

Nowe idee i rozwiązania

Bogna Janik
Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

SYSTEM REKOMPENSAT DLA INWESTORÓW GIEŁDOWYCH NA PRZYKŁADZIE USA

Zapewnienie odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa obrotu finansowego ma istotne znaczenie ekonomiczne i społeczne. Stabilny sektor finansowy sprzyja utrzymaniu wysokiego tempa rozwoju gospodarczego każdego państwa. Wysokie tempo rozwoju można osiągnąć poprzez mobilizację oszczędności i wykorzystanie ich na rzecz rozwoju gospodarczego. Oszczędności stanowią, po pierwsze, podstawowe źródło akumulacji kapitału w każdej gospodarce: niska krańcowa skłonność do oszczędzania ogranicza możliwości ich realokacji. Po drugie, wzrost oszczędności jest jednym z warunków poprawy relacji kapitał-praca, a tym samym przyczynia się do wzrostu wydajności pracy. Po trzecie, wzrost oszczędności krajowych zwiększa suwerenność ekonomiczną, wykorzystując krajowy kapitał w gospodarce. Po czwarte, wzrost oszczędności może zapewnić w przyszłości wyższy poziom konsumpcji. Dlatego też w sferze zainteresowań pojedynczych krajów jak i ich ugrupowań jest stworzenie systemów chroniących bezpieczeństwo obrotu finansowego.

System rekompensat dla inwestorów giełdowych jest jednym z ogniw sieci bezpieczeństwa chroniący konsumenta usług finansowych i stanowi dopełnienie systemu ochrony deponentów.

Analiza rekompensat dla inwestorów giełdowych ma dodatkowe uzasadnienie w kontekście zmian funkcjonowania rynku finansowego w wyniku procesu globalizacji. Globalizacja gospodarki jest procesem znoszenia narodowych barier dla rynku. Rynek i mechanizm alokacyjny działają wtedy ponad granicami, zmieniając kryteria efektywności¹⁾. Konsekwencją tego procesu będzie prawdopodobnie zwiększenie znaczenia nadzoru skonsolidowanego i zapewnienie ponadgranicznych systemów ochrony konsumenta.

W systemie rekompensat dla inwestorów giełdowych ochronie podlegają zarówno środki pieniężne, jak i instrumenty finansowe, które nie tylko są zdeponowane

Bezpieczny Bank

w bankach, lecz także w innych instytucjach rynku finansowego, mających pozwolenie na działalność inwestycyjną. Dlatego też rozwiązania przyjęte w powyższych systemach są podobne, a w niektórych krajach takie same, gdyż często systemy takie obsługuje ta sama instytucja. W USA system rekompensat dla inwestorów giełdowych działa na bazie odrębnych instytucji, lecz w rozwiązaniach systemowych występuje wiele podobieństw do systemu ochrony deponentów.

Przyczyny powstania systemu rekompensat dla inwestorów w USA

Dla systemu rekompensat najbardziej istotne były dwa wydarzenia w historii amerykańskiego rynku finansowego. Pierwsze miało miejsce w 1938 r., gdy uchwalono Chandler Act (pierwsza legislacja normująca problemy pomiędzy bankrutującymi firmami inwestycyjnymi i ich klientami), oraz drugie, w 1970 r., gdy ustanowiono Securities Investor Protection Act (SIPA), na mocy którego powstała organizacja zwana Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Działo się to na tle burzliwych wydarzeń gospodarczych.

Lata 30. XX w., był to okres wielkiego kryzysu gospodarczego i finansowego w USA. Poprzedzał go okres prosperity spowodowany boorem powojennym. Przedmiotem spekulacji była ziemia oraz papiery wartościowe. Zwiększona podaż pieniądza była spowodowana zakupem akcji na kredyt. Nowojorski rynek „pieniądza dziennego” napędzał boom akcji w 1929 r. Zaabsorbowanie spekulacją i stopniowy spadek zainteresowania działalnością gospodarczą w miarę zbliżania się rynku do pierwszego punktu kulminacyjnego (wrzesień 1929) oraz pożyczki maklerskie finansowane przez banki i osoby indywidualne, dzięki którym rynek mógł odbywać drogę w górę i dół bez większych zmian podaży pieniądza, doprowadziły do wielkiego krachu w październiku 1929 r.²⁾ W miarę jak rynek zbliżał się do punktu kulminacyjnego, pożyczki na żądanie wzrosły z niespełna 2 miliardów USD w końcu 1926 r. do 3,885 miliardów USD 31 grudnia 1928 r. i 6,640 miliarda 4 października 1929 r. (nie dotyczyło to banków z Nowego Jorku). W tym samym czasie wartość pożyczek maklerskich finansowanych przez banki nowojorskie zmalała z 1,640 miliarda w końcu 1928 do 1,095 miliarda USD 4 października 1929 r.³⁾ W roku 1929 banki nie stosowały systemu zabezpieczeń depozytów, a system monetarny był skrupowany standardem złota. Rynek akcji natomiast pozostawał mało przejrzysty i podatny na oszustwa oraz manipulacje. Nie było Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, która sprawowałaby nad nim nadzór. Wall Street była kasynem, gdzie duzi gracze nabijali w butelkę małych graczy, którzy wchodzili na giełdę, kupując akcje z 10-procentowym pokryciem transakcji - resztę sumy pożyczali od maklerów⁴⁾. W latach 30. XX w. Bank Rezerwy Federalnej znacznie zaostrzył wymogi dotyczące zabezpieczenia gotówkowego rachunków, ustalając je na poziomie 50%, co miało doprowadzić do mniejszej kreacji pieniądza. Nowe przepisy obowiązywały na zorganizowanych giełdach akcji, takich jak New York Stock Exchange, ale nie dotyczyły Chicago Mercantile Exchange, gdzie handlowano kontraktami futures na indeks giełdowy Standard & Poor 500, dla których zabezpieczenie gotówkowe wynosiło 10%. Obie giełdy były jednak połączone mechanizmem arbitrażu, a zatem w rzeczywistości stanowiły jeden rynek.

Nowe idee i rozwiązania

System Rezerwy Federalnej liczył zaledwie szesnaście lat, a sterujący nim bankierzy nie mieli doświadczenia w radzeniu sobie z kryzysowymi sytuacjami. W momencie krytycznym należało obniżyć stopy procentowe, by zapobiec wyhamowaniu gospodarki tymczasem, Fed podniósł je powodując, iż wielka bessy roku 1929 przetrwała się w Wielki Kryzys. Jednak w 1930 r., Fed obniżył stopy procentowe aż sześć razy. Odbiło się to wielką falą na rynku akcji, bo w 1931 r. Dow Jones spadł o 53%, z czego większość spadków odnotowano w ciągu jednego miesiąca „czarnego września”.

Boom powojenny, który rozkwitł we wczesnych latach 50. był niespotykany w amerykańskiej historii⁵. Posiadanie akcji przedsiębiorstw stało się powszechne. Zaczęła się wytwarzać tzw. średnia klasa inwestorów, ludzi niebogatych, ale dywersyfikujących swój portfel oszczędności poprzez inwestycje na rynku kapitałowym. Posiadanie maklera stało się tak konieczne jak psychoanalitka czy ministra dla nowej amerykańskiej średniej klasy⁶. W stosunku do 1929 r. liczba aktywnych inwestorów znacznie wzrosła. Dlatego też kolejne bessy będą dotykały większą ich

Tabela 1. Kryzysy na amerykańskim rynku kapitałowym potwierdzone spadkiem wskaźnika Dow Jones

Rok	Spadek Dow Jones	Skutki bessy dla rynku
IV 1956–X 1957	19%	Spadają kursy akcji firm motoryzacyjnych, fabryki w Detroit zmniejszają sprzedaż prawie o 50%, kraj opanowała inflacja i recesja.
I 1960–X 1960	17%	Pennsylvania Railroad, firma licząca sobie prawie 118 lat, musi po raz pierwszy w swej historii wstrzymać ruch pociągów. Firmy cykliczne zostają dotknięte szczególnie mocno, natomiast całkiem dobrze radzą sobie producenci wyposażenia biurowego.
XII 1961–VI 1962	27%	Akcje spadają, ponieważ są drogie, poziom współczynnika C/Z jest najwyższy od roku 1929. Akcje małych spółek są droższe od akcji dużych firm – spowodowane jest to gorączką nowych emisji. Gdy prezydent Kennedy wprowadza kontrolę cen w branży stalowej, następuje spowolnienie tego procesu.
II 1966–X 1966	25%	Giełda odczuwa skutki wojny w Wietnamie oraz inflacji. Stopa procentowa prime rośnie czterokrotnie w ciągu ośmiu miesięcy, osiągając 6%. Banki zostają złapane w pułapkę kredytową.
XII 1968–V 1970	36%	Wysoka inflacja powoduje podniesienie stóp procentowych, stopa prime sięga 8,5%. Jest to okres działań wojennych na terenie Wietnamu i Kambodży. Penn Central bankrutuje. Ross Perot traci miliard dolarów, gdy akcje Electronic Data Systems spadają w ciągu kilku tygodni z 169 dolarów do 29.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie J. Rothchild, *Księga Bessy*, Warszawa 2000, s. 77.

Bezpieczny Bank

liczbę. Brak zabezpieczeń dla tej grupy klientów rynku kapitałowego dodatkowo zwiększał ryzyko inwestycji. Koniec lat 60. potwierdził zbyt słabą stronę legislacyjną, gdyż kolejne kryzysy spowodowały liczne bankructwa. Amerykański rynek kapitałowy odnotował na przełomie lat 50. i 60. następujące spadki wskaźnika Dow Jones.

Na początku lat 70. pod rozprawę Kongresu przedstawiono kilkanaście statutowych propozycji ochrony inwestora. Powstał 5-punktowy program częściowej regulacji, który zakładał:

- ❖ objęcie ochroną wszystkich środków pieniężnych i papierów wartościowych na rachunkach inwestycyjnych,
- ❖ rozwinięcie programu polegające na włączeniu sektora publicznego do tych regulacji,
- ❖ uwzględnienie potrzeb każdej instytucji inwestycyjnej,
- ❖ ustalenie jednakowych reguł dotyczących finansowania programu,
- ❖ przedstawienie Securities and Exchange Commission (SEC) i Kongresowi jednolitego i konstruktywnego sposobu działania.

Program ten razem z istniejącymi już wewnętrznymi regulacjami zwiększał wiarygodność rynku finansowego poprzez zapewnienie płatności bez ingerencji rządowych organizacji. Była to oddolna inicjatywa uczestników rynku.

Kolejnym krokiem było wzmocnienie ustawowe i instytucjonalne powstałej regulacji. Uchwalona ustawa Securities Investor Protection Act (SIPA) z dnia 30 grudnia 1970 r. podobna była do tej, na bazie której zostały ubezpieczone depozyty bankowe. Na mocy SIPA powołana została organizacja o nazwie Securities Investor Protection Corporation (SIPC), której celem było administrowanie systemem. Siedem lat później tzn. w maju 1978 r. uchwalona została poprawka do SIPA. Uwzględniała ona zmiany takie, jak:

- ❖ przyspieszenie procedur likwidacyjnych,
- ❖ wzmocnienie ochrony dla inwestorów,
- ❖ zredukowanie kosztów prowadzonej działalności.

SIPC jest organizacją członkowską o charakterze non-profit, nie jest agencją rządową, ale podlega Kongresowi Stanów Zjednoczonych; Kongres ma moc jej rozwiązania. Członkami SIPC mogą być wszyscy brokerzy-dealerzy zapisani w rejestrze w Sekcji 15(b) Securities Exchange Act z 1934 r. z wyłączeniem następujących osób:

- a) osób, których główna działalność prowadzona jest poza terytorium USA;
- b) osób, których działalność polega na:
 - pośrednictwie w sprzedaży papierów wartościowych,
 - działalności ubezpieczeniowej,
 - działalności inwestycyjnej.

Nie było jednomyślności co do metody doboru członków SIPC. Ponieważ w momencie, gdy powstawała organizacja Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), uczestnictwo w organizacji chroniącej depozyty w bankach, uniach kredytowych, było uwarunkowane dobrą kondycją finansową. Przełożenie takiej relacji na instytucje inwestycyjne byłoby bezzasadne (zdaniem ówczesnego przewodniczącego SEC),

Nowe idee i rozwiązania

gdyż trudno jest obiektywnie sklasyfikować sytuację finansową firm podlegających ciągłym fluktuacjom i bardziej zależnym od rynku niż banki.

Wielkość i zakres gwarancji

SIPC nie chroni inwestora przed utratą walorów w wyniku zmian cen na rynku a jedynie rekompensuje jego straty poniesione z powodu upadłości domów maklerskich, banków inwestycyjnych. Maksymalna ochrona wynosi 500.000 USD, w tym do 100.000 USD są chronione środki pieniężne, a do 400.000 USD papiery wartościowe. Klientem, zgodnie z Security Investment Protections Act, jest osoba posiadająca rachunek papierów wartościowych. Jednakże chronione są tylko te środki pieniężne, które są przeznaczone na zakup papierów wartościowych, a więc lokaty terminowe założone na rachunku inwestycyjnym nie podlegają rekompensacie. Dokładnie zdefiniowano rodzaje papierów wartościowych objętych ochroną. Są to: akcje, obligacje, certyfikaty depozytowe; ochrona nie obejmuje instrumentów pochodnych, jak również złota i srebra. Przedmiotem ciągłych rozważań pomiędzy SEC a innymi organizacjami typu self-regulatory jest objęcie ochroną instrumentów pochodnych, co zostało zaproponowane w „broker-dealer light”. Takie stanowisko spotkało się z niechęcią środowisk rządowych. Argumentowano, iż może to zwiększyć napływ do Stanów Zjednoczonych kapitału spekulacyjnego oraz zwiększyć skalę hazardu moralnego⁷. Odrębnie są traktowane fundusze inwestycyjne. Jeżeli dany fundusz jest członkiem SIPC, to jego jednostki uczestnictwa podlegają ochronie. Rachunki wspólne prowadzone dla małżonków podlegają podwójnej ochronie, gdyż każdy z małżonków jest zdefiniowany jako inwestor. Rekompensaty są wypłacane w okresie od 1 do 3 miesięcy. Za termin rozliczenia przyjmuje się datę waluty określoną w SIPA.

Program ochrony środków pieniężnych został przyjęty w takiej samej wysokości jak w FDIC. Było to celowe działanie ustawodawcy, aby nie stawiać w uprzywilejowanej pozycji ani deponenta, ani inwestora. Banki inwestycyjne prowadzące usługi maklerskie, których produkty podlegają ochronie przez SIPC, informują swoich klientów o zakresie ochrony, nazywając te produkty Nondeposit Investment Product (NDIP), tzn. niedepozytowe produkty inwestycyjne, w konsekwencji nie podlegające ochronie przez FDIC. Nie znaczy to, iż wszystkie produkty oferowane przez banki niezależnie od specjalizacji podlegają ochronie przez jedną z tych dwóch organizacji. Przykładem produktów nie podlegających ochronie są chociażby instrumenty pochodne.

Pozyskiwanie funduszy przez SIPC

Finansowanie systemu rekompensat opiera się na funduszu, do którego opłaty wnoszą jego uczestnicy. W przypadku gdy środki funduszu nie są wystarczające na pokrycie zobowiązań z tytułu rekompensat, przewiduje się możliwość korzystania z linii kredytowych ze źródeł innych instytucji finansowych oraz od rządu amerykańskiego (w tym przypadku do 1 miliona USD).

W SIPA zostały określone dwie główne zasady tworzenia funduszu:

Bezpieczny Bank

- ❖ pierwsza polega na zebraniu odpowiednich środków (fundusz bezpiecznej wielkości),
- ❖ druga polega na utrzymywaniu funduszu na odpowiednim poziomie.

Przez przeszło 7 lat fundusz był w fazie gromadzenia środków. Zgromadzono kwotę 150 milionów USD. W momencie rozpoczęcia tworzenia funduszu firmy inwestycyjne jako wkład początkowy musiały odprowadzić 0,125% zysku brutto osiągniętego w roku 1969, następnie 0,5% zysku brutto w każdym kolejnym roku aż do roku 1997. W momencie kiedy faza budowania funduszu została zakończona, nastąpiła druga faza polegająca na utrzymaniu go na odpowiednim poziomie, co przejawiało się mniejszym obciążeniem dla jego uczestników. W SIPA utrzymywanie funduszu oparto na dwóch zasadach:

- ❖ zasadzie minimalnych wpłat od członków,
- ❖ zasadzie przeciwdziałania znacznemu obniżeniu się funduszu.

W momencie, gdy stan środków spadnie poniżej 100 milionów USD (co spowodować mogą wypłaty lub znaczące pożyczki), składka roczna nie może być mniejsza niż 0,5% zysku brutto uczestników funduszu. Została także wyznaczona w tym przypadku granica górnego obciążenia firm, która nie powinna być wyższa niż 1% zysku brutto, lecz decyzja o jej wielkości zależy od kondycji firm inwestycyjnych. Nie może być takiej sytuacji, w której wysokość składki mogłaby w znacznym stopniu zaważyć na możliwościach rozwojowych firm inwestycyjnych. Gdy fundusze są na poziomie pomiędzy 100 milionów USD a 150 milionów USD, składka nie może być niższa niż 0,25% zysku brutto (nie uwzględnia się przy tym obniżenia funduszu z powodu uruchomienia linii kredytowych). Po przekroczeniu wartości 150 milionów USD obciążenia członków SIPC są nieznaczne. W październiku 1991 r. zarząd SIPC przyjął poprawkę dotyczącą wielkości bazowego funduszu, który wyznaczył na poziomie 1 miliarda USD, przy czym roczny wzrost poziomu środków powinien wynosić 10%, przy minimalnym obciążeniu 150 USD oraz naliczaniu składki od zysku netto. Środki nie wpłacone w terminie do SIPC na zasilenie funduszu podlegają oprocentowa-

Tabela 2. Wielkość obciążeń firm inwestycyjnych w latach 1970–1991

Lata	Wielkość obciążeń
1970	0,125% zysku brutto
1971–1977	0,5% zysku brutto
1978	0,25% zysku brutto (przez 6 pierwszych miesięcy)
1979–1982	25 USD
1983–1985	0,25% zysku brutto oraz 25 USD
1986–1988	0,25% zysku brutto oraz 100 USD
1989–1990	0,1875% zysku brutto oraz 150 USD
1991	150 USD

Źródło: Opracowanie własne.

Nowe idee i rozwiązania

niu, co zwiększa zyski SIPC, jednakże dodatkowo obciąża niesolidnych uczestników rynku. Jest to korzystny zapis w ustawie, bo zwiększa dyscyplinę firm inwestycyjnych a równocześnie składki pobierane są⁸⁾ od firm wykazujących zysk, to znaczy takich, które mają możliwości płatnicze. Tabela 2 przedstawia wielkość obciążeń w latach 1970–1991.

Część instytucji inwestycyjnych przed ustanowieniem SIPC zrzeszona była w organizacjach działających na zasadzie dobrowolności, skupiających uczestników rynku i gromadzących fundusze na wypłaty rekompensat. Istnienie takiego dobrowolnego systemu rekompensat niewątpliwie podnosiło zaufanie do jego uczestników. Jest to prawdopodobnie jeden z głównych powodów działania takiego funduszu na tak konkurencyjnym rynku. Środki w wysokości 3.011,925 USD narosłe z tego tytułu zostały dołączone do nowego funduszu i zaliczone na poczet przyszłych składek poszczególnych uczestników rynku.

Wnioski

Amerykański system rekompensat dla inwestorów giełdowych jest jednym z najstarszych. Powstał w wyniku zapotrzebowania rynku finansowego na przeprowadzanie transakcji finansowych opartych na bezpieczeństwie obrotu oraz jako uzupełnienie systemu gwarantowania depozytów. Jednakże w USA istnieją ciągle instrumenty finansowe (instrumenty pochodne), które nie posiadają żadnej ochrony. Taką sytuację spotyka się nie tylko w Stanach Zjednoczonych. Z doświadczeń europejskich wynika, iż np. Austria także nie posiada ochrony dla transakcji opartych na instrumentach pochodnych.

Rozwiązania przyjęte w USA nie muszą stanowić wzorca dla integrującej się Europy. Odrębność instytucji prowadzących system ochrony środków na rachunkach inwestycyjnych i rachunkach bankowych wynika z uwarunkowań historycznych rozwoju rynku kapitałowego w USA. Natomiast następująca integracja rynków europejskich sprzyja wprowadzeniu nowych rozwiązań budowanych w oparciu o jedną instytucję prowadzącą system ochrony środków na rachunkach bankowych i inwestycyjnych.

Przypisy

- ¹⁾ W. Szymański, *Globalizacja, wyzwania i zagrożenia*, Warszawa 2002, s. 9–12.
- ²⁾ Przez pierwsze dziewięć miesięcy 1929 r. Dow Jones szedł w górę, spadł o 39% w październiku i listopadzie.
- ³⁾ Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C. 1943, s. 494.
- ⁴⁾ John Rothchild, *Księga Bessy*, WIG-Press Warszawa 2000, s. 272.
- ⁵⁾ Charles R. Geisst, *Wall Street a History*, Oxford University Press 1997, s. 273.
- ⁶⁾ Tamże, s. 274.
- ⁷⁾ Katherine M. Reynolds, GFOA: SEC's broker-dealer light plan needs more protection for investors, *Bond Buyer*, 04/08/98, Vol. 324, Issue 30368, p6, 1/4p.
- ⁸⁾ Wyjątkiem są stałe składki w momencie budowania funduszu, lecz nie są one znaczne.

