

## Inwestor indywidualny. Czy chronić go tak jak konsumenta?

Andrzej Sopoćko

*Ochrona drobnego inwestora leży w interesie gospodarki, zwiększa bowiem zarówno wielkość akumulacji, jak i poszerza społeczną bazę inwestowania. Ponadto drobni inwestorzy tworzą niezbędną płynność dla rynku kapitałowego, jak również pełnią niezastąpioną rolę w absorpcji innowacji rynkowych. Pozyskiwanie drobnych inwestorów jest ważnym interesem głównych uczestników rynku (giełdy, domów maklerskich). Stąd ich ochrona jest w podstawowym zakresie zapewniona przez system rynku. Zwiększenie bezpieczeństwa ich działania nie musi się wiązać z bezpośrednimi, skierowanymi na drobnych inwestorów działaniami regulacyjnymi. Najważniejsze jest wspieranie oddolnych procesów zmierzających do uzyskania wysokiego poziomu transparentności, tworzenia i przestrzegania kodeksów dobrych praktyk korporacyjnych.*

### 1. Systemowe analogie problemu ochrony konsumenta i inwestora

Z punktu widzenia formalnego różnica między inwestorem a konsumentem jest ogromna. Mało które pojęcia tak łatwo rozgraniczyć jak konsumpcję i inwestowanie. Jeśli zastosuje się kryterium przedmiotowe (co jest przedmiotem konsumpcji, co – inwestowania), różnice widać niezwykle czytelnie. Konsumując, zużywamy pewne produkty lub usługi, inwestując natomiast, pomnażamy pewien majątek. Przedmioty konsumowane mają swoje cechy użytkowe, które – wraz ceną – są kryterium wyboru dla decydenta. Inwestujący zaś np. w papiery wartościowe z reguły nie kieruje się w ogóle właściwościami fizycznymi inwestycji. Ważna jest dla niego stopa zwrotu i bezpieczeństwo jej uzyskania. Problem, czy inwestować w ciastkarnię, czy w produkcję asfaltu, nie wynika z zamiłowania do któregoś z tych produktów, lecz prognoz osiągnięcia przychodów w każdym z tych przedsięwzięć. Do tego można jeszcze dodać, że człowiek konsumować – przynajmniej w minimalnym zakresie – musi, inwestować zaś – nie.

W tej sytuacji rozróżnienie między inwestorem i konsumentem wydaje się czytelne, nie tylko w kategoriach definicyjnych (kto jest kim). Pozornie oczywistą wy-

daje się także siła obrony jednego i drugiego przez organa kontrolne państwa oraz instytucje je wspierające. Na pierwszy rzut oka konsumenta należy chronić bardziej, bo jest to sprawa jego życia, zdrowia i pieniędzy.

Teza ta jednak staje się wątpliwa, jeśli przyjrzeć się sprawie bliżej. Nie wszystkie obszary konsumpcji powinny być tak samo chronione (np. żywność i używki). Daleko posuniętej ochronie powinni podlegać natomiast pewni szczególnie inwestorzy (fundusze emerytalne). Tym samym rozważania, kto (konsument czy inwestor) powinien korzystać z większych preferencji ochronnych, na poziomie ogólnym wydają się jałowe. Jak się wydaje, zarówno w przypadku inwestora indywidualnego, jak i konsumenta, nadrzędnym celem działań regulacyjnych jest ochrona rynku. Gdyby tej ochrony nie zastosowano, można się liczyć z poważnymi perturbacjami po stronie popytu, zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego.

Dominiacja celu, jakim jest dobry rynek, powinna mieć miejsce zarówno w działalności Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, jak i Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG). Przyjęcie pryncypiów gospodarki rynkowej wymaga pogodzenia się z faktem, że rynek spełniający swoje podstawowe cechy (przede wszystkim: transparentność, płynność, niezależność uczestników) jest wystarczającym i jednocześnie najlepszym regulatorem gospodarki. Jeśli tezę tę uznać za prawdziwą, obie instytucje regulacyjne powinny koncentrować się na wspieraniu rozwoju konkurencji oraz takich zachowań, które są niesprzeczne z kanonem „idealnego” rynku. Te ostatnie można sprowadzić do pojęcia rynkowych zasad *fair play*; należą do nich: rzetelna informacja o produkcie, niestosowanie praktyk dyskryminacyjnych, przestrzeganie dobrych obyczajów w działalności promocyjnej itp.

W działalności instytucji regulujących rynek konsumpcyjny i kapitałowy nie można wykluczyć pewnych wątków politycznych. W szczególności można się spodziewać podejmowania prób realizacji wizji polityki społecznej (wyrównywanie różnic międzygrupowych, szczególna troska o niektóre z tych grup i środowisk). Na ile jednak udział regulatorów rynku w wyrównywaniu dysproporcji społecznych jest potrzebny, wobec wykonywania tej funkcji, lepiej czy gorzej, przez inne instytucje, jest kwestią subiektywnych ocen oraz obiektywnej oceny kosztów i stopnia realizacji tych celów. Warto zauważyć, że nawet w dojrzałych społeczeństwach rynkowych (w USA na początku lat pięćdziesiątych) próbowano sztucznie zwiększać dostęp do rynku szerszych grup społecznych, podejmując interwencje cenowe. W innych krajach poszerzano te działania o interwencje w strukturę produkcji. Eksperymenty te uważa się obecnie za nieudane, przynosiły bowiem jak dotąd bardzo poważne koszty systemowe, przy minimalnej satysfakcji nominalnych beneficjentów tych operacji.

Obecnie, jak się wydaje, wiele przemawia za przyjęciem tezy, że ochrona konsumenta i ochrona drobnego inwestora powinny być prowadzone tak, aby nie osłabić regulacyjnej funkcji rynku. Nie oznacza to bynajmniej poddawania się rynkowi takiemu, jakim on jest. Można, a tak się przecież robi powszechnie w świecie, rynkowi jego rozwój ułatwić. Natomiast nieprzemyślane „poprawianie rynku” może ten rozwój utrudnić. Dobry rynek jest efektywny dla rozwoju gospodarki, zły rynek temu rozwojowi ciąży. Tak naprawdę zły rynek zawsze komuś odbiera jakieś korzyści. Psucie rynku (zazwyczaj pod hasłem jego naprawy) ma swoją, zwykle wysoką cenę. Płacimy ją często za nadzieję, że skorzystają na nim wybrane grupy społeczne. Często jest to nadzieja złudna, opłacona za to wysokimi kosztami.

## 2. Co obecnie chroni drobnego inwestora?

Dobry rynek – to rynek w miarę równych szans po obu stronach transakcji. W tej materii należy zrobić tyle, ile jest możliwe, ale bez przekraczania granicy racjonalności ekonomicznej. Dysproporcje sił zawsze będą, ale ich wpływ na sposób przeprowadzania transakcji oraz uzyskane parametry, można, jak wiadomo, istotnie zmniejszać. Na pytanie, jak daleko mogą posunąć się regulacje chroniące drobnego inwestora, odpowiedzieć wypada tak: tak daleko, jak daleko służyć to będzie rozwojowi całego rynku.

Prawo międzynarodowe i krajowe chroni przede wszystkim inwestora jako kategorię ogólną. W istocie tylko w niewielkim obszarze rynku pierwotnego i wtórnego można znaleźć zasady i praktyki chroniące szczególnie inwestora drobnego; jeśli takie są, to chronią go raczej tylko pośrednio.

Na rynku pierwotnym za objaw takiej ochrony można uznać preferencje wydziałania z oferty publicznej transzy dla drobnych inwestorów oraz troskę emitentów o jej pełną realizację. W stosunku do tego segmentu występują też, bardzo często, pewne preferencje cenowe. Tym sposobem znaczna część oferty pozostaje poza silnymi graczami instytucjonalnymi. M.in. dzięki temu drobni inwestorzy nie są ani marginesem w strukturze własności spółek, ani nic nie znaczącym graczem np. w operacjach giełdowych.

Jednakże powszechnie stosowanie praktyki pozostawiania znacznych ofert dla drobnych akcjonariuszy, choć prowadzą do wzmocnienia ich pozycji, nie wywodzą się z intencji ochrony inwestora. Główną przesłanką tego działania jest w rzeczywistości interes emitenta. Im bowiem więcej drobnych inwestorów, tym łatwiej głównym akcjonariuszom kierować spółką i tym bardziej emisja przypomina czyste zasilenie kapitałowe niż dzielenie się władzą. Ponadto regułą przyjmowaną przez giełdy jest dopuszczenie do notowań spółek z dość znacznym tzw. *free flow* (co najmniej 25%), co oznacza konieczność posiadania licznego rozproszonego akcjonariatu. To wymaganie kształtuje zachowania na rynku zarówno pierwotnym, jak i wtórnym. Przytłaczająca ilość emisji na rynku kapitałowym podejmowana jest z myślą o notowaniach na rynku giełdowym. Trudno przecież sprzedawać akcje, z którymi inwestorzy nie będą wiedzieli, co zrobić. Sprzedaż pozagiełdowa jest wszędzie raczej marginesem obrotu. Regulacje giełdowe, dotyczące formalnie rynku wtórnego, faktycznie kształtują emisje pierwotne (IPO). Realizacja interesu drobnego inwestora jest więc także rezultatem gry interesów emitentów z organizatorami platform obrotu papierami wartościowymi.

Okazuje się także, że występuje pewna zbieżność interesu drobnych akcjonariuszy z interesem domów maklerskich. Udzielają one powszechnie pewnych preferencji cenowych dla tejże grupy. Dość często realizowane jest to pod hasłem spełniania misji społecznej, polegającej na pomocy osobom znajdującym się w słabszej pozycji na rynku. Raczej jednak chodzi tu o strategiczny interes domu maklerskiego, z którym hasło to dobrze współbrzmi. Drobni inwestorzy są po prostu bardzo ważni. Choć najlepszy biznes robi się z dużymi inwestorami (duże obroty), to jednak „trudno o dużych bez małych”. Na nich zarobić można także. Poza tym im większa ich ilość, tym większa szansa na dotarcie do większych. Dla pozyskiwania lepszych klientów potrzebna jest w miarę szeroka baza kontaktów; można do niej zaliczyć w szczególności liczbę prowadzonych rachunków. Osobiste kontakty mają także szansę przekształcenia się w kontakty instytucjonalne.

Trudno natomiast uznać za adresowane do drobnego inwestora ustalenia i procedury nakazujące dawać klientowi maklera bezwzględne pierwszeństwo przed jego operacjami własnymi. Pozornie wydaje się, że tak jest; przy bliższej analizie okazuje się jednak, że problem ten nie dotyczy raczej ochrony drobnego inwestora. W szczególności chodzi tu o tzw. *front running* (wysuwanie własnych zleceń maklera przed zleceniami klientów, z wykorzystaniem informacji o tych ostatnich) oraz *churning* (maksymalizacja obrotu z pominięciem zasady realizacji zlecenia „najkorzystniej jak tylko możliwe”). Procedury te chronią zarówno dużych, jak i małych inwestorów. Można nawet powiedzieć więcej; podejmowanie ryzyka dokonania wymienionych operacji dla małych zleceń jest mało opłacalne. Praktyki te są przecież zakazane. Jeśli mimo to się je podejmuje, ryzykując co najmniej karierę zawodową, to raczej w sytuacji, gdy wiążą się z tym duże pieniądze. A te, jednorazowo (trudno przecież ryzykować permanentnie), są możliwe do uzyskania tylko przy dużych zleceniach, realizowanych przez dużych partnerów. Zakazy i sposoby wychwytywania wspomnianych operacji niewątpliwie są ważnym instrumentem ochrony inwestora. Uznanie jednak, że chronią one przede wszystkim inwestora drobnego, jest poglądem nieuzasadnionym.

Jak wynika z przedstawionych rozważań interes drobnego inwestora chroniony jest pośrednio. Jest on zbieżny z interesami innych, podstawowych uczestników rynku kapitałowego. Realizacja ich własnych, dobrze pojętych celów wymaga pewnej troski o drobnego inwestora. W szczególności chodzi tu o zbieżność ich interesu ze strategicznymi celami:

- 1) giełdy (drobni inwestorzy są niezbędni dla zapewnienia płynności oraz testowania nowych obszarów lub instrumentów rynku);
- 2) domów maklerskich (tworzą bowiem szeroką bazę przyciągania zleceń);
- 3) emitentów (drobni inwestorzy stanowią bezpieczne źródło pozyskiwania kapitału, zmniejszają ryzyko wrogich przejęć i tworzą szanse wejścia na efektywne platformy obrotu).

### 3. Współczesna rola inwestora w społeczeństwie

Jeśli interes drobnego inwestora jest chroniony w znacznym zakresie przez sam system rynku kapitałowego, powstaje problem, na ile to wystarcza, na ile zaś celowe jest stworzenie dodatkowych regulacji wzmacniających jego pozycję. Chodzi o to, czy w ogóle przyrost ilości drobnych inwestorów, zwiększania się ich udziału w społeczeństwie jest celowy i pożyteczny dla gospodarki, a tym samym warty dodatkowego wzmocnienia.

Problem ten nie da się rozstrzygnąć bez szerszych odniesień, zarówno do wizji całej gospodarki, jak i ról jej uczestników. Dzisiejsze postrzeganie gospodarki rynkowej jest w dalszym ciągu obciążone dziewiętnastowiecznym modelem rozłącznego podziału między dysponentami kapitału (kapitalistami) a dysponentami pracy (pracownikami). W uproszczonym opisie można byłoby to sformułować tak: ci, co mają kapitał – nie pracują, ci, co pracują – nie mają kapitału. Sto lat temu tak było, współcześnie takie podejście wręcz śmieszny. Jak bowiem inaczej je traktować wobec szerokiego dzisiaj upowszechnienia akcji pracowniczych czy powstania potężnej, specyficznej grupy inwestorów, jakimi są fundusze emerytalne (1/3 zasobów rynku kapitałowego USA).

W bogatych współcześnie społeczeństwach inwestor jest kategorią rynkową, zaś jego usytuowanie w którejś z kategorii społecznej stratyfikacji staje się coraz bardziej problematyczne. Prowadzi to do systematycznego poszerzenia bazy dysponentów kapitału, obecnych we wszystkich warstwach społecznych. Ten proces rozpoczął się zaraz po pierwszej wojnie światowej, w okresie wielkiej ekspansji rynku kapitałowego i, mimo kryzysów z tym związanych, trwa nieustannie do dzisiaj. Dalszą konsekwencją tego stanu rzeczy jest zmniejszenie roli własności w kreowaniu zdarzeń gospodarczych.

Proces demokratyzacji kapitału, choć niekoniecznie wiążący się z pokonywaniem stratyfikacji społecznej, wydaje się społecznie, a przede wszystkim – gospodarczo, korzystny. Inwestowanie angażuje człowieka w proces poznawania gospodarki, uczy odpowiedzialności oraz uświadamia złożoność ryzyka działalności gospodarczej. Jest to więc ćwiczenie, które w wielkiej społecznej skali podnosi jakość wykorzystywanego w gospodarce *human capital*.

Innym aspektem powszechnego inwestowania jest zwiększenie mobilności kapitału, co praktycznie prowadzi do większej otwartości gospodarki na nowe inicjatywy. Im więcej indywidualnych inwestorów, tym bardziej można liczyć na zasilenie projektów o relatywnie niskim prawdopodobieństwie powodzenia. Choć, średnio rzecz biorąc, rentowność na tego typu przedsięwzięciach jest ujemna, to jednak stanowią one zbiór, z którego od czasu do czasu wyłaniają się przełomowe konstrukcje i programy. Gospodarka, która pozbawiona jest pewnego irracjonalnego żywiołu, narażona jest na stagnację. Paradoksalnie można więc powiedzieć, że inwestorzy indywidualni są gospodarce potrzebni, ponieważ w pewnej części inwestują nieracjonalnie. Tego typu inwestycje są jednak też potrzebne, bo tylko w ten sposób trafić można na „czarne konie” rozwoju.

Przekonanie o słuszności poszerzania liczby osób systematycznie inwestujących na rynku kapitałowym materializuje się w ostatnio popularnym hasle „społeczeństwa inwestorów”. Po to jednak, aby je stworzyć, potrzebne są działania przyciągające ludzi na rynek kapitałowy oraz utrzymujące ich na tym rynku. W Polsce jest ok. 2 mln rachunków inwestycyjnych, z czego tylko ok. 100 000 aktywnych (transakcje co najmniej raz w miesiącu). Ludzi zazwyczaj mobilizuje do inwestowania hossa giełdowa, kiedy jednak mija, motywem pozostania na giełdzie muszą być inne czynniki, przede wszystkim takie jak wiedza i pogodzenie się z naturą tych rynków i gospodarki (m.in. z falowaniem koniunktury i ciągłymi przekształceniami strukturalnymi, bo nie ma spółek o stabilnie wysokich stopach zwrotu) czy możliwość dywersyfikacji instrumentów portfela i przechodzenia z jednej gry rynkowej na drugą. Niemalże znaczenie ma także celowe działanie państwa, które zachęca do inwestowania odpowiednią polityką fiskalną (Wielka Brytania – preferencje dla spółek niepublicznych, Polska obecnie – preferencja dla długookresowego inwestowania).

Ta ostatnia kwestia jest stale przedmiotem dość ostrej dyskusji (patrz niżej). W tym miejscu należy zwrócić uwagę na te właściwości systemu instytucjonalnego rynku kapitałowego, które, wewnętrznie doskonałe, mogą przyciągać coraz więcej osób fizycznych. Znaczących zmian w systemie opodatkowania dochodów z rynku finansowego nie należy raczej się spodziewać, lepiej więc skoncentrować się na wyzwaniach płynących z samego rynku. Do nich właśnie należy ochrona inwestora indywidualnego.

Drobny inwestor jest słabszy od inwestorów dużych z przynajmniej pięciu powodów:

- nie ma dostępu (ze względu na koszty) do wydajnych i szybkich systemów informacyjnych (Reuters, Bloomberg);
- nie jest w stanie przeciwstawić pozostałym uczestnikom rynku podobnego potencjału analitycznego;
- nie ma dużej liczby kontaktów owocujących lepszymi informacjami nieoficjalnymi (z pogranicza *insider trading*);
- ze względu na małą skalę transakcji, mimo preferencji cenowych w domach maklerskich, ma duże obciążenie kosztami transakcyjnymi;
- jego relatywnie małe zasoby finansowe utrudniają mu wszczęcie postępowania, gdy jego prawa zostają naruszone.

Ochrona inwestora polegać musi, z oczywistych względów, na osłabianiu wymienionych przewag ze strony dużych inwestorów. Ze względu jednak na znaczenie tych ostatnich dla całego biznesu rynku kapitałowego, działania te muszą być bardzo rozważne, skierowane na wyrównywanie szans jednych i drugich, a nie tylko na proste osłabianie większych.

#### 4. Ochrona inwestora w spółce

W bardzo dużych przedsiębiorstwach, istniejących w postaci spółek akcyjnych, kapitał jest rozproszony, a ich strategie i działalność operacyjna kształtowane są w złożonym systemie wzajemnych zależności w przedsiębiorstwie. Tego zbiorowego decydenta J. Galbreith nazwał przed czterdziestoma laty „technostrukturą”. Współczesny system gospodarczy charakteryzuje więc występowanie dwóch, wzajemnie uwarunkowanych procesów:

- „demokratyzacji” dyspozycji środkami akumulacji kapitału oraz
- depersonalizacja zarządzania przedsiębiorstwem (spółką).

O napływie kapitału z rynku decyduje obecnie bezpośrednio bardzo duża grupa zdywersyfikowanych, nie znających się podmiotów, które swą rolę inwestorów wykonują poprzez operacje na papierach wartościowych. Ich finansowe zaangażowanie nie jest w istocie, w żaden sposób, powodowane chęcią wpływania na pracę spółki. Motywem inwestowania jest po prostu wysoki i w miarę mało ryzykowny zwrot na kapitale. Proces pomnażania kapitału spółki następuje obecnie coraz częściej drogą prostej sekwencji: rynek dostrzega dobre perspektywy dla spółki – następuje wzrost wyceny spółki – rośnie efektywność zasilania nowymi emisjami.

Lepsze możliwości korzystania z nowych emisji wcale nierzadko pozostają niewykorzystane. Uruchomienie bowiem tej sekwencji wymaga sprawnego współdziałania zarządu spółki z jej głównymi akcjonariuszami. Rytm zwoływania walnych zgromadzeń, które mają prawo do decyzji o emisjach, nie musi bynajmniej być zgodny z rytmem procesów gospodarczych, tak wewnątrz, jak i na zewnątrz spółki. W dużych spółkach procedura zwoływania tego gremium jest na tyle długa, że emisje mają miejsce w przeciwfазie w stosunku do uzasadniających je (np. dobra koniunktura) warunków rynkowych. Teoretyczne Walne Zgromadzenia Akcjonariuszy (WZA) mogą być zwoływane w trybie nadzwyczajnym. Jednak podjęcia decyzji o nowych emisjach zwykle nie uznaje się za dostateczny powód jego zwołania. W ogóle z punktu widzenia zarządu i „technostruktury” każde WZA łą-

czy się z pewnym wysiłkiem organizacyjnym i stresem dla organizacji (przynajmniej w subiektywnym odczuciu kierownictwa). Dlatego też zwoływane są one niechętnie, raczej dla zapewnienia formalnej poprawności działania spółki niż z przyczyn merytorycznych.

Problem harmonizacji decyzji o zasilaniu spółki z obiektywnymi potrzebami i możliwościami gospodarki częściowo rozwiązują kodeksowe regulacje zachodnioeuropejskie, pozwalające na „przedziałowe” decyzje o nowych emisjach. WZA decyduje o warunkach emisji (warranty, uprzywilejowanie serii itp.), nie określając ilości emitowanych akcji, a jedynie pewien ich przedział. W ten sposób ustalane są granice wielkości emisji (minimum, maksimum) oraz przedział czasu, w jakim ma się ona dokonać. Ostateczne decyzje co do rozmiarów emisji podejmuje zarząd w uzgodnieniu z radą nadzorczą.

Takie rozwiązanie oznacza kolejny krok w kierunku oddawania przez właścicieli faktycznej władzy zarządzającym. Choć z punktu widzenia drobnych akcjonariuszy można je potraktować jako działanie neutralne, to co najmniej równoprawny jest też pogląd, że przesunięcie faktycznej władzy na „technostrukturę” odbiera ją tym samym dużym akcjonariuszom, zwykle mającym najwięcej do powiedzenia. Co prawda siła drobnych akcjonariuszy nie rośnie, ale występuje w tej sytuacji pewne osłabienie znaczenia inwestorów dużych.

W istocie jednak najważniejszy jest ogólny efekt wzrostu znaczenia menedżerów w spółce. Towarzyszące temu przesunięcie odpowiedzialności za działanie przedsiębiorstwa rodzi obawę o powstanie rozbieżności między inwestorami, a więc posiadaczami akcji, a tymi, co ów kapitał w spółce wykorzystują dla realizacji przedsięwzięć gospodarczych. Już nie tylko bieżące decyzje, ale także rozstrzygnięcia strategiczne spoczywają praktycznie w rękach zarządzających, czyli przede wszystkim w rękach kontraktowych pracowników, będących członkami ciał decyzyjnych.

Konsekwencją tego ostatniego zjawiska jest pojawienie się zdarzeń nie występujących lub całkiem marginalnych w formacjach tradycyjnego kapitalizmu. Jest nim działanie na niekorzyść spółki czy wręcz „wyprowadzanie” pieniędzy ze spółki.

W przypadku właściciela, który jest jednocześnie menadżerem, wspomniana wyżej działalność jest nielogiczna, przynajmniej w czasie normalnego działania przedsiębiorstwa. Mogła ona mieć sens w sytuacji, gdy zbliżało się ono do bankructwa. Wówczas wyjście czegokolwiek z masy upadłościowej miało zazwyczaj pewne uzasadnienie. W innych sytuacjach było to, w większości przypadków, powodowane względami pozamerytorycznymi działanie na zasadzie „kraść swoje”. Natomiast gdy menedżerowie nie są jednocześnie właścicielami kapitału, próby jego uszczknięcia na własne, prywatne konto, choć wielce nieuczciwe, nie są logicznie niepoprawne.

Jeszcze przed półwieczem funkcjonowało przekonanie, że – co prawda – właściciel (współwłaściciel) nie zarządza spółką, ale może sprawować skuteczną kontrolę nad nią, chociaż nie tyle bezpośrednio, co przez swoich przedstawicieli w radzie nadzorczej. Okazuje się, że efekt wykorzystywania specjalnych pośredników do wykonywania kontroli właścicielskiej był mało zadowalający. Okazało się, że rady nadzorcze są relatywnie słabe wobec zarządów, dysponujących silnym zapleczem rozmaitych służb wewnętrznych spółki.

Obecna praktyka wspiera tezę, że wszelkie rozwiązania wewnętrzne spółki nie dają gwarancji skutecznej kontroli. Oparcia dla systemu, poprawnie weryfikują-

cego zgodność decyzji zarządczych z interesem spółki, trzeba było szukać gdzie indziej, praktycznie – na zewnątrz. Obecnie, po spektakularnych aferach Enronu, Worldcomu i Parmalat, nacisk kładzie się przede wszystkim na poszerzenie i podniesienie jakości publicznie publikowanych informacji. Okazuje się bowiem, że zмова kontrolującego (audytorów) z kontrolowanymi spółkami nie występuje wcale sporadycznie, szczególnie gdy chodzi o bardzo duże pieniądze. Aby temu przeciwdziałać potrzebne są przynajmniej dwie rzeczy:

- przyjęcie i przestrzeganie procedur utrudniających nieetyczne operacje (zasady ładu korporacyjnego) oraz
- bezwzględne przestrzeganie zasady transparentności, tj. publiczne, rzetelne informowanie o kluczowych dla spółki decyzjach i zdarzeniach.

Pierwsze z tych zadań jest obecnie swoistym hitem na rynku kapitałowym, przede wszystkim ze względu na drogę, jaką obecnie próbuje się je wdrożyć. Mianowicie, zamiast tworzenia ustawowych regulacji prawnych, próbuje się wytworzyć pewien dobry obyczaj, prawie tak, jak zasady dobrego wychowania. Podobnie jak w ich przypadku, tak i w przypadku zasad ładu korporacyjnego środowiska rynku kapitałowego starają się je wprowadzić nie metodą bezwzględnego przymusu, ale przez wykształcenie wewnętrznej potrzeby stosowania tych zasad. Wypełnienie tych zasad traktuje się jako element samorealizacji menedżmentu („jestemy ludźmi z klasą”) i jednocześnie uzyskiwania społecznego prestiżu i zaufania inwestorów.

Metoda ta jest próbą rozwiązania przynajmniej dwóch problemów z trudem rozwiązywanych przez klasyczne metody regulacji (np. przez normy prawa stanowionego). Pierwszy z nich to zapewnienie przedsiębiorstwom wyboru zróżnicowanych form działania. Wielkość przedsiębiorstwa, rodzaj rynku, branża, rodzaj otoczenia społecznego itd. są elementami silnie wpływającymi na efektywność danej struktury. To, co sprawdza się w jednym miejscu, może kompletnie nie sprawdzić się w drugim. Jednolite zasady mogą być w takich warunkach próbą wprowadzenia stroju o tym samym kroju i rozmiarze, który jednym nie przeszkadza, ale innym utrudnia ruchy. Narzucenie pewnych zachowań, nawet jeśli ogólnie korzystne, może więc tworzyć w pewnych obszarach niepotrzebne trudności. Drugi problem to przestrzeganie zasad. Nauka o zarządzaniu podkreśla, że najchętniej realizuje się zasady, których samemu jest się współautorem. Zasady narzucone znacznie siniej pobudzają do szukania drogi obejścia. Natomiast wadą tworzenia kodeksów działania na zasadzie consensusu wewnątrz danego środowiska jest długotrwałość tego procesu. Wydłuża się on, gdy podejmuje się nieprzemyślane działania przyśpieszające, przede wszystkim – próby nadmiernego nacisku. Mając to na uwadze i chcąc jednocześnie, by ład korporacyjny był rezultatem porozumienia między uczestnikami rynku kapitałowego, nie ma potrzeby szczególnych starań, by stosowały je wszystkie spółki publiczne. Niektóre mogą i powinny do nich dorastać.

Istotą dobrych praktyk jest pewien kodeks zachowań, którego przyjęcie zapewni inwestorów o istnieniu w spółkach procedur w istotny sposób zmniejszających ryzyko błędnego lub nieetycznego zachowania organów spółki, względnie – niewłaściwego dysponowania jej środkami (np. uzyskiwania nieuprawnionych korzyści przez menedżerów lub członków rady nadzorczej). Giełda Papierów Wartościowych (GPW) przyjęła 48 takich zasad. W innych krajach liczba ta waha się od 20 do ponad 100 (Holandia). Regulują one w istocie te same zagadnienia, z różnym



wszakże stopniem szczegółowości. Ich zbiór nie jest określony wolą organu państwa, a consensusem całego środowiska rynku kapitałowego. Niewątpliwie jest określony przez tradycję, normy prawa stanowionego, ale także – przez zdolność środowiska finansowego danego kraju do osiągnięcia takiego konsensusu.

Dobre praktyki korporacyjne są, przynajmniej intencjonalnie, podstawą wszelkich zachowań przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia inwestora, szczególnie indywidualnego, informują o tym, czy ma on podstawy do zaufania spółce w dłuższym okresie. Są one ważne dla inwestowania o co najmniej średnim (wielomiesięcznym) horyzoncie czasowym. Drobnemu inwestorowi małe szanse na rozpoznanie sytuacji wewnętrznej i sposobów działania w spółkach.

Zasady te niewątpliwie nie mają znaczenia dla krótkookresowych obrotów spekulacyjnych, ponieważ tu istotne są zmiany kursów wywołane powstającymi w spółce zdarzeniami, wzmacniane ruchami koniunktury. Na tym polu stosunkowo łatwo więksi inwestorzy mogą uzyskać przewagę nad drobnymi. Środowisko dużych inwestorów nie jest z natury rzeczy wielkie, łatwo tu o rozmaite więzi personalne, a tym samym niesformalizowane przepływy informacji.

## 5. Ochrona inwestora na rynku

Aby, chroniąc przede wszystkim drobnego inwestora, nie tworzyć nieuzasadnionych przewag, stosuje się tu bezwzględny wymóg natychmiastowego podawania do publicznej wiadomości informacji o zdarzeniach mających istotne znaczenie dla spółki. Obowiązek ten ciąży przede wszystkim na spółce, pozostali uczestnicy rynku nie są jednak od niego zwolnieni. Najważniejszym jednak partnerem w procesie wyrównywania szans w dostępie do informacji jest giełda. W Polsce, podobnie jak w innych krajach, jej regulaminy wymagają podawania wszelkich tego typu informacji w postaci tzw. raportów bieżących. Za ich brak wymierzane są kary; ponadto giełda ma prawo zawieszania obrotu papierami spółki, wokół której krążą nieobojętne dla kursu akcji informacje. Szybka reakcja giełdy (wstrzymanie obrotu) jest operacją chroniącą drobnego inwestora. Likwiduje bowiem przewagę lepiej i nieoficjalnie poinformowanych, którzy w przeciwnym wypadku wykorzystaliby nieunikniony ruch cen.

To działanie ma zasadnicze znaczenie dla inwestorów nie dysponujących dużym potencjałem, jeśli chodzi o powiązania informacyjne. Jest jednak także w interesie giełdy. Drobnemu inwestorowi mają co prawda niewielkie znaczenie dla jej dochodów, spełniają jednak bardzo ważną funkcję, jaką jest wspomaganie płynności. Są w tym przypadku naturalnymi partnerami dla tzw. animatorów rynku (*market makers*). Ci ostatni mają obowiązek ciągłego kwotowania spółek, ich notowania nie mają jednak charakteru ściśle rynkowego. To nie rynek, a wyobrażenia animatorów wyznaczają ceny. Natomiast z chwilą, gdy pojawią się drobnemu inwestorowi, zawierają transakcje zgodnie ze swoim ekonomicznym interesem (a nie obowiązkiem), rynek zaczyna wypełniać, właściwą sobie, funkcję regulacyjną.

Giełda przyciąga inwestorów perspektywą dobrej stopy zwrotu w warunkach braku manipulacji cenowych. Część z nich nie uzyskując oczekiwanego zwrotu na kapitale, uważa się za oszukanych. To odczucie jest niekorzystne dla giełdy, ponieważ powstrzymuje przed ponownym wejściem na rynek. Choć nie da się go wyeliminować (zawsze będą jacyś przegrani), należy je ograniczyć na tyle, na ile to jest

możliwe. Przekonanie bowiem, że giełda jest efektywna w dłuższym okresie oraz że daje szansę lepszym (a niekoniecznie – większym), jest czynnikiem maksymalizującym obroty w tym segmencie.

W przypadku nielegalnych praktyk rynku kapitałowego nie można stawiać tezy, że specjalizują się w nich duzi inwestorzy. Jest raczej odwrotnie. Praktyki te są od kilkudziesięciu lat zakazane na cywilizowanych rynkach. Ich stosowanie czy choćby próby obejścia istniejących przepisów w tym względzie przez inwestorów instytucjonalnych, stanowią ogromne ryzyko. Zagrożeniem są nie tylko kary, ale przede wszystkim – utrata renomy przez firmę. Bez niej interesy z partnerami i klientami stają się praktycznie niemożliwe. Utrata renomy na rynku kapitałowym, to utrata znacznej części dochodów i postawienie się na granicy bankructwa.

Znakomita większość nieuczciwych operacji rynkowych jest dokonywana przez inwestorów indywidualnych. Co więcej, grupą, która na tym cierpi najbardziej są też drobni inwestorzy, tyle że inni. Manipulacje cenowe, mające za zadanie wywołać przejściowy ruch cen w pożądanym kierunku, składają się bowiem z sekwencji niewielkich zleceń. Całą ideą tych operacji jest użycie stosunkowo małych kapitałów, by uruchomić „kulę śniegową” zwyżki lub zniżki kursów, a następnie, angażując znaczne większe kwoty, skasować zyski.

Na manipulacjach cenowych cierpią także więksi inwestorzy. Najczęściej jednak stają się nie tyle ofiarami zewnętrznych działań, co operacji własnych maklerów, którzy w ten sposób wzbogacają własne portfele. Nie zmienia to postaci rzeczy, czyli faktu, że to mniejsze „leszcze” przede wszystkim stają się ofiarami większych „leszczy”, ale nie „rekinów”.

Giełda dysponuje pewnymi możliwościami ograniczenia manipulacji; nie są to jednak, bo nie mogą być, instrumenty o wysokiej skuteczności. Przypadek Giełdy Berlińskiej z 1904 roku, od kiedy wprowadzono bardzo restrykcyjne metody przeciwdziałania spekulacjom, jest tu wielce symptomatyczny. Otóż w rezultacie tych rozwiązań obrót załamał się. Próby poprawiania regulacji niewiele dały. Obroty przeniosły się na inne giełdy (głównie do Frankfurtu). Giełda berlińska już nigdy nie uzyskała swojego poprzedniego znaczenia.

Obecnie jedynym skutecznym narzędziem przeciw manipulacjom jest stosowanie widełek cenowych (obecnie na GPW  $\pm 10\%$ , a dla spółek ujętych przez WIG 20,  $\pm 5\%$ ). Problemem jest to, że transakcje i składanie zleceń trwa bardzo krótko. Praktycznie ocena, czy operacja jest prawidłowa, czy nie może trwać nie więcej niż 2 minuty. Zatrzymanie legalnej transakcji kosztuje przede wszystkim inwestora. Giełda nie może sobie pozwolić na generowanie nieuzasadnionych strat po jego stronie. Takie błędy wymagałyby rekompensaty, podrażając koszty obrotu giełdowego i wywierając fatalny wpływ na wizerunek giełdy. W dobie ostrej konkurencji między giełdami, a także jej poszerzenia o systemy paragiełdowe (popularnie zwane ATS – *Alternative Trading Systems*) wprowadzenie weryfikacji *ex ante* zleceń giełdowych jest, z biznesowego punktu widzenia, nie do pomyślenia.

W rachubę niewątpliwie wchodzi ocena operacji na zasadzie *ex post*. Takie działania leżą jednak w kompetencji KPWiG oraz prokuratury, które zobowiązane są do zapobiegania, wykrywania i karania sprawców manipulacji

Na ile to ostatnie zadanie jest trudne, można przedstawić na przykładzie. Obecnie na rynku podstawowym minimum kapitału własnego spółki pozwalającego jej starać się o notowania na GPW wynosi 1 mln €. Na rynku równoległym wymogów

kapitałowych w ogóle nie ma; wystarczy tylko być dopuszczonym do obrotu publicznego i nie znajdować się w postępowaniu układowo-naprawczym. Na giełde mogą więc trafiać (i trafiają) spółki bardzo małe.

A oto przykład możliwej manipulacji. Przyjmijmy, że spółka spełnia minimalne wymogi rynku podstawowego. Jej kapitał wynosi 5 mln zł i taka jest też jej kapitalizacja. Otóż średnia płynność spółek na GPW (obroty na sesji w stosunku do łącznej kapitalizacji) wynosi 0,6%. Uważa się także, że handlując na danej sesji pakietem stanowiącym ok. 10% dziennych obrotów, można skutecznie kształtować kurs danej spółki. W tym przypadku możliwość manipulowania kursem pozostaje w rękach tych, którzy mogą zainwestować kapitał rzędu kilku tysięcy złotych (tu: 3000 zł, bo  $5\ 000\ 000\ \text{zł} \cdot 0,6\% \cdot 10\%$ ).

Niewątpliwie utrudnieniem manipulacji jest ustalanie ceny akcji bardzo małych spółek wyłącznie w systemie tzw. *fixingu* (jednolitej ceny maksymalizującej obrót). Obecnie na GPW takich spółek jest 43. Ten system może jednak ograniczyć spekulacje tylko częściowo.

Manipulacje ceną są zabronione i ścigane prawem na wszystkich giełdach rozwiniętego świata, także i w Polsce, tyle że skuteczność takiego ścigania w warunkach polskich wydaje się wyjątkowo mała. Trudno tu o właściwe zestawienie liczbowe, ponieważ nie jest znana faktyczna liczba tego rodzaju przestępstw. Zwróciwszy uwagę na małą liczbę postępowań KPWiG w latach 2000-03 skierowano do prokuratury 29 wniosków w takich sprawach, w 10 skierowano akty oskarżenia, ale na przykład w 2003 roku nie zapadł żaden wyrok w tym obszarze. Przed systemem kontroli rynku jest więc jeszcze długa droga rozwoju.

Przyczyn tego stanu rzeczy należy upatrywać przede wszystkim w nazbyt ograniczonych uprawnieniach śledczych KPWiG oraz braku dobrej praktyki orzekania w tych sprawach przez sądy powszechne. Odnosi się wrażenie, że stosuje się tu podejście właściwe dla typowych postępowań karnych, gdzie orzeczenie musi opierać się na absolutnie pewnych przesłankach. Ta metoda nie jest właściwa w przypadku sądenia manipulacji rynkowych. Dominuje bowiem na świecie podejście, że w przypadku manipulacji rynkowych proces wyrokowania prowadzony jest w oparciu nie tyle o dowód, co domniemanie winy. Świadomość tego faktu określa zachowanie inwestora, który znając ryzyko posądzenia o manipulację (nawet wtedy, gdy nie były one jego intencją), unika przedsięwzięć, które zagrażają uruchomieniem postępowania sprawdzającego. Paradoksalnie, w kraju, gdzie kapitał rodzimy należy przede wszystkim do grupy małych przedsiębiorców, stworzenie dla nich segmentu rynku kapitałowego, spełniającego światowe standardy ochrony przed małwersacjami tego typu napotyka organizacyjne przeszkody. Trudno w tej sytuacji namawiać inwestorów do lokowania pieniędzy w akcje małych przedsiębiorstw, jeśli istnieje powszechne przekonanie, że kursy akcji tego rodzaju spółek są manipulowane.

Usprawienie procesu ścigania za małwersacje giełdowe będzie prawdopodobnie procesem długim. To, co w tej sprawie można zrobić dla drobnego inwestora w krótkim okresie, to przede wszystkim:

- wyróżnianie rynków o zawierających spółki aspirujące do uzyskania najwyższej renomy u inwestorów (w Polsce – Segment Plus, Prime Standard we Frankfurcie, NextPrime na Eronext, Prime Markt – Wiedeń).
- utrzymywanie widełek cenowych, ograniczających ruchy kursowe.

## 6. Refleksja końcowa

Zawarte w tytule niniejszego artykułu pytanie o charakter ochrony inwestora i jej ewentualne podobieństwa z ochroną konsumenta nie jest przypadkowe czy wynikające z czystej ciekawości. Jak zostało to przedstawione, masowości zjawiska konsumpcji towarzyszy obecnie masowość inwestowania przez osoby fizyczne. Ten ostatni proces powoduje, że dotychczasowe społeczeństwo konsumentów staje się jednocześnie także społeczeństwem inwestorów. I to na rzeczywiście masową skalę. Generalne zaś podobieństwa w sprawowaniu ochrony jednych i drugich sprowadzić można do co najmniej następujących, ogólnych tez:

- w jednym i drugim przypadku podstawą ochrony jest dobrze działający, konkurencyjny rynek;
- poziom tej ochrony zależy od stopnia powiązania jej z interesami uczestników rynku;
- w obu przypadkach niezbędna jest rzetelna informacja; dla konsumentów – o produkcie, inwestorów – o emitencie;
- w interesie zarówno konsumenta, jak i inwestora jest wybieranie miejsc dokonywania transakcji cieszących się najwyższą renomą.

### Informacja o autorze

**Prof. dr hab. Andrzej Sopoćko**, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego; członek Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie; [andrzej.sopocko@wse.com.pl](mailto:andrzej.sopocko@wse.com.pl)