

Blandyna Puszer

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

DZIAŁANIA PODEJMOWANE PRZEZ IOSCO W WARUNKACH GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO ORAZ WSPÓŁPRACA Z KOMISJĄ NADZORU FINANSOWEGO W POLSCE

Wprowadzenie

Zaburzenia występujące obecnie w gospodarce światowej powodują, że zapewnienie stabilności w tych warunkach staje się coraz trudniejsze. W związku z tym wspieranie stabilności leży w interesie wszystkich uczestników życia gospodarczego, a równocześnie jest zadaniem złożonym, wykraczającym poza możliwości jednej instytucji. Szczególne kompetencje związane z realizacją tego zadania skupiają się w gestii specjalnych instytucji, tworzących siatkę bezpieczeństwa finansowego (ang. *safety net*), do których zalicza się przede wszystkim: banki centralne, instytucje nadzoru nad sektorem finansowym, systemy gwarantowania depozytów, rządy państw¹. Celem tych instytucji jest dążenie do ograniczenia częstotliwości i skali zakłóceń w systemie finansowym (w szczególności międzynarodowym systemie finansowym) oraz łagodzenie ich skutków w przypadku ich wystąpienia. Jedną z tych instytucji, o charakterze globalnym, jest Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissions – IOSCO), utworzona w 1983 r. i zajmująca się regulowaniem rynków papierów wartościowych oraz instrumen-

¹ J. Żabińska, A. Sarnik-Sawicka: Forum Stabilności Finansowej jako organizacja nadzorująca i monitorująca międzynarodowy rynek finansowy. W: Rola międzynarodowej współpracy finansowej w tworzeniu norm i regulacji ostrożnościowych zabezpieczających stabilność systemów finansowych. Red. J. Żabińska. Wydawnictwo AE, Katowice 2008, s. 11.

tów pochodnych, skupiająca organy regulacyjne i nadzorujące ten rynek, opracowująca kodeksy właściwego postępowania oraz standardy nadzoru i zalecenia, które mogą wprowadzać nadzorcy poszczególnych krajów. Jej celem działania jest przede wszystkim zwiększenie efektywności, sprawności i bezpieczeństwa rynków nad którymi nadzór sprawują ich członkowie. Celem artykułu jest przedstawienie działań podjętych przez IOSCO, w szczególności po 2007 r. (czyli w dobie kryzysu finansowego, w okresie niestabilności), dla zapewnienia bezpieczeństwa międzynarodowego systemu finansowego oraz współpracy Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) jako organu nadzorującego z IOSCO.

1. Cele działalności i przedmiot regulacji IOSCO

IOSCO jest organizacją ponoszącą codzienną odpowiedzialność za wprowadzenie oraz stosowanie przepisów dotyczących papierów wartościowych i derywatów. Globalny kryzys finansowy, którego następstwa są widoczne zarówno w systemie finansowym, jak i w sferze realnej przyczyniły się do modyfikacji celów działalności statutowej IOSCO oraz jej misji, do których obecnie zalicza się:

- współpracę w zakresie ustanawiania wspólnych standardów regulacyjnych, które mają na celu wspieranie sprawnie funkcjonujących rynków finansowych;
- wzajemną wymianę doświadczeń i informacji w celu doskonalenia funkcjonowania krajowych rynków papierów wartościowych;
- podejmowanie wspólnych działań na rzecz ustanowienia standardów i efektywnego nadzoru nad międzynarodowymi transakcjami papierami wartościowymi;
- wzajemną pomoc w zakresie zapewnienia bezpieczeństwa rynków papierów wartościowych poprzez rygorystyczne przestrzeganie standardów i przeciwdziałanie przestępstwom finansowym².

Obecnie do misji IOSCO należy:

- współpraca w zakresie opracowywania, wdrażania, promowania oraz przestrzegania wspólnych standardów regulacyjnych i nadzoru, egzekwowanie prawa ochrony inwestorów, wspieranie sprawiedliwych i przejrzystych rynków, a także dążenie do rozwiązywania problemu ryzyka systemowego;
- zwiększenie poziomu ochrony inwestorów oraz zwiększenie zaufania inwestorów do integralności rynków papierów wartościowych i derywatów poprzez wzmocnienie wzajemnej wymiany informacji oraz współpracy w zakresie przeciwdziałania przestępstwom finansowym;

² Statut IOSCO oraz Resolution on IOSCO's Mission, Goals and Priorities. IOSCO June 2010, s. 2.

- wzajemna wymiana doświadczeń i informacji, zarówno na szczeblu globalnym, jak i regionalnym w celu rozwoju rynku, wzmocnienia jego infrastruktury oraz wdrażania odpowiednich regulacji³.

Założone cele oraz misję realizuje poprzez komitety, które wchodzi w skład struktury organizacyjnej oraz za pomocą wytycznych regulujących obrót instrumentami finansowymi. W związku z rozwojem oraz wytyczaniem nowego kierunku strategicznego IOSCO w maju 2012 r. zmieniono jego strukturę. Podstawową zmianą było stworzenie IOSCO Board – Rady, łączącej funkcje uprzednio istniejących Komitetów: Technicznego (TC), Wykonawczego (EC) oraz Rady Doradczej Komitetu Rynków Wschodzących (EMC AB). Kolejną kluczową zmianą było połączenie grup roboczych Komitetu Technicznego, tj. Standing Committees z grupami roboczymi Komitetu Rynków Wschodzących, tj. Working Groups. Obecnie w skład IOSCO wchodzi:

- Komitet Prezydencki (Presidents' Committee) – zrzesza wszystkich członków, jego głównym zadaniem jest zapewnienie ciągłości działania IOSCO, poza tym: analizuje i zatwierdza uchwały Rady, decyduje o przyjęciu nowych członków, ich rocznym wkładzie, nakłada sankcje;
- Rada IOSCO (IOSCO Board) – odpowiada za bieżącą działalność organizacji oraz podejmuje wszystkie decyzje i przedsięwzięcia mające zapewnić osiągnięcie wyznaczonych celów; opracowuje roczny budżet, który zostaje zatwierdzony przez Komitet; zleca przyjęcie nowych członków; mianuje Sekretarza Generalnego oraz wykonuje inne zadania zleczone przez Komitet Prezydentów;
- Komitet Rynków Wschodzących (Emerging Markets Committee) – prowadzi prace odnoszące się do tworzących oraz rozwijających się rynków papierów wartościowych i rynków kontraktów futures oraz: promuje rozwój tych rynków, opracowuje minimalne standardy ostrożnościowe, programy szkoleniowe; działa w celu poprawy przepływu informacji; prace koncentruje na następujących obszarach: audyt i rachunkowość międzynarodowa, rynki wtórne, pośrednicy finansowi oraz zarządzanie inwestycyjne;
- Sekretariat Generalny (General Secretariat) – m.in.: prowadzi dokumentację IOSCO; przyjmuje podania i aplikacje członkostwa w IOSCO oraz publikuje regulacje; przygotowuje roczny raport IOSCO, monitoruje przestrzeganie statutu i uchwał przez członków i wykonuje inne funkcje powierzone przez Radę;
- Komitety Regionalne (Regional Committees): Europejski Komitet Regionalny (European Regional Committee), Komitet Regionalny ds. Afryki i Bli-

³ Resolution on IOSCO's Mission, Goals and Priorities. IOSCO, June 2010, s. 3.

skiego Wschodu (Africa/Middle East Regional Committee), Komitet Regionalny ds. Azji i Obszaru Pacyfiku (Asia-Pacific Regional Committee), Komitet Regionalny ds. Ameryk (Inter-American Regional Committee) – ich zadaniem jest omawianie i dyskutowanie specyficznych regionalnych problemów członków oraz nadzorowanie prac i rozwiązywanie problemów dotyczących krajów poszczególnych regionów; dzięki bieżącym pracom są nadzorowane kwestie związane zarówno ze zmianami legislacyjnymi, jak również dotyczące działalności członków w IOSCO;

- Komitety Konsultacyjne (Consultative Committees) – składające się z członków afiliowanych (członków, którzy w IOSCO nie mają żadnego głosu), współpracujące z grupami projektowymi oraz organizacjami międzynarodowymi, wnoszące swoje opinie oraz wnioski do opracowanych regulacji; działają jako forum, na którym są omawiane kwestie będące przedmiotem zainteresowania członków⁴.

Obok tych komitetów w IOSCO funkcjonują Stałe Komitety (Policy Committees), tj. Komitet Nr 1 ds. obowiązków informacyjnych i rachunkowości (Committee 1 on Accounting and Disclosure), Komitet Nr 2 ds. rynków wtórnych (Committee 2 on Secondary Markets), Komitet Nr 3 ds. pośredników finansowych (Committee 3 on Market Intermediaries), Komitet Nr 4 ds. współpracy nadzorczej i wymiany informacji (Committee 4 on Enforcement and Exchange of Information), Komitet Nr 5 ds. zarządzania inwestycyjnego (Committee 5 on Investment Management), Komitet Nr 6 ds. kredytowych agencji ratingowych (Committee 6 on Credit Rating Agencies), Komitet Nr 7 ds. rynków instrumentów pochodnych (Committee 7 on Commodity Futures Markets).

W odpowiedzi na globalny kryzys finansowy IOSCO wydała w maju 2008 r. specjalny raport, w którym przedstawiono luki prawne ujawniające się w czasie kryzysu, dokonano identyfikacji potencjalnych obszarów zagrożeń, w których ryzyko systemowe nie może być w pełni ujęte w obowiązujące ramy prawne oraz oceniono podjęte działania przez organy regulacyjne i nadzorcze na poszczególnych rynkach. W raporcie tym szczególna uwaga została zwrócona przede wszystkim na następujące aspekty: przejrzystość odnoszącą się do emitentów i inwestorów, zarządzanie ryzykiem przez inwestora, nadzór ostrożnościowy, wycenę strukturyzowanych produktów finansowych. Omówiono także rolę i znaczenie agencji ratingowych na rynkach finansowych, a także przedstawiono zestaw zaleceń dotyczących ewentualnych przyszłych prac IOSCO⁵. Raport ten wyznacza

⁴ Resolution on Amendment to IOSCO's By-laws to Reflect Change in Structure. IOSCO April 2012, s. 9-17 Annual Report 2010, IOSCO 2011, s. 47-48.

⁵ Report on the Subprime Crisis – Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO, May 2008.

nowy etap dla działań podejmowanych przez IOSCO, w którym zostaną podjęte dodatkowe prace, doprowadzające do większej konwergencji w zakresie regulacji oraz nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych i derywatów.

Wynikiem podjętych prac jest modyfikacja w 2010 r. „Celów i zasad regulujących obrót papierami wartościowymi” (wdrożonych w 1998 r.), uznawanych za międzynarodowe standardy finansowe, które regulują rynek papierów wartościowych. Przedmiot tych standardów (celów) odnosi się do trzech obszarów:

- ochrony inwestorów – która może być zapewniona m.in. poprzez możliwość uzyskania przez inwestorów pełnej informacji odnośnie do produktu i dzięki temu dokładniejszego ocenienia ryzyka i korzyści płynących z inwestycji; w tym obszarze IOSCO postuluje także stworzenie m.in.: odpowiednich zasad dotyczących wydawania licencji i zezwoleń pośrednikom finansowym, wymogów kapitałowych, solidnych systemów wymuszających przestrzeganie prawa, niezależnego systemu (np. sądy) lub innych środków umożliwiających uzyskanie zadośćuczynienia za poniesione szkody z tytułu niewłaściwych praktyk pośredników lub innych uczestników rynku;
- gwarancji rzetelności, przejrzystości i efektywności rynków – IOSCO postuluje: aby uregulowania prawne prowadziły do ujawniania oraz ograniczania manipulacji i innych nieuczciwych praktyk, a także do karania za ich uprawianie; wypracowanie struktur rynkowych nefaworyzujących żadnych uczestników rynku; zapewnienie rzetelnego i jednakowego dostępu do rynku i informacji cenowej; ogłaszanie w czasie rzeczywistym informacji o obrocie papierami wartościowymi; podejmowanie działań regulacyjnych zapewniających najwyższy poziom przejrzystości;
- zarządzania ryzykiem – IOSCO uważa, że ryzyko jest jedną z cech aktywnie funkcjonującego rynku, dlatego uregulowania nie powinny bez koniecznej potrzeby ograniczać prawa do jego ponoszenia; natomiast organy regulacyjne powinny umożliwiać i wspierać skuteczne zarządzanie ryzykiem oraz wprowadzać wymogi kapitałowe i inne wymogi ostrożnościowe wystarczające do podejmowania odpowiedniego ryzyka; w tym obszarze Organizacja zwraca uwagę na niestabilność, która może wynikać ze zdarzeń występujących na różnych obszarach jurysdykcyjnych; w związku z tym organy regulacyjne, reagując na zakłócenia rynkowe, powinny podjąć działania obejmujące współpracę i wymianę informacji⁶.

⁶ Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO, September 2011, s. 11-12.

Przedmiot regulacji jest realizowany za pomocą 38 zasad (wypracowanych w 2003 r. – wtedy wdrożono 30 zasad), które można ująć w dziewięciu następujących kategoriach:

- zasady dotyczące organu regulacyjnego – organ regulacyjny powinien: przyczyniać się do monitorowania oraz łagodzenia ryzyka systemowego; podejmować czynności w celu sprawdzania regulacji prawnych; dążyć do zapewnienia, aby konflikt interesów i unikanie zachęt zostało wyeliminowane, ujawnione lub w inny sposób zarządzane,
- zasady dotyczące samoregulacji,
- zasady dotyczące egzekwowania przepisów regulujących obrót papierami wartościowymi,
- zasady dotyczące współpracy w zakresie regulacji,
- zasady dotyczące emitentów,
- zasady dotyczące audytorów, agencji ratingowych i innych podmiotów – audytorzy powinni podlegać pod właściwy poziom nadzoru; audytorzy powinni być niezależni od podmiotu podlegającego badaniu; agencje ratingowe powinny podlegać pod właściwy organ nadzoru, a system regulacyjny powinien zapewnić, aby instytucje ratingowe, których ratingi są wykorzystywane do celów prawnych – podlegały rejestracji i nadzorowi; pozostałe podmioty oferujące inwestorom usługi analityczne i informacyjne powinny podlegać regulacjom prawnym oraz nadzorowi odpowiednim do ich działalności na rynku,
- zasady dotyczące programów zbiorowego inwestowania – regulacje powinny zapewnić, aby fundusze hedgingowe i/lub menedżerowie funduszy hedgingowych zostali objęci właściwym nadzorem,
- zasady dotyczące pośredników finansowych,
- zasady dotyczące rynku wtórnego⁷.

IOSCO w ramach międzynarodowych standardów finansowych podaje także tzw. praktykę, czyli instrukcje jak realizować wyżej wymienione zasady. Instrukcje te przybierają formę rezolucji, uchwał oraz raportów. IOSCO w 2010 r. w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy określiła dalsze strategiczne kierunki swojej działalności, które są niezbędne dla dalszego efektywnego i stabilnego rozwoju rynków papierów wartościowych. Zalicza się do nich: identyfikację oraz rozwiązywanie problemów związanych z ryzykiem systemowym, w szczególności poprzez budowanie niezależnego potencjału badawczego mającego na celu identyfikację zagrożeń sprawiedliwego i sprawnego funkcjonowa-

⁷ Przy kategoriach wpisano nowo wdrożone zasady w 2010 r. Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO, June 2010, s. 4-12.

nia rynku oraz współpracę w tym zakresie z innymi międzynarodowymi organizacjami finansowymi; utrzymanie dotychczasowej roli w opracowywaniu oraz wdrażaniu standardów regulujących rynek papierów wartościowych i derywatyw poprzez: rozwój standardów międzynarodowych, dokonywanie systematycznego oraz okresowego przeglądu celów i zasad regulacji obrotu papierami wartościowymi, a także kształcenia w tym zakresie, egzekwowania i nadzoru IOSCO MMoU; wzmocnienie współpracy międzynarodowej⁸.

2. Najważniejsze praktyki opracowane przez IOSCO w dobie globalnego kryzysu finansowego

Rynki papierów wartościowych i derywatyw w ostatnich latach są szczególnie wrażliwe na oddziaływania transgraniczne bądź oddziaływania pomiędzy różnymi rodzajami aktywów, a niektóre z nich są w większym stopniu podatne na krótkotrwałe fluktuacje po zaburzeniach ekonomicznych lub w okresach większej niepewności. W związku z tym IOSCO prowadzi wiele inicjatyw na rzecz rozwiązywania istotnych oraz zidentyfikowanych nieprawidłowości będących następstwem kryzysu finansowego.

Jedną z takich inicjatyw jest zwrócenie uwagi na problem ryzyka systemowego, gdzie IOSCO przedstawia sytuacje, w których to ryzyko może się rozwijać na rynku papierów wartościowych i derywatyw oraz kanały poprzez które skutki niestabilności mogą być przesyłane do sfery realnej. Równocześnie proponuje kilka podejść i wskaźników, które organy regulacyjne mogą wykorzystywać przy identyfikacji źródeł ryzyka systemowego. W zaleceniach IOSCO przedstawia wskazówki dla regulatorów rynku dotyczące podejmowanych działań w zakresie ograniczenia ryzyka systemowego, zmniejszenia jego skutków oraz warunków w jakich uczestnicy rynku dokładniej będą mogli nim zarządzać. Zaproponowano także narzędzia dostępne dla organów regulacyjnych, dotyczące następujących obszarów: polityka i narzędzia regulacyjne, podnoszenie świadomości, współpraca z innymi regulatorami i narzędzia komunikowania się, nowe podejście do innowacji finansowych, dźwigni oraz procykliczności⁹. Najważniejszym celem dokumentu dotyczącego ryzyka systemowego jest zaprezentowanie zarysu działań, które powinny być podjęte przez regulatorów rynku. Poza tym, dokument ten powinien być bodźcem do dalszej dyskusji na temat roli or-

⁸ Resolution on IOSCO's Mission, Goals and Priorities. IOSCO. June 2010, s. 3.

⁹ Mitigating Systemic Risk – A Role for Securities Regulators. Report of the Technical Committee of IOSCO. IOSCO, February 2011, s. 40-52.

ganów regulacyjnych w zakresie ryzyka systemowego, a IOSCO ma ułatwiać dialog pomiędzy regulatorami i innymi zainteresowanymi stronami.

Uwzględniając ogólnoświatowy charakter agencji ratingowych, IOSCO w warunkach niestabilności zmodyfikowała i zaktualizowała w 2008 r. wzorcowy dokument postępowania (opracowany w 2004 r.) – „Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies (CRA)”. Zmiany tego Kodeksu były już sygnalizowane w raporcie – The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets – Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO, May 2008, w którym omówiono przede wszystkim zagadnienia związane z CRA w zakresie produktów strukturyzowanych. W zaktualizowanym Kodeksie postępowania dla CRA, IOSCO przedstawia zalecenia, wyodrębniając określone obszary działalności agencji ratingowych (tab. 1).

Tabela 1

Zasady działalności agencji ratingowych

Sekcja	Obszar działania	Najważniejsze zasady
1	2	3
Jakość i integralność procesu ratingu	jawność i uczciwość procesu ratingowego	CRA powinna: zapewnić wysoką jakość procesu ratingowego oraz informacji niezbędnych do oceny; dokonywać okresowego przeglądu metodologii i metod wykorzystywanych do ocen ratingowych; gwarantować, że analitycy dokonujący ocen posiadają właściwą wiedzę i doświadczenie; ustanowić procedury zapewniające prawidłowe oceny innowacji finansowych (np. CDS,); zagwarantować odpowiednie metodyki i modele określania ratingów produktów strukturyzowanych
	monitorowanie i uaktualnianie	CRA powinna: posiadać odpowiedni personel i środki finansowe do monitorowania i aktualizacji przeprowadzonych ocen; powinna poinformować inwestorów o zaprzestaniu oceny emitenta
	integralność procesu ratingowego	Pracownicy CRA powinni: prowadzić działalność zgodnie z obowiązującym prawem w danej jurysdykcji; postępować szczerze i uczciwie wobec uczestników rynku; CRA powinna zakazać analitykom składania propozycji lub zaleceń odnośnie do produktów strukturyzowanych
Niezależność CRA i unikanie konfliktów interesów	procedury i polityka wewnętrzna	CRA powinna: przyjąć wewnętrzne procedury i mechanizmy odnoszące się do identyfikacji, eliminowania, zarządzania i ujawniania faktycznych lub potencjalnych konfliktów interesów, mające wpływ na dokonane oceny; zachęcać emitentów produktów strukturyzowanych do podawania do publicznej wiadomości istotnych informacji dotyczących tych produktów; CRA i jej pracownicy nie powinni angażować się w produkty, z którymi są powiązani
	niezależność analityków i pracowników	CRA powinny dokonywać przeglądu: wynagrodzeń, aby zapewnić bezstronność nadawanym ocenom ratingowym oraz prac prowadzonych przez analityków, którzy opuścili agencje; pracownicy CRA nie powinni uczestniczyć i wpływać na rating w sytuacji kiedy są: posiadaczem produktu ocenianego podmiotu, w inny sposób powiązani z tym podmiotem oraz nie powinni przyjmować żadnych prezentów od podmiotu, z którym prowadzą interesy

cd. tabeli 1

1	2	3
Obowiązki CRA wobec inwestorów i emitentów	transparentność i aktualność przyznawanych ocen	CRA powinna podawać do publicznej wiadomości: prowadzoną politykę dystrybucji ocen i raportów, w sposób nieselektywny i bezpłatny rating publicznie wyemitowanych instrumentów finansowych i emitentów; agencje powinny pokazywać główną metodykę i metodologię stosowaną przy nadawaniu ratingu oraz różnicować oceny strukturyzowanych produktów finansowych poprzez różne symbole klasyfikacji, a także zapewnić inwestorom niezbędne informacje dla zrozumienia oceny ratingowej
	postępowanie z informacjami poufnymi	CRA powinna: przyjąć procedury i mechanizmy ochrony informacji poufnych udostępnionych przez emitentów zgodnie z warunkami umowy o poufności, wykorzystywać te informacje w celach związanych wyłącznie z działalnością w ramach ratingu; podjąć wszelkie starania w celu ochrony nieruchomości i dokumentów należących lub będących w posiadaniu agencji przed oszustwem, kradzieżą lub niewłaściwym wykorzystaniem
Ujawnianie kodeksu postępowania i komunikacja z uczestnikami rynku		CRA powinna: podawać do publicznej wiadomości swój kodeks postępowania oraz opisać w jakim zakresie przepisy tego kodeksu uwzględniają zasady IOSCO odnoszące się do agencji ratingowych; ustanowić osobę odpowiedzialną za komunikację z uczestnikami rynku oraz opublikować na stronie internetowej kodeks postępowania i metodologię

Źródło: Na podstawie: Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee of IOSCO. May 2008, s. 6-14 oraz Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee of IOSCO. February 2011, s. 14-37.

Dla agencji ratingowych IOSCO opracowała dokument przedstawiający zasady ich działalności w różnych jurysdykcjach, ukazując różnice wynikające ze specyfiki rynku oraz systemu prawnego, w którym agencja działa. Prezentuje także mechanizmy i zasady, którym mogłyby one podlegać, w szczególności w sytuacji przedstawiania ratingów i opinii¹⁰.

Obszarem zainteresowań są także fundusze hedginowe i private equity, gdzie IOSCO szczególną uwagę zwraca na zasady ich funkcjonowania, pomiaru i zarządzania ryzykiem, współpracę w zakresie nadzoru oraz wymogów kapitałowych. W raportach dotyczących tych funduszy IOSCO podkreśla potrzebę ich uregulowania dla potrzeb ryzyka systemowego i wskazuje, że brak ich uregulowania jest jedną z najważniejszych przeszkód w jego ograniczaniu oraz zaleca, aby właściwe organy zobowiązały fundusze do opracowania i wdrożenia zasad zarządzania ryzykiem, a także monitorowania wszystkich zagrożeń wynikają-

¹⁰ A Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. IOSCO, March 2009.

cych z ich działalności w zależności od przyjętego profilu ryzyka¹¹. W odniesieniu do funduszy hedgingowych IOSCO postuluje: ich obowiązkową rejestrację, podleganie właściwym regulacjom oraz nadzorowi; stosowanie odpowiednich systemów zarządzania ryzykiem i jego kontroli; potrzebę nałożenia wymogów sprawozdawczych dotyczących ujawniania źródeł ryzyka systemowego w celu międzysektorowego monitorowania systemowo ważnych funduszy; posiadanie zabezpieczenia powyżej pozyskanych środków; nałożenie elastycznych limitów dźwigni (która może zostać zaostrzona w czasie ekspansji a rozluźniona w czasie spowolnienia); przekazywanie właściwych informacji do instytucji regulujących w celu zarządzania ryzykiem systemowym; zachęcanie przez regulatorów do stosowania kodeksu dobrych praktyk; posiadanie uprawnień przez instytucje regulujące do współpracy i wymiany informacji z innymi podmiotami w celu sprawowania skutecznego i efektywnego nadzoru¹².

W odniesieniu do funduszy private equity IOSCO w ramach wypracowanych zasad działania tych podmiotów zaleca: ustanowienie oraz wdrożenie pisemnych zasad i procedur identyfikacji, monitorowania i łagodzenia zagrożeń w ramach prowadzonej działalności; zapewnienie inwestorom dostępności do stosowanych zasad i procedur przez fundusz; dokonywanie regularnych przeglądów stosowanych procedur w celu zapewnienia ich prawidłowości związanych z rozwojem rynku; opracowywanie i wdrażanie dobrze udokumentowanej procedury postępowania w konflikcie z inwestorem; stworzenie technik zarządzania zapewniających najwyższy poziom przejrzystości; zapewnienie inwestorom rzetelnych i kompletnych danych¹³.

IOSCO opracowała również zalecenia odnoszące się do funduszy zbiorowego inwestowania; do najistotniejszych można zaliczyć: podmiot regulacyjny powinien ustanowić kompleksowe, udokumentowane zasady i procedury regulujące wycenę aktywów przez fundusz; zasady i procedury powinny określać metody, które będą używane do wyceny każdego rodzaju aktywów posiadanych przez fundusze; ustanowione zasady wyceny i procedury powinny dążyć do rozwiązania konfliktu interesów; posiadane aktywa powinny być należycie wyceniane zgodnie z przyjętymi zasadami i procedurami; fundusz powinien posiadać procedury i prowadzić politykę mającą na celu wykrywanie i zapobieganie

¹¹ Report on Funds of Hedge Funds – Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO, IOSCO May 2008, różne strony; Private Equity Conflicts of Interest, Report of the Technical Committee of IOSCO. IOSCO, November 2010, różne strony.

¹² Hedge Funds Oversight, Report of the Technical Committee of IOSCO. IOSCO, June 2009, s. 8-9.

¹³ Private Equity Conflicts of Interest. Report of the Technical Committee of IOSCO. IOSCO, November 2010, s. 22-25.

błędem cenowym, a w wyniku ich powstania powinny zrekompensować inwestorom poniesione straty; fundusz powinien dokonywać regularnych przeglądów stosowanych procedur¹⁴.

W ramach prowadzonej działalności IOSCO zwraca także uwagę na pośredników finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem pośredników na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych. W wypracowanych rekomendacjach zaleca prowadzenie przez nich działalności chroniącej interesy inwestorów i przyczyniającej się do zachowania uczciwości. Podkreśla, że regulacje powinny odpowiadać następującym standardom: rzetelność i staranność, warunki przyjęcia zobowiązania, informacje o klientach, informacje dla klientów, aktywa klienta, praktyka rynkowa kontrola operacyjna, konflikty interesów, dokonywanie transakcji na własny rachunek¹⁵. W zaleceniach opublikowanych w 2012 r. IOSCO zwraca uwagę m.in. na: zasady licencjonowania i rejestracji pośredników oraz nadzoru nad nimi; ustalenie wymogów kapitałowych lub innych funduszy tak, aby umożliwiły zamortyzowanie pewnych strat, zwłaszcza wynikających z niekorzystnych ruchów cen np. derywatów; konieczność podlegania przez pośredników standardom postępowania w biznesie (np. zakaz oszustwa, wprowadzania w błąd, manipulacja i inne nieuczciwe praktyki); separowanie zabezpieczeń należących do klientów od aktywów własnych pośredników; wprowadzenie skutecznych ram ładu korporacyjnego w celu zapewnienia odpowiedniego zarządzania derywatami; projektowanie i wdrożenie systemów zarządzania ryzykiem; opracowanie i realizację skutecznego planu działalności pośredników¹⁶.

IOSCO poświęca także uwagę rynkom nieuregulowanym i ich produktom. W 2009 r. opublikowała raport¹⁷, w którym wzywa do określenia minimalnego poziomu staranności, który powinien obowiązywać inicjatora przy sporządzaniu analiz oraz proponuje wprowadzenie norm wymuszających na nich sprawdzenie czy oferowane produkty są dostosowane do poszczególnych inwestorów i podjęcie prac nad opracowaniem miar ryzyka, alternatywnych do agencji ratingowych. Równocześnie popiera ideę stworzenia centralnego systemu obrotu instrumentami będącego wynikiem sekurytyzacji (np. CDS). W wypracowanych

¹⁴ Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes, Consultation Report. IOSCO, February 2012, s. 11-17.

¹⁵ Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO, September 2011, s. 177.

¹⁶ International Standards for Derivatives Market Intermediary Regulation. Report of the Technical Committee of IOSCO, June 2012, s. 2-3.

¹⁷ Unregulated Financial Markets and Products, Report of the Technical Committee of IOSCO. IOSCO, September 2009.

rekomendacjach IOSCO zaleca, aby instytucje regulujące dążyły do poprawy standardów ujawniania informacji dotyczących produktów sekurytyzowanych oraz aby uczestniczyły w międzynarodowej współpracy w kierunku ujednoczenia przepisów krajowych¹⁸.

W związku z zaburzeniami jakie pojawiły się w 2008 r. na rynku cen surowców rolnych i energetycznych, IOSCO skoncentrowała uwagę również na rynku kontraktów futures (w szczególności towarowych kontraktów futures) oraz wydała zalecenia mające na celu zapewnienie, że organy regulacyjne posiadają właściwe informacje i narzędzia do monitorowania rynków terminowych w celu przeciwdziałaniu manipulacjom, nadużyciom oraz nieuczciwym praktykom. Poza tym wydała rekomendacje oraz zasady regulacji i nadzoru odnoszące się do tego rynku, a do najważniejszych obszarów można zaliczyć: poprawę standardów oferowanych produktów, zwiększenie przejrzystości poprzez ujawnianie danych przez emitentów i inwestorów, wspieranie rozwoju narzędzi dla lepszego zrozumienia tych produktów, wymianę informacji¹⁹.

W swojej działalności IOSCO szczególną uwagę zwraca na dostęp do informacji oraz na jej wymianę pomiędzy uczestnikami. Organizacja uważa, że udostępniane informacje powinny być jasne, w miarę możliwości konkretne i podane bez opóźnień, ponieważ stanowi to podstawę podejmowanych decyzji przez uczestników rynku. Poza tym podkreśla, aby praktyki ujawniania informacji odzwierciedlały i dotrzymywały kroku w zakresie rozwoju innowacji finansowych i instrumentów pochodnych oraz wewnętrznym systemom stosowanym do zarządzania tą działalnością. Zwraca ponadto uwagę na fakt, że dostęp do informacji we właściwym czasie i we właściwej formie powinien umożliwić inwestorom właściwe zadbanie o swoje interesy oraz zmniejsza ryzyko manipulacji lub innych nieuczciwych praktyk w obrocie papierami wartościowymi i derywatami. W raporcie opublikowanym przez IOSCO dotyczącym kryzysu subprime, podkreślono, że występował niski poziom przejrzystości funkcjonujących niektórych segmentów rynku finansowego, będący pochodną braku obowiązku informacyjnego wielu działających podmiotów (przykładowo funduszy hedgingowych, private equity). Zwrócono także uwagę na fakt, że pozostałe podmioty nie podawały pełnych informacji²⁰. W związku z tym IOSCO w celu zwiększe-

¹⁸ Task Force on Unregulated Financial Markets and Products. Implementation Report. IOSCO, March 2011, s. 4.

¹⁹ Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets. Report of the Technical Committee of IOSCO, September 2011, s. 63-68.

²⁰ B. Puszer: Działania podejmowane przez IOSCO dla wzmocnienia międzynarodowego systemu finansowego na tle globalnego kryzysu finansowego. Zapobieganie i zarządzanie kryzysem finansowym. Red. J. Żabińska, K. Mitrega-Niestrój, B. Puszer. CeDeWu, Warszawa 2012, s. 144.

nia poziomu przejrzystości wydał właściwe zalecenia; najważniejsze z nich odnoszą się do produktów strukturyzowanych oraz audytu²¹.

Do dodatkowych obszarów, dla których IOSCO wypracowała zalecenia dotyczące poprawy regulacji w celu wzmocnienia stabilności systemu finansowego zalicza się: outsourcing, krótką sprzedaż, współpracę transgraniczną, elektroniczny dostęp do rynku, ETF-y, infrastrukturę rynku oraz płynność. Regulacje publikowane przez IOSCO są cennym źródłem informacji o zasadach tworzących fundament efektywnych regulacji dotyczących rynku papierów wartościowych i derywatyw, a także o narzędziach i metodach niezbędnych do właściwego funkcjonowania tegoż rynku. Nie stanowią jednak aktów prawnych, a jedynie zalecenia, jednakże stosowanie się do nich stało się dobrą praktyką szanujących się instytucji. IOSCO nie jest władna zmusić krajowych organów regulacyjnych do wprowadzania w życie ich propozycji, ale jej standardy i uzgodnione praktyki na ogół stają się międzynarodową normą (znalazły m.in. odzwierciedlenie w prawie amerykańskim i regulacjach Unii Europejskiej).

3. Wielostronne Porozumienie o Współpracy i Wymianie Informacji

Międzynarodowy charakter rynku papierów wartościowych i derywatyw oraz często prowadzone postępowania na kilku obszarach jurysdykcyjnych powodują powstanie wielu zagadnień dotyczących zakresu wymiany informacji. Mechanizmem rozwiązującym ten problem są sformalizowane i nieformalne ustalenia. Jednym z nich jest wypracowany w 2002 r. przez IOSCO standard – Wielostronne Porozumienie o Współpracy i Wymianie Informacji (IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding – MMoU) – na podstawie którego kraje członkowskie zobowiązują się do wzajemnej współpracy i pomocy przy wymianie informacji służących nadzorowi nad rynkiem. MMoU jest pierwszym globalnym porozumieniem o wymianie informacji pomiędzy regulatorami rynku papierów wartościowych i derywatyw. Ustanawia ono zasady wielostronnej współpracy przy zwalczaniu przestępstw na tych rynkach. Celem zawartych porozumień jest stworzenie podstaw do wzajemnej wymiany informacji oraz zacieśniania współpracy, niezbędnej w warunkach globalizacji rynków finansowych. Umowy zawierane pomiędzy sygnatariuszami pomagają zwiększyć bezpieczeń-

²¹ Szerzej na ten temat : Transparency of Firms that Audit Public Companies Consultation Report – Comment Letters. Report of the Technical Committee of IOSCO, October 2010; Transparency of Structured Finance Products. Report of the Technical Committee of IOSCO, July 2010.

stwo inwestowania na rynkach kapitałowych poprzez ułatwiony dostęp do informacji²². MMoU określa szczegółowe wymagania dotyczące przekazywanych informacji oraz szczegółowe wymogi w zakresie poufności przesyłanych informacji. Zgodnie z warunkami MMoU obszar wymiany informacji obejmuje m.in. uzyskanie informacji (publicznie dostępnych i niejawnych) na temat: własności papierów wartościowych i derywatów, ilości zakupionych i sprzedanych instrumentów, ceny transakcji, działalności pośredników na rynku finansowym (np. maklerów, funduszy zbiorowego inwestowania, dealerów, brokerów), procesów regulacyjnych w danym obszarze jurysdykcyjnym oraz wymuszenie podania informacji, przedstawienia właściwych dokumentów lub złożenia oświadczenia²³.

Celem MMoU jest ułatwienie wymiany informacji, w związku z tym IOSCO tworzy odpowiednią infrastrukturę, która umożliwia sygnatariuszom (regulatorom) zawarcie tego porozumienia. Potencjalni sygnatariusze MMoU są poddawani rygorystycznej weryfikacji ich kompetencji w zakresie możliwości zbierania i przekazywania informacji zagranicznym organom nadzoru oraz przestrzegania zasad poufności w odniesieniu do informacji uzyskanych od organów. Weryfikacja ta jest dokonywana przez specjalnie powołaną grupę Screening Group, która równocześnie jest odpowiedzialna za analizowanie wymiany informacji pomiędzy sygnatariuszami na podstawie zawartych porozumień. Zgodnie z przyjętym założeniem, do 01.01.2010 r. sygnatariuszami MMoU mieli zostać wszyscy zwykli członkowie IOSCO. Można stwierdzić, że prace zakończyły się dużym sukcesem, jedynie cztery organy nadzoru do tego momentu nie złożyły aplikacji o przystąpienie do IOSCO MMoU (według stanu na wrzesień 2012 r. do IOSCO MMoU przystąpiło łącznie 115 sygnatariuszy).

MMoU jest porozumieniem opierającym się na zasadach ogólnych, więc można je dostosować do różnych systemów prawnych. Takie podejście zapewnia IOSCO elastyczność, konieczną do współpracy z organami regulacyjnymi działającymi w różnych środowiskach ekonomicznych, ustawodawczych, a także w różnych strukturach politycznych. Warto podkreślić, że MMoU jest najważniejszym instrumentem gwarantującym rozwój międzynarodowej współpracy w ramach rynków kapitałowych, przyczyniającym się do zmniejszenia globalnego ryzyka systemowego oraz ułatwiającym zmniejszanie przestępczości na rynkach papierów wartościowych i derywatów przede wszystkim w kontekście ochrony inwestorów, jak i zapobiegania kryzysom finansowym; a grupa G 20 uznaje Porozumienie za wzorzec w zakresie współpracy i wymiany informacji.

²² Multilateral Memorandum of Understanding, Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information. IOSCO, May 2002, version revised May 2012, s. 3-4.

²³ Ibid. s. 5.

4. Zaangażowanie Komisji Nadzoru Finansowego w międzynarodową współpracę z IOSCO

Współpraca z organizacjami międzynarodowymi stanowi istotny aspekt działań Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). Zaangażowanie w pracę na arenie międzynarodowej pozwala na wymianę informacji, które są efektywnie wykorzystywane w ramach zadań analitycznych i nadzorczych, pozwala również uczestniczyć w dyskusji nad nowymi koncepcjami regulacyjnymi i nadzorczymi. Polski organ nadzoru jest członkiem IOSCO od 1990 r.

KNF jest członkiem Komitetu Rynków Wschodzących, w ramach którego kieruje pracami Grupy Roboczej nr 4, zajmującej się współpracą nadzorczą i wymianą informacji. Do najważniejszych prac prowadzonych przez KNF od 2007 r. można zaliczyć:

- prace nad mandatem WG4 dotyczącego przeszkód w przystąpieniu do MMoU (2007 r.),
- prace nad mandatem WG4 dotyczącego wymiany informacji w zakresie przydatności i adekwatności kandydatów na kluczowe funkcje w podmiotach nadzorowanych, zakończone w 2010 r.; na ich podstawie powstał system dobrowolnej wymiany informacji dotyczących rękojmi, z wykorzystaniem portalu internetowego umiejscowionego na stronie IOSCO i połączonego ze stronami internetowymi zainteresowanych nadzorców,
- opracowanie i przeprowadzenie ankiety oraz opracowanie raportu wraz z izraelskim organem nadzoru wśród członków EMC (lata 2007-2008),
- prace w zakresie nowego mandatu dotyczącego zbierania i przekazywania dowodów cyfrowych w prowadzonych postępowaniach transgranicznych (rozpoczęcie 2010 r.)²⁴.

KNF uczestniczy w pracach Stałych Komitetów, przede wszystkim w pracach: Committee No. 4 on Enforcement and Exchange of Information, Committee No. 6 on Credit Rating Agencies, Technical Committee Task Force on Corporate Governance. W ramach Committee No. 4, KNF uczestniczyła w pracach nad raportem dotyczącym podstaw prawnych, umożliwiających organom nadzoru dążenie do wypracowania mechanizmów, dzięki którym byłaby możliwość zamrażania aktywów pochodzących z transgranicznych nadużyć na rynku papierów wartościowych w imieniu zagranicznych organów nadzoru oraz w opracowaniu przewodnika dotyczącego praktycznych aspektów prowadzenia transgranicznych postępowań w przypadku nadużyć dotyczących tzw. boiler rosom (instytucji używających fałszywych lub mylących informacji w celu pozyskania

²⁴ Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego, różne lata, różne strony.

niedoświadczonych inwestorów). W ramach Committee No. 6 – KNF jako jedyny nadzorca z Europy Środkowo-Wschodniej uczestniczył w licznych pracach, do których m.in. można zaliczyć kwestie związane z: zarządzaniem konfliktem interesu w agencjach ratingowych, efektywnym funkcjonowaniem kontroli wewnętrznej w agencjach ratingowych. Poza tym Komitet w 2010 r. rozpoczął prace dotyczące powołania międzynarodowych kolegów do spraw agencji ratingowych, w skład których wchodziłoby przedstawiciele organów nadzoru różnych jurysdykcji. Obecność KNF w tym Komitecie pozwala na wymianę poglądów i doświadczeń w zakresie sprawowania nadzoru nad agencjami ratingowymi, co jest szczególnie istotne z punktu widzenia wejścia w życie w 2009 r. powszechnie obowiązujących w UE przepisów w zakresie sprawowania nadzoru nad agencjami ratingowymi. W Technical Committee Task Force on Corporate Governance – Komisja bierze udział w pracach Grupy Roboczej, prowadzącej we współpracy z OECD badania nad sposobami ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółek, których akcje zostały wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym²⁵.

KNF aktywnie uczestniczy również w pracach Screening Group, w szczególności w zakresie weryfikacji aplikacji o przystąpienie do IOSCO MMoU. Do najistotniejszych prac zalicza się weryfikację aplikacji z: malezyjskiego organu nadzoru, albańskiego organu nadzoru, macedońskiego organu nadzoru, łotewskiego organu nadzoru. Ponadto KNF uczestniczyła w ocenie wszystkich aplikacji weryfikowanych przez pozostałych członków Grupy, co pozwoliło wpłynąć na ostateczne decyzje w zakresie akceptowania nowych sygnatariuszy Porozumienia. Z uwagi na znaczne zaangażowanie Komisji w pracach Screening Group jest ona uważana za instytucję ekspercką w zakresie nadzoru i wymiany informacji, z której doświadczeń chętnie korzystają kraje rozwijające się, np. Bułgaria, Mongolia, Wietnam. Poza tym uczestniczy w pracach Grupy Monitorującej (Monitoring Group) skupiającej sygnatariuszy MMoU i odpowiedzialnej za analizowanie wymiany informacji pomiędzy regulatorami na podstawie Porozumienia²⁶.

W ramach międzynarodowej współpracy w marcu 2008 r. odbyło się w Warszawie seminarium „IOSCO Regional Seminar and Workshop on Cooperation and Exchange of Information between Securities Supervisors from Eastern and Southern Europe: how to join and effectively use IOSCO MMoU”, zorganizowane przez KNF we współpracy z IOSCO. Seminarium adresowane do przedstawicieli zagranicznych organów nadzoru z Europy Środkowej, Wschodniej i Południowej miało na celu promowanie współpracy i wymiany informacji pomiędzy nadzorcami rynków papierów wartościowych, jak również zachęcanie do przystępowania do MMoU.

²⁵ Ibid.

²⁶ Ibid.

Aktywność KNF w ramach IOSCO przyczynia się do postrzegania polskiego nadzorca jako instytucji wiarygodnej i kompetentnej. Ponadto udało się stworzyć sieć kontaktów z przedstawicielami organów regulacyjnych z całego świata oraz nawiązać z nimi owocną współpracę. Przyczynia się to do sprawnej wymiany informacji z zagranicznymi instytucjami, a to z kolei odgrywa kluczową rolę w nadzorze nad rynkiem finansowym.

Podsumowanie

IOSCO prowadzi wiele inicjatyw na rzecz rozwiązywania istotnych oraz zidentyfikowanych nieprawidłowości będących następstwem niestabilnego otoczenia. Podejmowane prace w ostatnich latach mają przyczynić się do zmniejszenia ryzyka i pomagać w jego monitorowaniu. Organizacja, dążąc do zwiększenia stabilności międzynarodowego systemu finansowego, staje się organizacją coraz bardziej funkcjonalną, m.in. poprzez: organizowanie szkoleń dotyczących interpretacji standardów, organizowanie konferencji i seminariów, udzielanie pomocy technicznej i doradczej. Wykorzystuje również rozwój techniki, przede wszystkim w dziedzinie Internetu, publikując biuletyny i raporty na własnej stronie. Na tej podstawie można stwierdzić, że działania podejmowane przez IOSCO przyczyniają się do poprawy stabilności na rynkach papierów wartościowych i derywatyw oraz mogą zaradzić słabościom strukturalnym w gospodarkach.

THE ACTIONS TAKEN BY IOSCO IN CONDITIONS OF INSTABILITY AND POLISH FINANCIAL SUPERVISION AUTHORITY (KNF)

Summary

IOSCO was established as a global organization. It is the most important international organization engaged in the regulation of capital markets and bringing together the market regulating and supporting bodies bearing everyday responsibility for the implementation and the application of securities-related regulations. The main objectives of IOSCO include: the cooperation within establishing common regulatory norms aimed at supporting fair and effective operation of financial markets; the exchange of experience and information to improve the operation of national securities markets; joint activities undertaken to establish norms and the effective supervision of international securities transactions; the mutual assistance within the provisions of security for securities markets by rigorous observance of norms and counteracting financial crimes. This paper is present to the action taken by IOSCO for the strengthening of the international financial system stability, particularly after 2007 (the financial crisis, the conditions of instability) and cooperation of the KNF as the supervisory authority of the IOSCO.