

PASQUALE POLICASTRO
Lublin

ZASADY NADZORU NAD POŚREDNIKAMI RYNKU KAPITAŁOWEGO W PRAWIE EUROPEJSKIM*

I. EWOLUCJA REGULACJI RYNKÓW KAPITAŁOWYCH W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

System regulacji prawnych dotyczących rynku kapitałowego odnosi się do zasad określających funkcjonowanie usług finansowych oraz tzw. rynków regulowanych (łącznie z systemami rozliczeniowymi). Usługi finansowe dotyczą działalności kredytowej, ubezpieczeniowej oraz usług inwestycyjnych w instrumentach finansowych. Rynki regulowane to rynki, na których negocjowane są instrumenty finansowe. Regulacje prawne dotyczące usług finansowych oraz rynków papierów wartościowych wykazują, przynajmniej dla krajów bardziej zaawansowanych, wiele podobieństw.

Przede wszystkim rynki papierów wartościowych są instytucjonalnie określone. Mają bowiem własną podmiotowość prawną, są charakteryzowane przez określony zakres obowiązków i odpowiedzialności, określoną strukturę i organizację oraz przez pewien nadzór publiczny nad nimi wykonywany. Określone są więc prawne granice ich działania, jak również ich relacje z innymi rynkami usług finansowych. W takiej sytuacji możemy określić rynek kapitałowy jako zespolenie rynków pierwotnych, poprzez które inwestorzy, za pomocą pośredników, przekazują zasoby finansowe ich użytkownikom (*takers*), z rynkami wtórnymi, na których pośrednicy wymieniają się wzajemnie różnymi instrumentami

* Wyrażam wdzięczność Panu Profesorowi Sabino Cassese z Uniwersytetu La Sapienza w Rzymie za udzielone mi sugestie, które wpłynęły na koncepcję tego artykułu, oraz Panu Dawidowi Miąsikowi za opracowanie językowe tekstu.

finansowymi. Warto zauważyć, że przez te wymiany prowadzone na rynkach wtórnych można tworzyć cenę równowagi dla obydwu rynków¹.

Regulacje prawne dotyczące rynku kapitałowego mają chronić inwestora i użytkownika, jak również zapewniać interes ogólny poszczególnych systemów gospodarczych. Wśród wspólnych cech charakteryzujących ewolucję systemu regulacji prawnych krajów najbardziej zaawansowanych jest taka, że gwarantowane są interesy zarówno inwestora, jak i użytkownika, zapewniając stabilność, konkurencję i przejrzystość działania podmiotów obsługujących potrzeby rynku pierwotnego i wtórnego. Spełnienie takich warunków łącznie z liberalizacją powinno zapewnić interes ogólny. W tym znaczeniu liberalizacja oznacza wolność inwestowania na poszczególnych rynkach i w poszczególnych krajach oraz usunięcie wszelkiego rodzaju publicznego sterowania rynkiem kapitałowym poprzez docelowy wybór przedsiębiorstw prowadzących tam usługi lub poprzez ukierunkowanie rozwoju takich firm. Głównym celem niniejszego artykułu jest opisanie podstawowych zasad funkcjonowania systemu nadzoru umożliwiającego sprawdzanie funkcjonowania rynku kapitałowego zgodnie z wymienionymi cechami. Pojęcie pośrednika rynku kapitałowego będzie obejmowało tutaj wszystkie podmioty umożliwiające dostarczanie usług finansowych o charakterze kredytowym, inwestycyjnym lub ubezpieczeniowym dla inwestorów oraz umożliwiające zgromadzenie zasobów finansowych dla ich użytkowników; będzie obejmowało także wszystkie podmioty wykonujące transakcje na rynkach wtórnych oraz podmioty prowadzące i organizujące rynki papierów wartościowych.

Zanim jednak zajmiemy się prawem europejskim dotyczącym takich pośredników, jeszcze kilka słów poświęcimy zjawiskom, które charakteryzowały w ostatnich latach ewolucję rynków usług finansowych oraz rynków instrumentów finansowych w skali światowej².

Pierwszym zjawiskiem, które warto zauważyć, był postęp techniczny w dziedzinie informatyzacji. Umożliwił on łatwy dostęp pośredników do rynków instrumentów finansowych w innych krajach. W ten sposób został stworzony, przynajmniej dla transakcji w głównych instrumentach finansowych, duży rynek globalny, funkcjonujący nieustannie³. Z tego powodu będziemy tutaj odnosiłi

¹ G. S z e g ö, *Il sistema finanziario. Economia e regolamentazione*, Milano 1995, s. 487-488, Mc-Graw Hill.

² Zob. *A Survey of International Banking*, „The Economist”, 315(1990), N° 7649, s. 67; P. P o l i c a s t r o, *L'Internazionalizzazione di imprese a mezzo di imprese. L'integrazione della Polonia nella dinamica delle economie industrializzate: prospettive per l'Italia*, [w:] *Convenzione tra CNR e ISCONA sull'internazionalizzazione dei mercati finanziari e sullo stato dell'armonizzazione delle normative dei diversi Paesi europei*, Roma 1994.

³ B. D i a m o n d, M. P. K o l l a r, *24-hour Trading*, New York 1989, John Wiley & Sons.

się do rynku kapitałowego jako ujednoczonej całości pod względem ekonomicznym. Taka całość jest przedmiotem zainteresowania teźże analizy prawniczej.

Drugie zjawisko dotyczy natomiast zmiany w strukturze popytu finansowego w skali globalnej. Począwszy od lat siedemdziesiątych, tradycyjne usługi kredytowe oferowane przez banki były coraz mniej popularne. Rozwijał się natomiast szybko popyt na inne produkty finansowe, mające często charakter częściowo kredytowy, częściowo ubezpieczeniowy, częściowo inwestycyjny. Rozszerzenie się takich produktów w świecie było możliwe dzięki wspomnianej wyżej „rewolucji informatycznej”. Rynki, na których zostały wymienione takie instrumenty, zyskały coraz większe znaczenie dla całej ekonomii światowej. Przyrost liczebności podmiotów prowadzących takie usługi finansowe o charakterze nowatorskim przewyższał w sposób zasadniczy przyrost banków.

Innowacje prawne w tej dziedzinie dotyczyły przede wszystkim banków. Ich kryzys, szczególnie widoczny w Stanach Zjednoczonych w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych, wymagał ponownego ich uregulowania, żeby mogły one konkurować z nowymi pośrednikami finansowymi. Zauważono konieczność liberalizacji działalności bankowej, tak by umożliwić zaoferowanie nowych produktów finansowych oraz rozszerzenie ich rynków w skali międzynarodowej. Po drugie, trzeba było zapewnić zarówno bankom, jak i innym pośrednikom finansowym zaspokojenie wymogów kapitałowych, odpowiednich dla ryzyka ich działalności, w celu odpowiedniego zabezpieczenia interesów inwestorów oraz umożliwiania właściwej konkurencji, nie obciążając w sposób nierówny niepotrzebnymi kosztami kapitałowymi poszczególnych podmiotów, ubiegających się o ten sam rynek.

Ze względu na wymiar światowy rynku kapitałowego, wyraźnie zauważono potrzebę podejścia do jego regulacji, opierając się na podobnych zasadach. Takie potrzeby dostrzeżono przede wszystkim w krajach najbardziej uprzemysłowionych. Wspólne poczynania skoncentrowały się w ostatnich latach najpierw – jak już powiedziałem – na bankach, żeby umożliwić tworzenie globalnego rynku bankowego oraz wejście banków na globalne rynki finansowe. Opracowano w ten sposób zbliżone zasady dotyczące nadzoru bankowego, które odegrały decydującą rolę w tworzeniu we Wspólnocie Europejskiej ujednoczonego zespołu zasad dotyczących nadzoru nad wszystkimi pośrednikami rynku kapitałowego, a zwłaszcza nad pośrednikami finansowymi.

Z tego powodu warto przede wszystkim analizować zasady prawa międzynarodowego, do których dostosował się system europejski. W ten sposób będzie można sobie uświadomić wymiar globalny regulacji przyjętych w Europie.

II. WPŁYW GLOBALIZACJI RYNKÓW FINANSOWYCH NA TWORZENIE SYSTEMU NADZORU NAD POŚREDNIKAMI RYNKU KAPITAŁOWEGO W PRAWIE EUROPEJSKIM

Jak już zaznaczono, globalizacja rynków finansowych zwiększyła współzależność między krajowymi rynkami finansowymi. Poza tym dla pośredników finansowych stworzyła ona potrzebę zaoferowania własnych produktów poza krajem oraz dokonywania transakcji na różnych rynkach regulowanych. Nie można się więc dziwić, że zauważono potrzebę utożsamienia podstawowych zasad nadzoru stosowanych w krajach bardziej rozwiniętych. Z tego powodu szczególne miejsce w procesie tworzenia europejskiego systemu nadzoru nad pośrednikami rynku kapitałowego mają umowy i porozumienia zawarte na szczeblu międzynarodowym, z uczestnictwem podmiotów nie należących do Wspólnoty. Wśród takich aktów trzeba przede wszystkim wymienić umowę międzynarodową zawartą między USA a Wielką Brytanią w 1987 r., w sprawie kapitalizacji firm prowadzących działalność kredytową. Stanowiła ona porozumienie co do kryteriów umożliwiających określenie kapitału, potrzebnego dla pokrycia ryzyka wynikającego z działalności kredytowej. Określiła obliczanie współczynników kapitałowych dla pokrycia tego ryzyka jako kryterium, na podstawie którego nadzór miał być wykonywany.

To porozumienie miało decydujący wpływ na tworzenie systemu nadzoru nad bankami oraz innymi pośrednikami rynku kapitałowego według podobnych zasad nie tylko w Europie, lecz również w USA, Kanadzie i Japonii. Zasady zawarte w tym porozumieniu zostały potem przyjęte i opracowane w 1988 r. przez Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego⁴. Składa się on z gubernatorów banków centralnych oraz przedstawicieli władz nadzorujących banki. Skupia on „Grupę Dziesięciu”, tzn. Belgię, Kanadę, Francję, Niemcy, Japonię, Włochy, Holandię, Wielką Brytanię, USA oraz Szwajcarię i Luksemburg, a więc kraje, które często mają na bardzo odmienne stanowiska, jak państwa Wspólnoty Europejskiej, USA i Japonia.

Na podstawie reguł opracowany został w Europie system minimalny dotyczący treści nadzoru, najpierw dla systemu bankowego, a potem dla innych pośredników finansowych, a mianowicie: przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, funduszy powierniczych, przedsiębiorstw inwestycyjnych, prowadzących działalność maklerską⁵.

⁴ Zob. S z e g ö, dz. cyt., s. 542.

⁵ Dla banków takie zasady zostały określone w następujących aktach: dyrektywa EWG 89/299 o funduszach własnych z dnia 17 kwietnia 1989 r.; O. J. nr L 124, 5 maja 1989 r.; dyrektywa EWG 89/647 o współczynniku wypłacalności z dnia 18 grudnia 1989 r.; O. J. nr L 386, 30 grudnia 1989 r.; dyrektywa WE/30 o łącznym nadzorze nad grupą z dnia 6 kwietnia

Opierając się na takiej treści minimalnego nadzoru, przyjęto zasadę, zgodnie z którą pośrednicy rynku kapitałowego – po uzyskaniu zezwolenia od władz kraju, w którym mają siedzibę główną (i administrację centralną), nazywanych władzami kraju pochodzenia – mogą prowadzić własną działalność w innych krajach bez potrzeby uzyskania zezwolenia władz nadzorujących krajów goszczących. Taka zasada została zawarta w odrębnych dyrektywach, skierowanych do poszczególnych pośredników finansowych, wyżej wymienionych⁶.

Poza tym reguły zatwierdzone przez Komitet Basylejski w czerwcu 1992 r. stanowiły podstawę dla przyjęcia w prawie Wspólnoty Europejskiej nowych zasad dotyczących nadzoru nad pośrednikami finansowymi oraz współpracy między władzą nadzorującą kraju pochodzenia a władzą kraju goszczącego. Takie reguły utworzono jako skutek zdarzeń dotyczących procesu likwidacji BCCI (Bank of Credit and Commerce International), jaki został rozpoczęty w lipcu 1991 r. BCCI, który miał swą siedzibę w Luksemburgu, stał się niewypłacalny. Był on częścią większej grupy bankowej z siedzibą na wyspach Caymana, miał też rozbudowaną sieć filii w Wielkiej Brytanii. Tam został upoważniony do gromadzenia depozytów na mocy *Banking Act* z 1987 r. Jednak niewystarczająca przejrzystość grupy skutkowało tym, że ani władze kraju pochodzenia (Luksemburg), ani władze kraju goszczącego (Wielka Brytania) nie mogły skutecznie wykonywać nadzoru.

Po tym zdarzeniu, w czerwcu 1992 r., Komitet Bazylejski przygotował wspólny dokument, w którym zostały ustalone warunki minimalne dotyczące wystarczalności wykonanego nadzoru. W dokumencie skoncentrowano się głównie na relacjach między strukturą międzynarodowych grup bankowych a wykonaniem nadzoru nad nimi⁷.

1992 r.; O. J. nr L 110, 28 kwietnia 1992 r.; dyrektywa WE 92/121 o nadzorze i kontroli dużych poręczeń z dnia 21 grudnia 1992 r.; O. J. nr L 29, 5 lutego 1993 r.; dyrektywa o systemach gwarancji depozytów z dnia 30 maja 1994 r.; O. J. nr L 1 35/5 z 31 maja 1994 r. Warto tu przypomnieć dyrektywę 93/6/WE dla przedsiębiorstw inwestycyjnych, która spełnia – w stosunku do dyrektywy 93/22/WE – taką samą rolę jak dyrektywy o funduszach własnych i współczynniku wypłacalności w stosunku do drugiej dyrektywy bankowej.

⁶ System takich dyrektyw jest określony przez dyrektywę 95/26/WE, preambuła (1) jako „zakres ogólny”, w którym pośrednicy mogą prowadzić swoją działalność. Obejmuje on: dyrektywy 77/780 (O. J. nr L 322 z 17 grudnia 1977 r.) oraz 89/646 (O. J. nr L 386 z 30 grudnia 1989 r.) dotyczące banków; dyrektywy 73/239 (O. J. nr L 228 z 16 sierpnia 1973 r.) oraz 92/49 (GU nr L 228 z 11 sierpnia 1992 r.) w sprawie ubezpieczeń od szkód; dyrektywy 79/267 (O. J. nr L 63 z 13 marca 1979 r.) oraz 92/96 (O. J. nr L 360 z 9 grudnia 1992 r.) w sprawie ubezpieczeń na życie; dyrektywa 93/22 w sprawie przedsiębiorstw prowadzących działalność inwestycyjną na rynku papierów wartościowych oraz 85/611 w sprawie funduszy powierniczych (O. J. nr L 375 z 31 grudnia 1985 r.).

⁷ Szerzej na ten temat zob.: G. G o d a n o, *La legislazione comunitaria in materia bancaria*, Bologna 1996, s. 225-228, II Mulino.

Pierwszy z tych warunków dotyczy relacji między władzą nadzorującą kraju pochodzenia a władzą kraju goszczącego. W sytuacji, gdy chodzi o banki należące do międzynarodowych grup bankowych lub prowadzących działalność międzynarodową, władze kraju pochodzenia muszą mieć wystarczające uprawnienia, żeby wykonywać skuteczną kontrolę uwzględniającą całokształt grupy, do której bank należy. Współpraca między władzami kraju goszczącego a władzami kraju pochodzenia polega na tym, że władza kraju goszczącego musi sprawdzić:

a) czy władza nadzorująca kraju pochodzenia dostaje informacje dotyczące sytuacji całości grupy bankowej, do której należy nadzorowany podmiot, oraz czy władza kraju pochodzenia potwierdzi takie informacje i oceni je pod względem stabilności grupy bankowej;

b) czy władza nadzorująca kraju pochodzenia ma wystarczający zakres władzy, żeby uniemożliwić nadzorowanemu bankowi tworzenie struktur grupowych utrudniających zatrzymywanie na miejscu informacji dotyczących całej grupy bankowej lub uniemożliwiających prawidłowy nadzór nad grupą bankową;

c) czy władza nadzorująca kraju pochodzenia ma wystarczający zakres władzy, żeby uniemożliwić kontrolowanej grupie bankowej tworzenie podmiotów bankowych działających w niektórych krajach.

Drugi warunek określony w Protokole Bazylejskim z 1992 r., dotyczy tworzenia podmiotów zagranicznych przez nadzorowaną grupę bankową. Tworzenie takich podmiotów wymaga zezwolenia władz nadzorujących w kraju goszczącym, w kraju pochodzenia oraz w kraju pochodzenia grupy, jeśli te dwa ostatnie nie są zbieżne. Dla wydania takiego zezwolenia musi być uwzględniona solidność majątkowa grupy bankowej, adekwatność organizacji oraz procedur operacyjnych grupy bankowej dla skutecznego pokrycia ryzyka, i to nie tylko na poziomie poszczególnego banku, lecz na poziomie grupy jako całości.

Trzecim warunkiem jest to, że władze z kraju pochodzenia muszą mieć prawne możliwości zgromadzenia informacji pochodzących od filii zagranicznych banków podlegających ich nadzorowi.

Warunek czwarty zobowiązuje władzę nadzorującą kraju goszczącego do tego, że – jeśli jeden z wymienionych warunków minimalnych nie jest przestrzegany – musi ona stosować te środki ograniczające, które uważa za właści-

we z punktu widzenia zapobiegawczego (prudencjalnego)⁸, żeby wymusić przestrzeganie tych warunków minimalnych.

Jak to zostało zauważone, ustalenie takich warunków przez Komitet Bazylejski oznacza interpretowanie zasady *home country control* w sposób wzmacniający współpracę między krajami oraz rolę kraju goszczącego⁹.

Z analizy wymienionych dyrektyw oraz przez ich porównanie z wymienionymi aktami międzynarodowymi oraz z niektórymi ustawami Stanów Zjednoczonych (które, również na podstawie cytowanej umowy międzynarodowej zawartej z Wielką Brytanią odgrywały i odgrywają niemałą rolę w rozwoju prawa europejskiego), można wnioskować, że zasady umożliwiające określenie systemu nadzoru nad pośrednikami rynku kapitałowego w prawie europejskim są następujące:

1. Zasada *home country control* nad poszczególnymi pośrednikami rynku kapitałowego, obejmująca współpracę na szczeblu krajowym i międzynarodowym między władzami publicznymi właściwymi dla wykonywania nadzoru w poszczególnych krajach;

2. Zasada wykonywania nadzoru na podstawie współczynników wypłacalności pośredników;

3. Zasada wykonywania nadzoru sprawdzającego solidność pośredników;

4. Zasada wykonywania nadzoru sprawdzającego przejrzystość działania firm pośredniczących;

5. Zasada harmonizacji minimalnej w funkcjonowaniu systemów notowań na rynkach regulowanych.

Zasady pochodzące z prawa międzynarodowego dotyczą przede wszystkim współczynników wypłacalności, dzięki którym zostało rozbudowane podejście prewencyjne (lub prudencjalne, *prudential*) do systemu regulacji tworzonych w celu zapobiegania ryzyku wynikającemu z niewypłacalności. Takie podejście w systemie europejskim obejmuje również formy nadzoru polegające na sprawdzaniu właściwości organizacji i funkcjonowania wewnątrz firmy.

⁸ Poprzez użycie wyrażenia „prudencjalny” przenosimy na polski grunt terminologię WE. Warto zauważyć, że przepisy mające taką cechę zostały już określone w polskiej literaturze jako ostrożnościowe. Zob. J. K. S o l a r z, *Rozwój systemów bankowych*, Warszawa 1996, Biblioteka Menedżera i Bankowca.

⁹ Zob. G o d a n o, dz. cyt., s. 227-228.

III. ZASADA *HOME COUNTRY CONTROL*
ORAZ WSPÓŁPRACY MIĘDZY WŁADZAMI PUBLICZNYMI
WŁAŚCIWYMI DLA WYKONYWANIA NADZORU W POSZCZEGÓLNYCH KRAJACH

Podstawowym celem, który miał być osiągnięty przez prawo europejskie, było umożliwienie – po uzyskaniu zezwolenia – tworzenia własnych filii oraz swobodnego świadczenia własnych usług w obrębie Wspólnoty Europejskiej dla wszystkich pośredników finansowych z krajów należących do Wspólnoty. Na podstawie takich zezwoleń pośrednik – przedsiębiorstwo bankowe, ubezpieczeniowe, inwestycyjne lub fundusz powierniczy – może założyć filie w dowolnych krajach członkowskich lub prowadzić tam bezpośrednią działalność. Przedsiębiorstwom prowadzącym działalność inwestycyjną nie można zabraniać lub utrudniać członkostwa w rynkach regulowanych, działających na podstawie zezwolenia wydawanego przez inne kraje członkowskie.

Nadzór nad firmami bankowymi, przedsiębiorstwami inwestycyjnymi, ubezpieczeniowymi lub funduszami powierniczymi jest dokonywany przez władze kraju, które wydały takie zezwolenie. Jednak przedsiębiorstwa działające poza krajem i prowadzące działalność pośrednika na rynku kapitałowym muszą przestrzegać prawa krajów goszczących. Podmioty wykonujące nadzór w krajach goszczących nie mogą nałożyć na przedsiębiorstwa pochodzące z innych krajów żadnych dodatkowych obciążeń niż te, wymagane przez ogólne przepisy krajowe. Powstają tu, jak słusznie zauważył m.in. S. Cassese¹⁰, dwa rodzaje konkurencji: między pośrednikami (łącznie z rynkami regulowanymi), którzy łatwiej mogą dotrzeć do nowych rynków, oraz między ustrojami prawnymi, choć ten rodzaj konkurencji jest łagodzony przez fakt, że taki proces wzajemnego uznania prawa państw członkowskich prowadzony jest razem z ustaleniem pewnych zasad minimalnych dla harmonizacji prawa krajów członkowskich. Przepisy, o czym wyżej była mowa, dotyczące współczynników wypłacalności oraz własnych środków kapitałowych są stosowane automatycznie, choć przy ich używaniu mogą pojawić się wątpliwości wynikające z trudności w sprawdzaniu konkretnej sytuacji.

Publiczne podmioty nadzorcze w krajach goszczących współpracują z podmiotami nadzorującymi z krajów pochodzenia. Jednocześnie mają pewne możliwości bezpośredniego działania w razie zwłoki tych ostatnich. Tworzą się w ten sposób sieci współpracy dwustronnej między podmiotami nadzorującymi, które umożliwiają funkcjonowanie zasady *home country control* dla pośredników rynku kapitałowego. Działania administracji poszczególnych krajów są więc podobne.

¹⁰ S. C a s s e s e, *La nuova costituzione economica*, Bari 1995, s. 179, Laterza.

Takie więzi między administracjami poszczególnych krajów zostały wzmocnione dyrektywą 95/26, której adresatami są wszyscy pośrednicy finansowi. W celu umożliwienia rzeczywistego wykonania nadzoru jej przepisy ustalają, że przy odpowiednim zezwoleniu i z odpowiednimi gwarancjami dopuszcza się wymianę informacji między władzami właściwymi dla wykonania nadzoru a innymi podmiotami, np. tymi, które nadzorują likwidację oraz postępowanie upadłościowe podmiotu nadzorowanego, lub tymi, mającymi za zadanie wykrycie sytuacji, w których prawo spółek nie było przestrzegane. Podmioty te mogą być krajowe lub obce. W ten sposób zostaje rozszerzony zakres możliwego działania władz nadzorujących.

IV. ZASADA WYKONYWANIA NADZORU NA PODSTAWIE WSPÓLCZYNNIKA WYPŁACALNOŚCI POŚREDNIKÓW

Zasady nadzoru nad pośrednikami rynku kapitałowego, oparte na zachowaniu określonych współczynników kapitałowych, sankcjonowane są przymusową likwidacją podmiotu, który nie jest w stanie utrzymać określonego poziomu zasobów kapitałowych oraz nie jest w stanie poprawić tej sytuacji w wyznaczonym terminie. Sankcje te mają na celu usunięcie z systemu takich podmiotów, których działanie mogłoby spowodować zagrożenie dla inwestorów oraz dla właściwego funkcjonowania rynków kapitałowych. Warto zauważyć, że taka zasada jest obecna również w prawie USA.

Większe trudności w sprawdzaniu współczynników kapitałowych mogą powstawać w wyżej wymienionych sytuacjach, w których banki należą do międzynarodowych struktur grupowych. Z takiego powodu w dyrektywie 95/26 zostały rozszerzone uprawnienia władz wykonujących funkcje nadzorcze do zdobywania informacji.

Dla sprawowania nadzoru nad grupami finansowymi o zasięgu międzynarodowym treść dyrektywy ustala, że międzynarodowe grupy bankowe lub finansowe muszą mieć strukturę przejrzystą w celu umożliwienia faktycznego wykonania nadzoru. Istotnym elementem dyrektywy 95/26 jest uwzględnienie tego wymogu oraz rozszerzenie go na całą branżę usług finansowych. W dyrektywie 92/30/WE o łącznym nadzorze nad podmiotami kredytowymi¹¹, w preambule (5) uwzględniono możliwość odmowy bądź cofnięcia zezwolenia w sytuacji, gdy struktury grupowe wydają się być niedostosowane do wykonywania działalności bankowej. W dyrektywach dotyczących innych pośredników finansowych

¹¹ O. J. nr L 110/52 z 28 kwietnia 1992 r.

nie było odniesienia do takiego uzasadnienia dla decyzji odmawiającej zezwolenia lub je cofającej.

W dyrektywie 95/26 ustala się, że jeżeli istnieją bliskie związki między przedsiębiorstwem finansowym a innymi osobami fizycznymi lub prawnymi, władze właściwe udzielają zezwolenia jedynie wtedy, gdy takie związki nie utrudniają rzeczywistego wykonywania ich funkcji nadzorczych. Poza tym właściwe władze odmawiają zezwolenia, jeśli przepisy wydane przez parlament, rząd lub administrację trzeciego kraju, od których zależy jedna albo więcej osób fizycznych lub prawnych, z jakimi przedsiębiorstwo ma bliskie związki, utrudniają wykonywanie ich funkcji nadzorczych. Przepis ten stosuje się również wtedy, gdy w kraju trzecim są przepisy umożliwiające nadzór, ale zaistnieją trudności w ich stosowaniu. Po trzecie, w celu wykonania kontroli, właściwe władze wymagają, by przedsiębiorstwa finansowe dostarczały im informacje, by zagwarantować stałe przestrzeganie warunków określonych w omówionych przepisach – art. 1(2).

V. ZASADA SOLIDNOŚCI POŚREDNIKÓW I PRZEJRZYSTOŚCI ICH DZIAŁAŃ W DOKONYWANIU NADZORU

Wśród norm zmierzających do zapewnienia stabilności systemu nie ma przepisów, które mogłyby być stosowane w sposób automatyczny, tak jak w przypadku współczynników wypłacalności oraz wymogów kapitałowych. Te, które są, gwarantują interes inwestorów, zapewniając rzetelność i uczciwość działań pośrednika. Chodzi o przepisy określające charakter technicznego działania pośredników pod względem administracyjnym, księgowym, organizacyjnym, zapewniające prawidłowość zawieranej transakcji, zabezpieczające fundusze oraz instrumenty będące własnością inwestorów (reguły prudencyjne)¹². Chodzi również o przepisy określające charakter merytoryczny zachowania pośrednika, by transakcje przeprowadzano w sposób staranny, rzetelny, przestrzegając wymaganych zasad procedury, po uzyskaniu odpowiednich informacji od inwestora oraz przekazaniu mu należytych informacji o sobie, unikając w miarę możliwości konfliktu i zawsze zapewniając inwestorom uczciwe traktowanie (reguły zachowania)¹³. Warto tutaj zauważyć przede wszystkim to, że – po pierwsze – obydwa rodzaje reguł nie nadają się do automatycznej wyceny. Po drugie – reguły prudencyjne dotyczą mechanizmu wewnętrznej organizacji i funkcjonowania przedsiębiorstw zajmujących się usługami finansowymi, natomiast reguły

¹² Zob. art. 10, dyr. 93/22/WE.

¹³ Zob. art. 11, tamże.

zachowania dotyczą relacji tych przedsiębiorstw z klientami. Po trzecie, reguły prudencjalne są uchwalane przez kraj pochodzenia i nad ich przestrzeganiem czuwają władze tego kraju. Natomiast reguły zachowania ustala i nadzoruje kraj goszczący.

Różnice dotyczące treści reguł prudencjalnych i reguł zachowania oraz władzy, którą czuwa nad ich przestrzeganiem, mają podobny charakter w dyrektywach dotyczących wszystkich pośredników finansowych.

VI. ORGANIZACJA NOTOWAŃ NA RYNKACH REGULOWANYCH WOBEC ICH PODLEGANIA PRAWU KRAJOWEMU

Istotne kroki dla harmonizacji reguł funkcjonowania rynków wtórnych zostały podjęte przez uchwalenie dyrektywy 93/22/WE o usługach inwestycyjnych. Jednak pierwsza charakterystyka zasad prawnych dotycząca rynków regulowanych charakteryzuje się tym, że z punktu widzenia strukturalnego kontynuowana jest ich zależność od prawa poszczególnych krajów, zezwalających na ich utworzenie. Warto zauważyć, że to nie może stanowić przeszkody w dostępie do rynków regulowanych krajów goszczących te przedsiębiorstwa inwestycyjne, które uzyskały zezwolenie w kraju ich pochodzenia. Jak zauważył Cassese, dostęp pośrednika do rynków regulowanych jest nadal podporządkowany niektórym klasycznym formom kontroli administracyjnej władz publicznych krajów pochodzenia takich rynków. Przyczyną utrzymania takich regulacji jest to, że zagrożenia dotyczące działalności tego pośrednika skutkują natychmiast, zwłaszcza na tych rynkach, na których pośrednik działa najwięcej. Stąd pośrednik mający za siedzibę kraj A i prowadzący tam mało operacji bardziej interesuje władze kraju B, na rynkach którego prowadzi on większość swoich operacji. Podobna sytuacja na rynku bankowym prowadzi – jak zauważyliśmy – do wzmocnienia roli kraju goszczącego w procesie wydawania zezwolenia.

Jednak przepisy dyrektywy dotyczące usług inwestycyjnych uniemożliwiają też dyskryminację pośredników w zależności od kraju ich pochodzenia¹⁴. Wynika stąd, że zasada podlegania struktur rynków regulowanych krajowi ich pochodzenia jest dodatkowym elementem wymuszającym współpracę między władzami nadzorującymi kraju pochodzenia a władzami nadzorującymi kraju goszczącego. Jest to pozostałość po systemie polegającym na współdziałaniu władzy publicznej w wybieraniu przedsiębiorcy. Firmy, które mają dostęp do rynków regulowanych, są dobierane na podstawie odrębnych zezwoleń, a pra-

¹⁴ Tamże, art. 28.

owników wybiera się spośród osób wpisanych do odpowiednich rejestrów lub za zgodą władzy nadzorującej.

Te elementy wykazują, że zasady prawne dotyczące rynków regulowanych są różnorodne, przynajmniej w odniesieniu do zasady nadzoru nad nimi. Wynika to z faktu, że systemy administracji poszczególnych krajów są jeszcze zbyt zróżnicowane, by móc ujednoczyć zasady nadzoru przynajmniej z punktu widzenia strukturalnego. Taki temat zasługuje z pewnością na dalszą uwagę, ale to wykracza poza problematykę niniejszego artykułu.

Dyrektywa 93/22/WE o usługach inwestycyjnych wprowadziła ważne zasady dotyczące organizacji transakcji zawartych na rynkach regulowanych. Ujednolicone zostały zasady publikacji notowań¹⁵. Dla każdego instrumentu negocjowanego na poszczególnych rynkach regulowanych musi bowiem być publikowana na początku każdego dnia funkcjonowania rynku cena średnia ważona, cena minimalna i maksymalna oraz ilość transakcji, które zostały zawarte w poprzednim dniu¹⁶.

Dla rynków ciągłych – opartych na kojarzeniu zleceń – oraz dla rynków opartych na notowaniach ciągłych takie informacje, kalkulowane dla okresu 6 godzin funkcjonowania rynku, muszą być publikowane co godzinę, z opóźnieniem dwugodzinnym w stosunku do funkcjonowania rynku. Poza tym co dwadzieścia minut (dla okresu dwugodzinnego funkcjonowania rynku) muszą być publikowane: cena średnia ważona, cena maksymalna i cena minimalna. Ich publikacja musi nastąpić z opóźnieniem godzinnym w stosunku do relewantnego okresu czasowego¹⁷.

Przepisy dyrektywy 93/22/WE o usługach inwestycyjnych wprowadzają, jak można zauważyć, wspólne regulacje w dziedzinie publikowania notowań, które umożliwiają kontrolowanie przejrzystości transakcji dokonywanych na poszczególnych rynkach. Przestrzeganie takich zasad podlega odpowiedniemu nadzorowi. W omówionej dyrektywie dba się o to, by ustalone zasady nie były ominięte. Na przykład jeśli ustali się, że inwestorzy mieli jakkolwiek dostęp do informacji o cenach oraz strukturze zleceń, to informacje te muszą być ujawnione w każdej chwili w okresie funkcjonowania rynku, a terminy podawane w sprawie ceny oraz ilości potrzebnej do uruchomienia transakcji muszą być takie, by inwestor mógł w rzeczywistości realizować swoje transakcje. Widać tu pewien zakres odpowiedzialności rynku regulowanego.

¹⁵ Tamże, art. 21(2).

¹⁶ Tamże, art. 21(2 a).

¹⁷ Tamże, art. 22(2 b).

VII. SYSTEM WŁADZ UPRAWNIONYCH DO NADZORU RYNKU KAPITAŁOWEGO

W systemie dyrektywy 93/22/WE podmioty właściwe do wydawania zezwoleń na działanie oraz dla nadzoru nad przedsiębiorstwami inwestycyjnymi muszą spełniać określone wymagania. Z punktu widzenia podmiotowego i przedmiotowego powinny być władzami administracyjnymi, tworzonymi lub uznanymi na podstawie odpowiednich ustaw, i muszą być wyposażone we właściwe funkcje oraz odpowiedni zakres władzy. Wszystkie podmioty uprawnione do wykonywania nadzoru nad przedsiębiorstwami inwestycyjnymi muszą współpracować ze sobą oraz ze wszystkimi władzami nadzorującymi innych pośredników rynku kapitałowego (rynk instrumentów finansowych, podmioty prowadzące działalność kredytową, ubezpieczeniową oraz fundusze powiernicze) z własnego kraju oraz – jeśli działalność pośredników wykracza poza granice kraju pochodzenia – innych zainteresowanych krajów. Podobne reguły dotyczą władz sprawujących nadzór nad innymi pośrednikami. Przepisy nie określają więc, jakie ma być miejsce podmiotów nadzorujących w administracji krajów członkowskich. Ustalają tylko, że powinny być odpowiednio legitymizowane w systemie ustawowym kraju i muszą być wyposażone w funkcje własne oraz odpowiedni zakres władzy. Niezależne działanie umożliwia przepis, w myśl którego każdą z branż składających się na system prywatnych finansów przypada jeden „autorytet niezależny”, wykonujący właściwe funkcje nadzoru¹⁸. Podmioty w rzeczywistości sprawujące taki nadzór mogą być różne lub może być utworzony jeden podmiot nadzorujący wszystkie usługi finansowe, jak to zrobiono w niektórych krajach skandynawskich. Prawo europejskie jest neutralne co do liczby autorytetów odpowiedzialnych za każdego rodzaju pośrednictwo, lecz muszą one ze sobą współpracować. Odpowiedzialność za to ponoszą poszczególne kraje członkowskie. Jeśli jest to wymagane, władze nadzorujące muszą współpracować z władzami innych krajów. Organizacja nadzoru nad pośrednikami rynku kapitałowego we Wspólnocie Europejskiej ma charakter „sieciowy”¹⁹; wynika on z przyjęcia zasady dotyczącej udzielenia zezwolenia i wykonywania nadzoru przez kraj pochodzenia pośrednika. Warto zauważyć, że interakcja między niezależnymi władzami administracyjnymi wzmacnia ogólne funkcjonowanie systemu, gdyż wiąże system nadzoru z zasadami obiektywnymi, stosowanymi w sposób oparty na doświadczeniu poszczególnych władz. Niewątpliwie wszelka ewolucja tego systemu koordynacji musi uwzględnić skutki i wyniki osiągnięte przez współpracę tego rodzaju.

¹⁸ C a s s e e, dz. cyt., s. 194.

¹⁹ Tamże s. 188.

Dyrektywy 93/6/WE i 93/22/WE zostały przyjęte do tej pory przez Belgię i Irlandię. W innych krajach trwają przygotowania zmierzające do ich recepcji. Jest to zadanie łatwiejsze np. dla Wielkiej Brytanii, która w pewnym sensie była wzorcem dla rozwoju europejskiego systemu nadzoru nad pośrednikami rynku kapitałowego. W innych krajach, np. w Republice Federalnej Niemiec, oczekuje się przyjęcia tych zasad pod koniec roku. We Włoszech toczą się na ten temat ostatnie dyskusje.

Jak to już zostało zauważone, ważność tych dyrektyw polega na tym, że wprowadzają one – również dla przedsiębiorstw inwestycyjnych o charakterze maklerskim – te same zasady nadzoru, które dotyczą banków i które zostały rozszerzone w sposób jednakowy na innych pośredników rynku kapitałowego, choć z pewnymi wyjątkami zwłaszcza w stosunku do podmiotów instytucjonalnych zajmujących się organizowaniem i prowadzeniem rynków wtórnych oraz systemów rozliczeniowych.

PRINCIPLES OF SUPERVISION ON THE INTERMEDIARIES OF THE CAPITAL MARKET IN THE EUROPEAN LAW

S u m m a r y

This work aims to contribute to the construction of a common group of legal principles concerning the supervision on all the intermediaries of the capital market. Our attempt seems to be justified by the following reasons: 1) the existing link between the financial intermediaries and the regulated markets; 2) the need of a real and fair competition within the whole system of the financial intermediation; 3) the need for an efficient supervision. In the European regulations for the intermediaries of the capital market an important role is played by the rules of international Law, which influenced the adoption and the evolution of the European system of supervision first for the banks, and then for other financial intermediaries (including regulated markets and clearing houses).

The supervision on the intermediaries of the capital market in the European Community is characterized by: the principle of the home country control, the principles of capital and technical adequacy, the principle of transparency, and the principle of uniformity of the rules of publishing information concerning the instruments traded on the regulated markets of the different member States.

The principle of the home country control implies the mutual recognition of the legal system of the member states. It is made possible only when there exist some common rules concerning capital and technical adequacy. In these matters, the supervision is performed by the authorities of the member state of origin. When the supervision refers to a company closely related to other foreign companies, the role of the authorities of the guesting state has gained of importance. For what concerns the relationship between the intermediary and the investor, the supervision is performed by the authorities of the State in which the activity takes place.

In this way, the system of supervision on the intermediaries of the capital market takes the form of a network, in which the competent authorities of the State of origin and of the guesting State, ask and receive information from the intermediary and other authorities. A closer relationship with the system of the members State of origin characterizes the regulated markets and the clearing houses.