy systemie licencjonowania pośredników - domów maklerskich, tym niemniej jednoznacznie uznają brak licencjonowania doradców inwestycyjnych w Czechach za wadę, w porównaniu z rozwiązaniem stosowanym na rynku polskim. Krytykują również "łatwość egzaminów" dla pośredników prowadzonych w Czechach. Wydaje się to szczególnie istotne, gdyż propozycja UKNF zmierza do całkowitego odejścia od systemu weryfikacji wiedzy osób planujących zajmować bardzo odpowiedzialne stanowiska na rynku kapitałowym. Zmiana ta w szczególności może mieć znaczenie dla klientów powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE) czy towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI). Łączne aktywa netto tych instytucji, a więc środki wpłacone przez ich klientów, wynoszą obecnie ponad 300 mld zł. W zamian UKNF planuje wprowadzić, nie sprawdzony nigdzie na świecie, system egzaminów interwencyjnych, które z całą pewnością nie będą spełniać sprawdzonej od 20 lat funkcji prewencyjnej, polegającej na nadawaniu uprawnień przez niezależny organ nadzorczy, po zweryfikowaniu przez niego wiedzy, osobom planującym rozpocząć pracę na rynku kapitałowym. Mogą natomiast mieć bardzo negatywne skutki dla funkcjonowania rynku kapitałowego.

Jednym z elementów procesu uczenia się nadzorcy jest wiedza o lukach w systemie regulacji i możliwych formach nadużyć pozyskiwana przez nadzorcę w trakcie postępowań administracyjnych przeciwko firmom inwestycyjnym oraz maklerom i doradcom. Autorzy projektu likwidacji licencjonowania maklerów i doradców twierdzą, że nie będzie to miało wpływu na efektywność nadzoru nad rynkiem, gdyż rolę KNF w zakresie nadzorowania pracowników przejmą pracodawcy, zaś sama KNF będzie sprawowała efektywny nadzór obejmując nim wyłącznie firmy inwestycyjne. Można mieć jednak uzasadnione obawy, iż rozwiązanie to ograniczy zdolność KNF do pozyskiwania wiedzy o potencjalnych

nieprawidłowościach w funkcjonowaniu rynku. Nawet pobieżna analiza publikowanych decyzji o postępowaniach administracyjnych zakończonych nałożeniem kar przez KNF wskazuje na zasadniczą różnicę typów naruszeń prawa lub zwyczajów na rynku kapitałowym, jakie występują w przypadku postępowań prowadzonych przeciwko firmom inwestycyjnym, w porównaniu z tymi, które ujawniane są w toku postępowań przeciwko maklerom i doradcom. Przykładowo, z zestawienia kar nałożonych przez KNF w okresie od października 2006 do lipca 2010 roku wynika, że maklerzy lub doradcy karani byli min. za:

- składanie zleceń na rachunku inwestycyjnym osoby bliskiej bez formalnego pełnomocnictwa,
- składanie zleceń na rachunku inwestycyjnym klienta bez pełnomocnictwa,
- przyjmowanie dyspozycji telefonicznych od osoby nieuprawnionej, czyli dopuszczenie osoby, która nie posiadała formalnych pełnomocnictw do podejmowania decyzji inwestycyjnych na rachunkach klientów,
- przekazanie klientowi informacji poufnej i wykorzystanie informacji poufnej poprzez złożenie dyspozycji na rachunku klienta bez umocowania,
- front-running, czyli wykorzystanie informacji poufnych o zleceniach firmy inwestycyjnej zatrudniającej maklera, stanowiących jednocześnie tajemnicę zawodową,
- manipulacje instrumentem finansowym,
- nieprawidłowe zarządzanie portfelami klientów - dopuszczenie do przekroczenia limitów przewidzianych strategią inwestycyjną w portfelach klientów, brak rzeczywistego wpływu na decyzje o lokowaniu środków klienta.

W tym samym czasie firmy inwestycyjne i instytucje zarządzające aktywami, czyli podmioty zatrudniające maklerów i doradców, były karane min. za:

- brak należytego nadzoru wewnętrznego w zakresie ochrony przepływu informacji stanowiących tajemnicę zawodową,
- niedopełnienie obowiązków informacyjnych w związku z nieprzekazaniem w przewidzianym przepisami prawa terminie do Komisji trzech raportów bieżących,
- naruszenie zasad uczciwego obrotu w związku z brakiem kontroli realizacji zleceń inwestorów indywidualnych,

- nienależyte wykonywanie obowiązków informacyjnych związanych ze znacznymi pakietami spółki publicznej,
- brak odrębnej rejestracji środków służących jako zabezpieczenie wykonywania zobowiązań wynikających z praw pochodnych,
- naruszenie przez Otwarty Fundusz Emerytalny limitu inwestycyjnego,
- wykonanie przez fundusze inwestycyjne zarządzane przez TFI prawa głosu z ponad 10% WZA spółki publicznej (*naruszenie art. 104 ust. 7 ustawy o funduszach inwestycyjnych*),
- naruszenie przepisów prawa polegające na nieprawidłowościach w sporządzaniu i przekazywaniu raportów dotyczących działalności TFI i funduszu,
- naruszenie przepisów prawa w zakresie niezapewnienia właściwych warunków technicznych i organizacyjnych, niezbędnych do prowadzenia działalności przez firmę inwestycyjną,
- naruszenie przepisów prawa, zasad uczciwego obrotu i interesów zleceniodawców w zakresie zawierania umów o zarządzanie portfelem, które nie spełniały wymogów przepisów dotyczących dokonywania czynności związanych z zarządzaniem portfelem,
- naruszenie przepisów prawa w zakresie częściowego braku przechowywania dyspozycji i zleceń złożonych przez klientów oraz naruszenia obowiązku prawidłowego prowadzenia archiwum,
- naruszenie przez TFI przepisów prawa oraz interesu uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez TFI w zakresie wyceny aktywów i ustalania wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz za naruszenie przez te fundusze inwestycyjne przepisów w zakresie zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa,
- niezatrudnianie wymaganej dla prowadzonej działalności maklerskiej liczby maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych.

Jak wynika z powyższego zestawienia, problematyka pojawiająca się w postępowaniach dotyczących maklerów i doradców była zasadniczo odmienna od tej stanowiącej przedmiot postępowań w sprawach firm inwestycyjnych i podmiotów zarządzających aktywami. Warto zwrócić uwagę, że postępowania w sprawie firm

inwestycyjnych dotyczyły przede wszystkim przypadków niedopełnienia obowiązków informacyjnych, naruszenia limitów inwestycyjnych lub regulacji dotyczących organizacji działalności przedsiębiorstwa. Natomiast postępowania w sprawach maklerów i doradców dotyczyły przede wszystkim kwestii bezpieczeństwa aktywów klientów i w drugiej kolejności manipulacji rynkowych. Rezygnacja z bezpośredniego nadzoru nad maklerami i doradcami mogłaby więc znacząco ograniczyć zdolność KNF do wychwytywania nieprawidłowości na rynku kapitałowym oraz pozyskiwania wiedzy na temat problemów związanych z jedną z najważniejszych funkcji instytucji nadzoru, jaką jest bezpieczeństwo środków powierzanych przez klientów pośrednikom finansowym.

W powyższym kontekście nietrafny wydaje się argument, że likwidacja systemu licencjonowania maklerów i doradców jest uzasadniona osiągnięciem przez polski rynek kapitałowy stadium dojrzałości. Skala zagrożeń bezpieczeństwa obrotu na rynkach rozwiniętych nie tylko nie jest mniejsza niż na rynkach w początkowym stadium rozwoju, lecz wręcz przeciwnie, ulega spotęgowaniu ze względu zarówno na wzrost skali rynku, upowszechnienie stosowania coraz bardziej zaawansowanych instrumentów finansowych i strategii inwestycyjnych. Przykładowo wymieniony wśród niezgodnych z prawem i zasadami obrotu działań maklerów front-running staje się możliwy dopiero na rynku rozwiniętym, na którym pojawiają się inwestorzy instytucjonalni, w których przypadku skala składanych zleceń może mieć istotny wpływ na ceny papierów wartościowych.

UKNF sugeruje, że rolę Komisji w procesie licencjonowania i nadzorowania pracowników firm inwestycyjnych mogą z powodzeniem przejąć same domy maklerskie, Giełda Papierów Wartościowych czy organizacje środowiskowe takie jak Związek Maklerów i Doradców, Izba Domów Maklerskich itp. Podobne pytanie zadali autorzy cytowanego wyżej opracowania naukowego w odniesieniu do historii rozwoju rynku kapitałowego w Czechach: czy w sytuacji braku wyspecjalizowanej instytucji państwowego nadzoru funkcji nadzorczych nie mogły przejąć stowarzyszenia funduszy inwestycyjnych bądź brokerów lub praska giełda papierów wartościowych? Odpowiedź autorów opracowania na powyższe pytanie, wynikająca z analizy historii rozwoju rynku kapitałowego w Czechach, jest jednak jednoznacznie negatywna. Uczestnicy rynku nie byli w stanie zapewnić skutecznej egzekucji prawa, ochrony bezpieczeństwa inwestorów i odpowiednich standardów ich obsługi. Jako jeden z głównych powodów fiaska prób samoregulacji środowiskowej autorzy wskazują fundamentalny konflikt interesów występujący w przypadku najważniejszych uczestników

rynku. Efektem tego braku nadzoru i odpowiednich standardów obsługi inwestorów był głęboki upadek zaufania inwestorów do instytucji rynku kapitałowego, a w konsekwencji znaczące ograniczenie dostępu czeskich przedsiębiorstw do źródeł kapitału zewnętrznego. Na tle rynku czeskiego, rynek polski nadzorowany przez wyspecjalizowanego regulatora (KPWiG) z precyzyjnym systemem licencjonowania pośredników, maklerów i doradców cieszył się znacząco wyższym zaufaniem inwestorów i przeżywał okres dynamicznego rozwoju.

Warto zwrócić uwagę na niebezpieczeństwo tego, iż rezygnacja z państwowego licencjonowania maklerów i doradców może mieć dla zaufania inwestorów jeszcze gorsze następstwa niż całkowity brak takiego licencjonowania w Czechach w latach dziewięćdziesiątych. Może on bowiem zostać odebrany jako obniżenie poziomu bezpieczeństwa systemu w stosunku do warunków występujących w okresie obowiązywania państwowych licencji. Nie można przy tym zapominać, że likwidacja licencji wiąże się również z innym niebezpiecznym aspektem. Z uwagi na brak ochrony prawnej tytułów maklera i doradcy będzie istniało znaczące ryzyko podszywania się pod maklera papierów wartościowych czy doradcę inwestycyjnego przez nieuprawnione osoby. Po zniesieniu ochrony prawnej tytułów tych będzie mogła używać każda osoba, również osoba bez doświadczenia zawodowego, jakiegokolwiek licencji czy certyfikatu, a może nawet nie będąca pracownikiem podmiotu podlegającego licencjonowaniu i nadzorowi. Oznacza to poważny wzrost ryzyka podszywania się pod wysokiej klasy profesjonalistów przez pracowników różnego rodzaju firm pośrednictwa finansowego czy przypadkowych podmiotów, niekiedy działających bez jakichkolwiek zgód czy zezwoleń, a także przez osoby działające prywatnie. Ryzyko to jest tym wyższe, że obecnie zawody maklera i doradcy inwestycyjnego cieszą się dużym prestiżem i wzbudzają zaufanie co do profesjonalizmu wykonujących je osób. Do wielu potencjalnych klientów prawdopodobnie nie dotrze informacja o zniesieniu ochrony prawnej tych tytułów zawodowych, co może doprowadzić do wykorzystania i nadużycia zaufania klientów przez nierzetelne lub nieuczciwie działające osoby lub podmioty.

Należy również pamiętać o tym, że w Polsce egzamin, którego zdanie pozwala otrzymać państwową licencję, kojarzony jest tradycyjnie z najwyższym poziomem wiarygodności i profesjonalizmu, a ewentualnym egzaminom korporacyjnym niezwykle trudno będzie uzyskać podobną rangę.

Podsumowując, należy stwierdzić, że analiza historii rozwoju polskiego rynku kapitałowego i rynku znajdującego się na podobnym etapie rozwoju wskazuje na istotne korzyści funkcjonowania systemu państwowego, administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym, jaki został ukształtowany w Polsce na przestrzeni ostatnich blisko 20 lat. Korzyści te wynikają z wysokiej sprawności organu administracyjnego w egzekwowaniu prawa rynku kapitałowego i zapewnianiu bezpieczeństwa uczestników obrotu. Sprawność ta wynika w szczególności ze zdolności organu administracji do szybkiego i efektywnego "uczenia się", a więc pozyskiwania informacji o kierunkach rozwoju rynku kapitałowego, pojawiających się nieprawidłowościach i zagrożeniach. Jednym z istotnych źródeł takiej wiedzy jest system licencjonowania i nadzorowania firm inwestycyjnych oraz pracowników merytorycznych tych firm - maklerów i doradców. Jak wynika z analizy kar nakładanych przez KNF w okresie ostatnich 5 lat, system bezpośredniego nadzoru nad maklerami i doradcami dostarcza przy tym wiedzy unikalnej i odmiennej od wiedzy pozyskiwanej z systemu nadzoru nad firmami inwestycyjnymi. W warunkach rozwiniętego rynku kapitałowego zapotrzebowanie na taką wiedzę i na zapewnienie odpowiedniego poziomu profesjonalizmu firm inwestycyjnych nie tylko nie maleje, ale wręcz przeciwnie, rośnie, ze względu na wzrost stopnia komplikacji transakcji i stosowanych instrumentów. Doświadczenia innych rynków wskazują, że instytucje komercyjne czy stowarzyszenia branżowe nie są w stanie skutecznie zastąpić organu administracji państwowej w roli egzekutora odpowiedniego poziomu kwalifikacji i rzetelności kadr firm inwestycyjnych. Jednocześnie warto podkreślić, że obecne trendy na rynkach światowych idą w kierunku zwiększania bezpieczeństwa inwestorów poprzez rozszerzanie roli nadzorców na rynkach kapitałowych, a także edukację uczestników rynków. W Polsce w dużej mierze funkcja ta była realizowana właśnie poprzez wymagające egzaminy, a także nadzór nad osobami wykonującymi zawód maklera czy doradcy. Zaproponowane przez UKNF zmiany w tym zakresie pozostają więc w sprzeczności z kierunkiem, w którym zmierzają globalne rynki finansowe.

Magdalena Zajączkowska-Ejsymont

Prezes Zarządu Związku Maklerów i Doradców