

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 372

Przedsiębiorca w społecznej gospodarce rynkowej

Redaktorzy naukowi

Tadeusz Kocowski

Jan Gola



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kożuchowska, Barbara Majewska

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: Barbara Cibis

Łamanie: Barbara Szłapka

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania

znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2014

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-470-7

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk i oprawa:

EXPOL, P. Rybiński, J. Dąbek, sp.j.

ul. Brzeska 4, 87-800 Włocławek

Spis treści

Przedmowa Rektora Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.....	9
Przedmowa Dziekana Wydziału Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego	11
Słowo wstępne	15
Sebastian Bobowski: Uwarunkowania prawne społecznej odpowiedzialności biznesu w Indiach w kontekście wyzwań XXI wieku	17
Andrzej Borkowski: Specjalna strefa ekonomiczna jako instrument realizacji regionalnej pomocy publicznej w gospodarce rynkowej.....	30
Ewa Chmielarzyk: Działalność gospodarcza o charakterze zależnym (wtórnym) prowadzona w ramach przedmiotu działalności spółki zagranicznej	48
Agnieszka Chrisidu-Budnik, Jerzy Korczak: <i>Crowdsourcing</i> – aktywizacja społeczności lokalnej do wspólnego działania.....	60
Waldemar Dotkuś: Rachunkowość jako dyscyplina naukowa oraz jej służebna rola, jaką pełni w życiu gospodarczym.....	73
Bogusława Drelich-Skulska: Zmiana uwarunkowań prawnych działalności przedsiębiorców w Polsce w procesie akcesji do Unii Europejskiej na przykładzie ułatwień w unijnym systemie celnym	82
Józef Frąckowiak: Rola nowelizacji prawa w społecznej gospodarce rynkowej na przykładzie prawa spółek	92
Jan Gola: Obowiązek użyteczności publicznej a działalność przedsiębiorcy sektora lotniczego w społecznej gospodarce rynkowej	101
Maciej Guziński: Zamówienia publiczne jako instrument gospodarki rynkowej	113
Beata Hałakuć, Artur Łysoń: Samodzielny publiczny zakład opieki zdrowotnej a status przedsiębiorcy i komercyjne udzielanie świadczeń zdrowotnych	126
Krzysztof Horubski: Nieuczciwość praktyki rynkowej w świetle ustawy o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym	135
Krzysztof Jajuga: Rynek finansowy – standardy etyczne i regulacje prawne	150
Karol Kiczka: Europeizacja społecznej gospodarki rynkowej w Polsce	160
Leon Kieres: Społeczna gospodarka rynkowa w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego	180
Tadeusz Kocowski: Gmina jako przedsiębiorca w społecznej gospodarce rynkowej	193
Emilia Kuczma: Ochrona danych osobowych przez przedsiębiorcę	210
Paweł Kuczma: Konstytucyjne ujęcie wolności działalności gospodarczej ...	225
Zbigniew Luty: Profesjonalne relacje prawa i rachunkowości	238

Karolina Łagowska: Regulowana działalność gospodarcza a poszerzanie sfery wolności działalności gospodarczej.....	247
Andrzej Matysiak: Atrofia czy ewolucja społecznej gospodarki rynkowej...	257
Piotr Ochman: Karnoprawna ochrona reglamentacji działalności na rynku finansowym na przykładzie sektora bankowego.....	270
Katarzyna Poroś: Reprezentowanie przedsiębiorcy w sposób łączny – prokura łączna a reprezentacja łączna mieszana (wybrane zagadnienia)	285
Monika Przybylska: Administracyjnoprawna ochrona przedsiębiorcy w zakresie wykonywania praw własności przemysłowej.....	301
Michał Raduła: Gminny podmiot leczniczy w formie spółki kapitałowej a gospodarka komunalna	314
Piotr Soroka: Koncesja na prowadzenie kasyna gry jako ograniczenie wolności gospodarczej.....	327
Ewa Stańczyk-Hugiet: Koewolucja i kooperacja. Podążając za kontekstem .	342
Michał Stępień: Nowe rozporządzenie Bruksela I z punktu widzenia przedsiębiorców.....	356
Zdzisław Szalbierz, Joanna Kott: Regulacje instytucjonalne w sektorach infrastrukturalnych.....	367
Tomasz M. Szczurowski: Informacje poufne spółki w ramach inwestorskiego badania due diligence	376
Andrzej Śmieja: Odpowiedzialność za szkody wyrządzone przez ruch przedsiębiorstwa (art. 435 k.c.)	390
Magdalena Wilejczyk: Zakaz nadużywania praw podmiotowych w społecznej gospodarce rynkowej na przykładzie prawa rzeczowego.....	403
Bartosz Ziemblicki: Zagrożenia umowy pośrednictwa w obrocie nieruchomościami z punktu widzenia pośrednika – wybrane zagadnienia	414

Summaries

Sebastian Bobowski: Legal determinants of corporate social responsibility in India in the context of challenges of the XXI century.....	29
Andrzej Borkowski: Special economic zone as an instrument of regional aid implementation in market economy	47
Ewa Chmielarczyk: Secondary (ancillary) business activity conducted as part of a foreign company's business.....	59
Agnieszka Chrisidu-Budnik, Jerzy Korczak: Crowdsourcing – activation of local community to joint action.....	72
Waldemar Dotkuś: Accounting as a scientific discipline and its ancillary role within the economic life	81
Bogusława Drelich-Skulska: Changes in the legal environment of business in Poland following the EU accession – a case study of new customs and trade facilitations resulting from the Community Customs Code	91

Józef Frąckowiak: The role of law amendment in social market economy on the example of company law	100
Jan Gola: Public Service Obligations vs. an activity of an entrepreneur of aviation sector in social market economy.....	112
Maciej Guziński: Public procurement as an instrument of market economy .	125
Beata Hałakuć, Artur Łysoń: Independent public health care facilities vs. entrepreneurial status and commercial provision of health care services...	133
Krzysztof Horubski: Unfair market practices in the light of act on prevention of unfair market practices	149
Krzysztof Jajuga: Financial market – ethical standards and legal regulations	159
Karol Kiczka: Europeanization of social market economy in Poland	179
Leon Kieres: Social market economy in the judicial decision of the Constitutional Tribunal.....	192
Tadeusz Kocowski: Municipality as an entrepreneur in social market economy	209
Emilia Kuczma: Protection of personal data by an entrepreneur.....	224
Paweł Kuczma: Constitutional perspective of freedom of business activity...	237
Zbigniew Luty: Professional relationships of law and accounting	246
Karolina Łagowska: Regulated economic activity vs. an expansion of the sphere of economic activity freedom.....	256
Andrzej Matysiak: Atrophy or evolution of social market economy?	269
Piotr Ochman: Penal and legal protection of activity rationing on the financial market on the example of banking sector	284
Katarzyna Poroś: Representation of an entrepreneur in a joint way – joint commercial proxy vs. mixed joint representation (chosen aspects)	300
Monika Przybylska: Administrative and legal protection of entrepreneur in the scope of industrial property rights exercising.....	313
Michał Raduła: District medical subject in a form of limited liability company vs. municipal economy	326
Piotr Soroka: Casino concession as a restriction of economic freedom	341
Ewa Stańczyk-Hugiet: Coevolution and cooperation. Following the context.	355
Michał Stępień: New Brussels I Regulation from entrepreneurs' perspective	366
Zdzisław Szalbierz, Joanna Kott: Institutional regulations in infrastructure sectors	375
Tomasz M. Szczurowski: Confidential information of a company during due diligence examination conducted by a potential investor.....	389
Andrzej Śmieja: Liability for damages resulting from company movement, under art. 435 of Polish Civil Code	402
Magdalena Wilejczyk: Prohibition of the abuse of subject rights in the social market economy on the example of the property law.....	412
Bartosz Ziemblicki: Threats of a real estate brokerage agreement from the point of view of a real estate broker – selected issues.....	424

Krzysztof Jajuga

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

RYNEK FINANSOWY – STANDARDY ETYCZNE I REGULACJE PRAWNE

Streszczenie: Artykuł dotyczy relacji między regulacjami prawnymi a standardami etycznymi na rynku finansowym. Scharakteryzowane są podstawowe tendencje w regulacjach prawnych, przede wszystkim rosnąca rola regulacji makroostrożnościowych. Ostatnia część artykułu zawiera przedstawienie standardów etycznych zawodu analityka finansowego.

Słowa kluczowe: regulacje ostrożnościowe, standardy etyczne, rynek finansowy.

DOI: 10.15611/pn.2014.372.12

1. Wprowadzenie. Kryzys finansowy – lekcje na przyszłość

Wydarzenia ostatniego kryzysu, którego apogeum przypadło na lata 2008 i 2009, przyniosły wiele strat instytucjom finansowym. W efekcie istotna część ryzyka została w pewnym sensie transferowana do gospodarstw domowych, które w dłuższym okresie ponoszą konsekwencje w postaci spowolnienia wzrostu gospodarczego. Oprócz tego wydarzenia te spowodowały, z jednej strony, rozwój badań naukowych dotyczących problematyki kryzysu, z drugiej zaś działania różnych instytucji mające na celu wprowadzenie regulacji prawnych, które mogłyby zapobiec kryzysom w przyszłości (lub przynajmniej zminimalizować ich skutki).

Odpowiedź na pytanie dotyczące pożądanych przemian w systemie regulacji powinna wynikać z diagnozy przyczyn ostatniego kryzysu finansowego. Powstało na ten temat wiele opracowań. Moim zdaniem, przyczyny kryzysu dają się opisać w kilku punktach:

1. Kryzys systemu wartości.

Chodzi tu o wartości, które leżą u podstaw gospodarki rynkowej. Zaliczyć do nich należy etos pracy, pochwałę oszczędzania, respektowanie praw drugiej strony transakcji. Na pewno zaprzeczeniem tych wartości było kreowanie wzrostu konsumpcji poprzez nadmierne zadłużanie się. Na dużą skalę widać to było w Stanach Zjednoczonych w okresie gwałtownego wzrostu liczby kredytów mieszkaniowych udzielanych gospodarstwom domowym o niskiej pozycji finansowej (tzw. kredyty *subprime*).

2. Błędy w zakresie polityki monetarnej.

Prowadzona przez amerykański bank centralny po roku 2001 ekspansywna polityka pieniężna polegała na utrzymywaniu niskich stóp procentowych, co zaowocowało nadmiernym wzrostem akcji kredytowej banków.

3. Szkodliwe systemy motywacyjne.

W okresie przedkryzysowym dotyczyło to przede wszystkim sprzedawców kredytów *subprime*. Ich wynagrodzenie zależało od liczby sprzedanych kredytów, a nie od jakości kredytobiorców. Siłą rzeczy było to zachętą do nakłaniania potencjalnych kredytobiorców do podawania nieprawdziwych danych o swojej sytuacji finansowej. Warto jednak dodać, że szkodliwe (ze społecznego i rynkowego punktu widzenia) systemy motywacyjne dotyczą również takich podmiotów, jak: audytorzy sprawozdań finansowych, agencje ratingowe, zarządzający aktywami.

4. Zachowania uczestników rynku finansowego.

W ostatnich latach na rynkach finansowych znacznie wzrosła rola zachowań. Zajmuje się tym dział finansów zwany finansami behawioralnymi. Do podstawowych elementów zaliczyć należy:

- zachowania stadne: podmiot podejmuje nieracjonalne bądź szkodliwe decyzje, dlatego że inni podejmują takie decyzje (większość ludzi nie chce się wyróżniać); jest to widoczne przede wszystkim w okresach gwałtownych wzrostów (euforia) lub gwałtownych spadków (panika) cen aktywów na rynku finansowym;
- chciwość: jest to dążenie do osiągnięcia korzyści w krótkim okresie za wszelką cenę;
- przesadne zaufanie do własnej wiedzy i umiejętności: większość inwestorów ocenia swoją wiedzę i umiejętności jako ponadprzeciętne, dzieje się tak zwłaszcza po osiągnięciu sukcesu, powoduje to brak właściwej oceny ryzyka w kolejnych inwestycjach;
- błędy poznawcze: są to błędy we wnioskowaniu prowadzące do błędnych decyzji, błędy te wynikają z kompleksowości problemów, z jakimi spotykają się inwestorzy na rynkach finansowych.

5. Odejście od fundamentów.

W długim okresie na rynku finansowym działają fundamentalne prawa popytu i podaży. Jednak pojawiają się coraz częstsze okresy, gdy uczestnicy rynku bezpodstawnie zaczynają wierzyć, że jest inaczej. Widać to zwłaszcza w okresach baniek spekulacyjnych, gdy większość wierzy, że ceny aktywów będą rosnąć przez wiele miesięcy. Widać to również w okresach paniki, gdy większość obawia się, że ceny aktywów będą spadać niemal do zera.

6. Brak profesjonalizmu.

W okresie kryzysu finansowego brak profesjonalizmu pokazali zarządzający aktywami dużych banków, którzy zignorowali podstawowe procedury zarządzania ryzykiem. Oprócz tego obserwowaliśmy nieprofesjonalne stosowanie skomplikowanych modeli przez osoby posiadające wysokie umiejętności w zakresie narzędzi matematycznych, lecz nie do końca rozumiejące realia rynku finansowego.

7. Medializacja.

W ostatnim ćwierćwieczu bardzo wzrosła rola mediów w oddziaływaniu na podmioty podejmujące decyzje na rynku finansowym. Jednak w zdecydowanej większości obraz rynku przekazywany przez media jest obciążony. Wynika to z faktu, iż media „sprzedają” przede wszystkim informacje, na które jest zapotrzebowanie. Są to informacje, które wywołują określone reakcje odbiorcy, a niekoniecznie informacje rzetelne. Oprócz tego trzeba zauważyć, że PR może odgrywać istotną rolę w ocenie podmiotów gospodarczych przez inwestorów.

8. Błędy w obszarze regulacji.

Problem regulacji poruszany jest w dalszej części artykułu. Tutaj jedynie zwracam uwagę, iż część problemów amerykańskich banków inwestycyjnych wynikała z nadmiernej deregulacji w tym sektorze.

9. Brak zachowania standardów etycznych.

Nieetyczne zachowania podmiotów na rynku finansowym to podstawowy negatywny czynnik zwiększający skutki kryzysu. Doświadczenia wielu lat prowadzą do wniosku, iż uczciwość i etyczne zachowania wpływają pozytywnie na stabilność rynku finansowego, a to jest nadrzędna wartość dla każdego uczestnika tego rynku.

2. Problemy regulacji na rynkach finansowych

Jak wskazaliśmy powyżej, jedną z przyczyn kryzysu finansowego były błędy w obszarze regulacji sektora finansowego. Kryzysy finansowe rodzą zwykle tendencje do wprowadzania kolejnych regulacji. Naszym zdaniem wprowadzanie regulacji sektora finansowego (w tym sektora bankowego) musi mieć jasno określony cel. Giordano [2009] wyróżnia sześć możliwych celów regulacji. Są nimi:

- zapobieganie kryzysom i utrzymanie stabilności finansowej;
- zwiększenie efektywności rynku finansowego;
- zachowanie konkurencji;
- ochrona inwestorów i konsumentów;
- ochrona instytucji finansowych;
- efektywna alokacja kredytu.

Warto zatem przy okazji wprowadzania kolejnych regulacji zastanowić się, czy prowadzą one do określonego celu, jak również nad tym, jakie wywołują skutki uboczne, np. zahamowanie rozwoju pewnego segmentu rynku.

Podejście w regulacji sektora bankowego (jako głównego segmentu sektora finansowego) można określić jako „mikroostrożnościowe”, gdyż nakierowane ono było na ryzyko pojedynczych instytucji. Najlepszym przykładem tego typu rozwiązań były regulacje Komitetu Bazylejskiego do spraw Nadzoru Bankowego, znane pod potoczną nazwą Bazylea 1 oraz Bazylea 2. Jest to w zasadzie zbiór zalecanych

praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem bankowym oraz w zakresie poziomu kapitałów niezbędnych do utrzymywania przez banki.

Przy tym rozwiązania tzw. Bazylei 1 dotyczyły głównie ryzyka kredytowego, później zostały wprowadzone rozwiązania dotyczące ryzyka rynkowego, tzw. Bazylea 2 zaś wprowadziła dodatkowo ryzyko operacyjne. Już po kryzysie pojawiły się kolejne rozwiązania, uwzględniające dodatkowo ryzyko płynności.

Giordano [2009] przedstawia klasyfikację podstawowych typów instrumentów regulacyjnych w odniesieniu do sektora bankowego, są to:

- bariery wejścia i rozszerzenia działalności;
- regulacje w sferze właścicielskiej oraz kontrolnej;
- limity w zakresie dopuszczalnych aktywów;
- regulacje cenowe;
- wymogi kapitałowe i w zakresie zadłużenia;
- ubezpieczenie depozytów;
- regulacje w zakresie wynagrodzenia i ubezpieczenia menedżerów;
- standardy sprawozdawczości finansowej;
- ujawnianie informacji na potrzeby organów nadzoru finansowego;
- ujawnianie informacji na potrzeby rynku;
- regulacje w zakresie ładu korporacyjnego i zarządzania ryzykiem;
- mechanizmy dyscyplinujące w zakresie przestrzegania regulacji.

Warto zauważyć, że regulacje Komitetu Bazylejskiego dotyczą przede wszystkim limitów w zakresie dopuszczalnych aktywów oraz wymogów kapitałowych.

Na tle wprowadzanych regulacji dotyczących indywidualnych instytucji należy zwrócić uwagę, iż nie jest problemem to, że instytucje finansowe podejmują ryzykowne operacje. Problem tkwi w tym, iż:

- ryzykowne operacje finansowe są nieuzasadnione poziomem ryzyka, który jednostka (instytucja) może ponieść bez narażenia na groźbę upadku;
- instytucje finansowe nie zawsze skutecznie zarządzają ryzykiem.

Moim zdaniem, ważną rolę przy niedostatku regulacji może odegrać stosowanie dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem.

Przedstawione podejście mikroostrożnościowe, nakierowane na indywidualne podmioty sektora bankowego, nie jest wystarczające w przypadku kryzysów o podobnym charakterze jak te, które wystąpiły w ostatnich latach. Wynika to z faktu, iż główną cechą kryzysów finansowych ostatnich lat, zwłaszcza ostatniego kryzysu, jest to, że podstawowym rodzajem ryzyka, jakie w nich występuje, jest ryzyko systemowe. Jest to ryzyko wynikające z faktu, że kryzys w jednym segmencie rynku finansowego (czy jednym krajem) wywołuje negatywne konsekwencje w innym segmencie rynku finansowego (innym krajem). Jest to prawdopodobnie efekt globalizacji rynków finansowych.

Ryzyko systemowe [Kaufman, Scott 2003] jest to ryzyko upadku całego systemu, w przeciwieństwie do upadku części składowych, jest ono zależne od powiązań między elementami systemu. Stabilność finansowa [ECB 2013] jest to stan, w któ-

rym system finansowy (pośrednicy finansowi, rynki) ma zdolność do wykonywania swoich kluczowych funkcji, takich jak alokacja zasobów i zarządzanie ryzykiem, również w sytuacji występowania szoków oraz w okresie istotnych zmian strukturalnych w gospodarce.

Odpowiedzią na występowanie ryzyka systemowego są właśnie regulacje makroostrożnościowe. Jest to (por. [Galati, Moessner 2011]) nowe podejście w regulacjach, mające u podstaw analizę całego systemu finansowego, kładące nacisk na powiązania między elementami systemu, na przykład między poszczególnymi bankami.

Kluczowym problemem w określeniu poziomu stabilności finansowej jest pomiar ryzyka systemowego. Lo [2009] przedstawia trafną propozycję listy czynników, które powinien uwzględniać pomiar ryzyka systemowego. Są to:

- dźwignia (czyli poziom zadłużenia) podmiotów rynku finansowego;
- płynność instrumentów rynku finansowego;
- korelacja podmiotów rynku finansowego;
- koncentracja aktywów;
- wrażliwość wartości na zmiany cen na rynkach finansowych;
- gwarancje rządowe związane z kontraktami finansowymi;
- powiązanie segmentów rynku finansowego.

Na tle wprowadzanych regulacji pojawia się jednak pytanie, czy prowadzą one do najważniejszego celu, jakim jest zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia kolejnego dużego kryzysu finansowego. W przyszłości będzie można odpowiedzieć na to pytanie.

Problem tkwi w tym, że zazwyczaj wprowadzane regulacje są odpowiedzią na przyczyny, które wywołały POPRZEDNI kryzys. To dobrze, ale jeszcze lepiej byłoby, gdyby regulacje ograniczyły możliwość wystąpienia KOLEJNEGO kryzysu. Taka powinna być rola profesjonalnych regulacji ostrożnościowych w odniesieniu do sektora bankowego. W moim przekonaniu proces tworzenia nowych regulacji powinien mieć u podstaw szersze spojrzenie na ryzyko, które występuje na coraz większą skalę na rynkach finansowych. Niekoniecznie przyczyny poprzedniego kryzysu staną się głównymi przyczynami kolejnego kryzysu, który z pewnością wystąpi w przyszłości.

Już teraz jednak uważam, że kluczowe jest zrozumienie trzech podstawowych prawidłowości:

- Regulacje dotyczące rynków finansowych powinny być projektowane na poziomie globalnym.
- Efekt regulacji nie zależy od ich liczby, lecz od ich jakości i skuteczności.
- Regulacje powinny wynikać z możliwych niekorzystnych scenariuszy, które są możliwe na rynku finansowym.

3. Standardy etyczne na rynku finansowym

Przedstawione powyżej rozważania dotyczyły przede wszystkim regulacji prawnych, ale była w nich również wymieniona rola standardów etycznych. Moim zdaniem nawet bardzo rozsądne regulacje nie zapobiegą stratom wynikającym, po pierwsze, z braku profesjonalizmu (niedostatecznej edukacji), po drugie, z nieetycznych zachowań. Warto zatem wprowadzać i promować standardy etyczne w obszarze rynku finansowego.

Najważniejsze standardy w tym zakresie zostały przygotowane przez CFA Institute. Jest to międzynarodowa organizacja zrzeszająca prawie 123 tys. osób ze 145 krajów. Oprócz tego z organizacją tą związanych jest około 200 tys. osób będących kandydatami w procesie egzaminacyjnym, prowadzącym do uzyskania certyfikatu Chartered Financial Analyst. Jest on uważany za najbardziej prestiżowy certyfikat zawodowy w obszarze finansów. CFA Institute administruje tym egzaminem.

Członkowie organizacji specjalizują się w zagadnieniach zarządzania inwestycjami, są to przede wszystkim analitycy finansowi oraz zarządzający portfelami inwestycyjnymi. Jedną z najważniejszych aktywności organizacji jest promowanie standardów etycznych i profesjonalnych zachowań na rynku finansowym.

Standardy etyczne wyrażone są w kodeksie etycznym obowiązującym członków organizacji. Obejmuje on sześć fundamentalnych zasad:

1. W kontaktach zawodowych z otoczeniem, klientami, potencjalnymi klientami, pracodawcami, pracownikami, współpracownikami w branży inwestycyjnej oraz innymi uczestnikami globalnych rynków kapitałowych postępować uczciwie, kompetentnie, starannie, godnie i etycznie.

2. Stawiać rzetelność branży inwestycyjnej oraz interes klienta ponad korzyści osobiste.

3. Wykazywać się należyłą starannością i dbać o niezależność własnych opinii przy sporządzaniu analiz inwestycyjnych, wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych, podejmowaniu działań inwestycyjnych oraz angażowaniu się w inną działalność zawodową.

4. Postępować i zachęcać innych do postępowania w sposób profesjonalny i etyczny, tak aby pozytywnie wpływać na prestiż i zaufanie do nich samych i do wykonywanego przez nich zawodu.

5. Promować uczciwość na rynkach kapitałowych oraz przestrzegać zasad nimi rządzących.

6. Utrzymywać i podwyższać swoje umiejętności zawodowe oraz dążyć do utrzymywania i podwyższania umiejętności zawodowych innych przedstawicieli branży inwestycyjnej.

Standardy te są w pewnym sensie wzbogacone i uszczegółowione przez standardy profesjonalnego postępowania (Standards of Professional Conduct). Jest ich w sumie 21, podzielonych na 7 grup, z czego ostatnia grupa, zawierająca dwa standardy, dotyczy relacji członka CFA Institute z organizacją. Poniżej przedstawione jest 20 standardów z 6 grup, odnoszących się bezpośrednio do aktywności na rynku finansowym.

Grupa 1. Profesjonalizm.

1. Znajomość przepisów prawa.

Członkowie i Kandydaci muszą znać i stosować się do wszystkich obowiązujących przepisów prawa, zasad i regulacji wydawanych przez państwo, organy nadzoru i stowarzyszenia zawodowe (w tym do Kodeksu Etycznego i Standardów Profesjonalnego Postępowania CFA Institute), które odnoszą się do ich działalności zawodowej. W razie konfliktu przepisów Członkowie i Kandydaci muszą stosować się do tego przepisu, który jest bardziej restrykcyjny. Członkowie i Kandydaci nie mogą świadomie brać udziału ani wspierać, oraz muszą odcinać się od, wszelkich przypadków naruszania tych przepisów, zasad czy regulacji.

2. Niezależność i obiektywność.

Członkowie i Kandydaci muszą dochować należytej staranności, aby osiągnąć i utrzymać niezależność i obiektywność w swojej działalności zawodowej. Członkowie i Kandydaci nie mogą proponować, ubiegać się, ani przyjmować jakichkolwiek prezentów, korzyści, świadczeń czy wynagrodzeń, co do których można by się spodziewać, że wpłyną na niezależność i obiektywność ich samych lub innych osób.

3. Przedstawianie nieprawdziwych informacji.

Członkowie i Kandydaci nie mogą świadomie przedstawiać nieprawdziwych informacji w zakresie analiz inwestycyjnych, rekomendacji, działań lub innej działalności zawodowej.

4. Zachowanie niezgodne z etyką zawodową.

Członkowie i Kandydaci nie mogą angażować się w żadne działania zawodowe związane z nieuczciwością, oszustwem czy kłamstwem, ani popełniać jakichkolwiek czynów, które świadczyłyby niekorzystnie o ich uczciwości, odpowiedzialności lub kompetencjach zawodowych.

Grupa 2. Uczciwość na rynku finansowym.

1. Istotne informacje niepubliczne.

Członkowie i Kandydaci będący w posiadaniu istotnych informacji niepublicznych, które mogą wpłynąć na wartość inwestycji, nie powinni tych informacji wykorzystywać ani wpływać na innych, aby je wykorzystywali.

2. Manipulacje rynkowe.

Członkowie i Kandydaci nie mogą angażować się w działania, które zniekształcają cenę lub sztucznie zawyżają obroty rynkowe w celu wprowadzenia w błąd uczestników rynku.

Grupa 3. Obowiązki wobec klientów.

1. Lojalność, rozważa i staranność.

Członkowie i Kandydaci zobowiązani są do lojalności wobec swoich klientów oraz muszą działać z zachowaniem należytej staranności, jak również dokonywać rozważnych osądów. Członkowie i Kandydaci muszą działać na korzyść swoich

klientów oraz stawiać interes swoich klientów przed interesem pracodawcy i swoim własnym.

2. Uczciwe traktowanie.

Członkowie i Kandydaci muszą traktować wszystkich klientów uczciwie i obiektywnie przy udostępnianiu analiz, wydawaniu rekomendacji, podejmowaniu działań inwestycyjnych lub innej działalności inwestycyjnej.

3. Dopasowanie inwestycji.

Gdy Członkowie i Kandydaci pełnią rolę doradcy klienta, muszą:

a. Starać się dowiedzieć, jakie jest doświadczenie inwestycyjne, cele określające oczekiwane ryzyko i stopę zwrotu oraz ograniczenia finansowe klientów i potencjalnych klientów, zanim wydadzą jakąkolwiek rekomendację inwestycyjną lub podejmą decyzję inwestycyjną, a następnie muszą regularnie uaktualniać te informacje.

b. Ustalić, czy inwestycja odpowiada sytuacji finansowej klienta i jest zgodna ze spisаныmi celami, upoważnieniami i ograniczeniami klienta, zanim wydadzą jakąkolwiek rekomendację inwestycyjną lub podejmą decyzję inwestycyjną.

c. Oceniać dopasowanie inwestycji do całości portfela klienta.

Gdy Członkowie i Kandydaci są odpowiedzialni za zarządzanie portfelem zgodnie z określonym upoważnieniem, strategią lub stylem, muszą wydawać tylko takie rekomendacje inwestycyjne oraz podejmować tylko takie decyzje inwestycyjne, które są zgodne z ustalonymi celami oraz ograniczeniami portfela.

4. Przedstawianie wyników inwestycyjnych.

Przekazując informacje o wynikach inwestycyjnych, Członkowie i Kandydaci zobowiązani są dokładać starań, aby przedstawiane informacje były rzetelne, dokładne i kompletne.

5. Zachowanie poufności.

Członkowie i Kandydaci muszą zachowywać poufność informacji o obecnych, przeszłych i potencjalnych klientach, chyba że:

- informacje te dotyczą nielegalnej działalności klienta lub potencjalnego klienta;
- ich ujawnienie jest wymagane przez prawo, lub
- klient lub potencjalny klient udzielił zgody na ich ujawnienie.

Grupa 4. Obowiązki wobec pracodawcy.

1. Lojalność.

W kwestiach związanych z zatrudnieniem Członkowie i Kandydaci muszą działać na korzyść swojego pracodawcy. Członkowie i Kandydaci nie mogą pozbawiać pracodawcy korzyści z ich umiejętności i zdolności, ujawniać informacji poufnych ani w inny sposób działać na jego szkodę.

2. Dodatkowe świadczenia.

Członkowie i Kandydaci nie mogą przyjmować prezentów, korzyści, świadczeń i wynagrodzeń konkurencyjnych w stosunku do pracodawcy lub co do których można się spodziewać, że wywołają konflikt interesów w stosunku do pracodawcy, chyba że otrzymają na to pisemną zgodę wszystkich zaangażowanych stron.

3. Odpowiedzialność kierowników.

Członkowie i Kandydaci muszą, na ile to możliwe, starać się wykrywać przypadki naruszenia obowiązujących przepisów prawa, zasad i regulacji oraz Kodeksu Etycznego i Standardów Profesjonalnego Postępowania przez osoby pozostające pod ich nadzorem oraz muszą starać się zapobiegać takim naruszeniom.

Grupa 5. Analizy, rekomendacje i decyzje inwestycyjne.

1. Staranność i racjonalne podstawy.

Członkowie i Kandydaci muszą:

- Wykazywać się starannością, niezależnością i sumiennością przy analizowaniu inwestycji, sporządzaniu rekomendacji inwestycyjnych i podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.
- Mieć racjonalne i odpowiednie podstawy, poparte właściwymi badaniami i analizami, przy analizowaniu inwestycji, sporządzaniu rekomendacji inwestycyjnych i podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

2. Kontakty z klientami i potencjalnymi klientami.

Członkowie i Kandydaci muszą:

- Ujawniać klientom i potencjalnym klientom podstawowy schemat i ogólne zasady procesów inwestycyjnych stosowanych do analizy inwestycji, dobierania instrumentów finansowych i konstruowania portfeli oraz muszą niezwłocznie informować ich o wszelkich zmianach, które mogłyby istotnie wpłynąć na te procesy.
- Rozważnie oceniać, które czynniki są istotne dla ich analiz inwestycji, rekomendacji czy decyzji inwestycyjnych, i przedstawić te czynniki w kontaktach z klientami i potencjalnymi klientami.
- Odróżniać fakty od opinii w prezentowanych analizach i rekomendacjach.

3. Przechowywanie dokumentacji.

Członkowie i Kandydaci muszą prowadzić i przechowywać odpowiednią dokumentację na poparcie prezentowanych analiz, sporządzanych rekomendacji, podejmowanych decyzji inwestycyjnych i innych związanych z inwestowaniem problemów.

Grupa 6. Konflikt interesów.

1. Ujawnianie konfliktu interesów.

Członkowie i Kandydaci muszą w pełni i rzetelnie ujawniać wszelkie fakty, co do których można by się spodziewać, że wpłyną na ich bezstronność i obiektywność lub spowodują konflikt interesów wobec ich klientów, potencjalnych klientów i pracodawcy. Członkowie i Kandydaci muszą dopilnować, aby takie informacje były widoczne, sformułowane jasno i aby dotarły do osób, dla których są przeznaczone.

2. Pierwszeństwo transakcji.

Transakcje dokonywane przez Członków i Kandydatów na rzecz klientów i pracodawców muszą mieć pierwszeństwo wobec transakcji na własny rachunek.

3. Ujawnianie korzyści osiągniętych za przekazanie innej firmie usług na rzecz klientów.

Członkowie i Kandydaci muszą informować, odpowiednio, pracodawcę, klientów i potencjalnych klientów o wszelkich świadczeniach, wynagrodzeniach i korzyściach, jakie otrzymują od innych lub przekazują innym w zamian za rekomendowanie i przekazanie produktów lub usług na rzecz tych klientów.

4. Zakończenie

Przedstawiony zestaw standardów charakteryzuje się kompleksowością. Dotyczy on relacji z klientami i pracodawcą. Zawiera standardy dotyczące samego procesu działalności analityka finansowego. Na uwagę zasługuje standard „Znajomość przepisów prawa” (grupa 1), który wskazuje na konieczność przestrzegania tych przepisów prawa, zasad i regulacji, które są najbardziej restrykcyjne.

Przedstawiony zestaw standardów odnosi się do zawodu analityka finansowego. Jednak jest on na tyle kompleksowy, że może być adaptowany do innych zawodów finansowych, np. doradcy finansowego.

Literatura

- CFA Institute (2013), *Kodeks etyczny i standardy profesjonalnego postępowania*, Charlottesville. European Central Bank (2013), *Financial stability report*, Frankfurt.
- Galati G., Moessner R. (2011), *Macroprudential policy – a literature review*, BIS Working Paper, 337, Basel.
- Giordano C. (2009), *Prudential regulation and supervision instruments and aims: a general framework*; www.ssrn.org.
- Kaufman G.G., Scott K.E. (2003), *What is systemic risk, and do bank regulators retard or contribute to it*, „The Independent Review”, no. 7, s. 371–391.
- Lo A.W. (2009), *The feasibility of systemic risk measurement*, wypowiedź przed Komitetem Usług Finansowych Izby Reprezentantów Stanów Zjednoczonych.

FINANCIAL MARKET – ETHICAL STANDARDS AND LEGAL REGULATIONS

Summary: The paper discusses the relations between legal regulations and ethical standards on the financial market. The main tendencies in regulations are characterized, including the so called macroprudential regulations. The last part of the paper contains ethical standards for the profession of financial analyst.

Keywords: prudential regulations, ethical standards, financial market.