

HANNA MORAWSKA

## 14. NADZÓR NAD RYNKIEM INSTRUMENTÓW POCHODNYCH W WYBRANYCH KRAJACH EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

### WSTĘP

Postępująca liberalizacja i deregulacja rynków finansowych na świecie, zapoczątkowana w latach 80., prowadzi do powstania i szybkiego rozwoju rynku coraz bardziej złożonych instrumentów finansowych, w tym rozwoju instrumentów pochodnych kolejnych generacji. Derywaty, będące powszechnie używanymi narzędziami zarządzania ryzykiem, mogą również służyć (i w rzeczywistości często sprzyjają) podejmowaniu nadmiernego ryzyka, omijaniu zasadnych klauzul ochronnych i manipulowaniu rynkiem. Z tego też względu istotną rolę w handlu tymi instrumentami pełnią procedury nadzoru, mające na celu zapewnienie bezpiecznego i uczciwego obrotu rynkowego, zwłaszcza w państwach o ciągle jeszcze niskiej kulturze inwestowania w złożone instrumenty finansowe, do których zaliczają się kraje Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW).

Finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym (głównie giełdowym) i nieregulowanym, zdecentralizowanym rynku pozagiełdowym (ang. *over-the-counter* – OTC). Pierwszy z nich charakteryzuje się wysokim stopniem organizacji, na drodze norm określanych przez podmioty go prowadzące (w ramach tzw. samoregulacji), jak również przez rozporządzenia państwowego organu kontroli nad rynkiem finansowym. W tym zakresie możliwe jest więc, w zależności od poziomu liberalizacji rynku, analizowanie nadzoru nad obrotem instrumentami pochodnymi z punktu widzenia podmiotu go organizującego oraz określonych kompetencji wskazanej instytucji zewnętrznej.

Z kolei rynek OTC stanowi platformę obrotu instrumentami finansowymi bez zachowania szczególnych form organizacyjnych, niepodlegającą standaryzowanym regulacjom. Dla transakcji zawieranych między uczestni-

kami (dealerami) przyjmowane są określone wzory dokumentacji umów ramowych i pomostowych, tworzone przez instytucje międzynarodowe i wdrażane w wybranym zakresie przez dane państwo. Jednakże trudno w tym przypadku rozpatrywać aspekt kontroli nad rynkiem OTC, zaś z charakteru podmiotów najczęściej na nim działających (instytucje licencjonowane przez odpowiednie organy rządowe) wynika, iż to uczestnicy, a nie sam rynek, podlegają nadzorowi wskazanej agencji rządowej (nadzorowi ostrożnościowemu).

Należy zauważyć, że z punktu widzenia przedstawionego podziału rynku derywatów finansowych, poziom rozwoju jego segmentów w poszczególnych krajach Europy Środkowo-Wschodniej<sup>1</sup> jest w dużym stopniu zróżnicowany, zarówno pod względem ilościowym (liczba instrumentów, wielkość obrotu), jak i jakościowym (kompleksowość regulacji prawnych, infrastruktura handlu instrumentami). Według wartości obrotu, dominując segment w tej grupie państw stanowi rynek OTC (głównie za sprawą Polski, Czech i Węgier), podczas gdy giełdowy obrót derywatami charakteryzuje się mniejszą płynnością. Dominacja rynku pozagiełdowego wynika w głównej mierze z dużej aktywności zagranicznych instytucji finansowych<sup>2</sup>. Fakt ten tworzy jeszcze trudniejsze warunki dla rozpatrywania nadzoru nad owym rynkiem, z racji zróżnicowania instytucji, licencjonujących działalność owych uczestników poza granicami kraju.

Z tego też względu rozważania zawarte w niniejszym artykule będą koncentrować się na tematyce nadzoru sprawowanego nad regulowanymi rynkami instrumentów pochodnych w krajach EŚW. Dokonując w pierwszym kroku uporządkowania procedur zapewniających bezpieczeństwo i uczciwość obrotu derywatami na ciągle rozwijających się rynkach giełdowych, podjęta zostanie następnie próba ich uogólnienia, poprzez budowę *a posteriori* modelu nadzoru nad wskazanym obrotem w krajach regionu. Ponieważ w ramach grupy CEE-10 jedynie w trzech państwach funkcjonują giełdy, na których notowanie są finansowe instrumenty pochodne, przedmiotem analizy będzie w szczególności nadzór nad giełdowym rynkiem terminowym w Polsce (w ramach *Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.*, GPW), na Węgrzech (*Budapest Stock Exchange*, BSE) i w Rumunii (*Sibiu Monetary & Financial Commodities Exchange*, SMFCE).

---

<sup>1</sup> Do krajów Europy Środkowo-Wschodniej autorka zalicza w szczególności państwa grupy CEE-10: Polskę, Czechy, Słowację, Węgry, Słowenię, Litwę, Łotwę, Estonię, Rumunię i Bułgarię.

<sup>2</sup> Przykładowo: udział transakcji z nierezydentami w 2004 roku w ramach transakcji przeprowadzonych na rynku OTC wynosił odpowiednio: 72,26% dla Polski, 81,30% na Węgrzech oraz 80% w przypadku Czech, za: *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2004*, BIS, March 2005.

## SAMOREGULACJA A ZEWNĘTRZNY NADZÓR NAD RYNKIEM GIEŁDOWYM

Z punktu widzenia funkcjonowania regulowanego rynku finansowego, a więc także rynku instrumentów pochodnych, istotne jest pojęcie *regulacji* oraz *nadzoru*. **Regulacja** wiąże się z formułowaniem zasad działania na rynku, zawartych częściowo w aktach prawnych zatwierdzanych przez parlament, a także dokumentach prawnych określonych organów administracyjnych. W przeciwieństwie do niego, **nadzór** odnosi się do egzekwowania wskazanych zasad, *ex ante* – poprzez proces kontroli, lub *ex post* – w formie nakładanych sankcji<sup>3</sup>. W kwestii nadzoru sprawowanego nad obrotem giełdowym, w tym obrotem instrumentami pochodnymi, kluczowe znaczenie ma w szczególności podział kompetencji między samą instytucją giełdy a instytucją zewnętrzną.

Biorąc pod uwagę rozwiązania stosowane na światowych rynkach finansowych, to giełda pełni funkcję pierwszego regulatora obrotu, wyznaczając w szczególności standardy konstrukcji danych derywatów, wewnętrzne zasady odpowiedzialności ponoszonej przez uczestników rynku, ograniczenia w obrocie oraz warunki rozliczenia tych instrumentów. W celu oddzielenia owej roli regulacyjnej od funkcji nadzorczej, nadzór wewnętrzny w ramach giełdy powinien prowadzić odrębny zespół analityków. Jednakże, z racji ograniczonej niezależności takiej jednostki w strukturze organizacyjnej giełdy, główny ciężar nadzoru nad obrotem giełdowym z punktu widzenia obowiązujących, krajowych i międzynarodowych regulacji prawnych, powinna ponosić instytucja zewnętrzna.

Niewątpliwie w wyznaczaniu zasad obrotu instrumentami finansowymi na poziomie giełdy, podstawowe znaczenie odgrywa rachunek ekonomiczny, uwzględniający marginalne korzyści i koszty owych regulacji. W szczególności, zapewnienie płynności danemu segmentowi rynku terminowego, poprzez zachęcenie uczestników do inwestycji w dany rodzaj derywatów, wymaga określenia regulacji, w wyniku których krańcowa wartość korzyści spodziewanych przez inwestorów przewyższać będzie marginalny koszt ich uzyskania<sup>4</sup>. Pod tym względem instytucja giełdy jawi się jako podmiot gospodarczy,

---

<sup>3</sup> A. J. Kammel, *Supervision and Regulation of Financial Institutions in Europe – a Way to Prevent Financial Crises?*, GARNET Conference 2006, s. 1–2.

<sup>4</sup> J. L. Jordan, *Supervision of derivative instruments*, Journal of Financial Services Research 1995, Vol. 9(3), s. 437.

odpowiadający na oczekiwania swoich odbiorców. Z drugiej strony płynność danego instrumentu pochodnego zależy od jego „atrakcyjności” z punktu widzenia strategii zabezpieczających i spekulacyjnych, a więc możliwego do wygenerowania dochodu uwzględniającego ryzyko<sup>5</sup>. Stosowne ograniczenia w obrocie derywatami zmniejszają różnicę między oczekiwaniami inwestorów a rzeczywistym wynikiem inwestycji w te instrumenty. W rezultacie rynki poszczególnych pochodnych cechuje różna płynność obrotu, szybkość realizacji zleceń, czy przewidywalność stóp zwrotu, w zależności od wprowadzonych przez giełdę regulacji, biorących pod uwagę niejednorodne cele uczestników rynku.

W przeciwieństwie do wewnętrznych uregulowań giełd, krajowe i międzynarodowe akty prawne, określające ogólne zasady funkcjonowania całego rynku finansowego w danym państwie, charakteryzują się mniejszą elastycznością w doborze parametrów, a na straży ich przestrzegania stoi najczęściej niezależna instytucja zewnętrzna, mająca charakter agencji państwowej. Abstrahując od instytucjonalnych rozwiązań administracyjnego nadzoru nad rynkiem finansowym, wyróżnić można katalog funkcji w ramach funkcjonowania giełd papierów wartościowych, w tym giełd terminowych, których wypełnianie należy do kompetencji państwowego organu nadzoru. Zalicza się do nich w szczególności<sup>6</sup>:

- wydawanie i cofanie zezwoleń na prowadzenie giełdy,
- stanie na straży realizacji wymogów finansowej i rynkowej rzetelności oraz uczciwej konkurencji,
- ochrona klientów i przejrzystości zasad obrotu,
- nadzór nad wypełnianiem zasad transparentności rynku (w szczególności gromadzenia i przechowywania informacji regulowanych),
- interwencja kryzysowa,
- nadzór nad zdolnością wymiany informacji między uczestnikami rynku.

Wskazane działania mogą być wykonywane w różnym stopniu przez jedną lub kilka instytucji zewnętrznych, w zależności od przyjętego przez dane państwo modelu nadzoru finansowego (skonsolidowanego lub specjalistycznego). Niemniej jednak należy zaznaczyć, iż zewnętrzny nadzór instytucji niezależnych w stosunku do pozostałych uczestników rynku, stanowi podstawę działania na rzecz stabilności rynku finansowego danego kraju.

---

<sup>5</sup> L. Hentschel, C.W Smith, *Risk and regulation in derivatives markets*, Journal of Applied Corporate Finance 1994, Vol. 7(3), s. 12.

<sup>6</sup> G. Tsetsekos, P. Varangis, *The structure of derivatives exchanges: lessons from developed and emerging markets*, Policy Research Working Paper Series nr 1887, The World Bank 1998, s. 13.

## PONADNARODOWE UWARUNKOWANIA NADZORU NAD OBROTEM INSTRUMENTAMI POCHODNYMI

Zarówno Polska, Węgry (od 1 maja 2004 roku), jak i Rumunia (od 1 stycznia 2007 roku) należą do krajów Unii Europejskiej, z czym związana była (i jest nadal) konieczność harmonizacji wewnętrznych przepisów prawnych, dotyczących wspólnych obszarów działań, z regulacjami prawa UE. W dziedzinie rynku finansowego procedura tworzenia i wdrażania zapisów nowego prawa wspólnotowego przyjęła formę procedury Lamfalussy'ego<sup>7</sup>. W szczególności, proces legislacyjny dotyczący rynku usług finansowych w Unii Europejskiej funkcjonuje w podziale na cztery poziomy działań dla każdego z trzech sektorów tego rynku: bankowość, ubezpieczenia i pracownicze programy emerytalne, papiery wartościowe<sup>8</sup>.

Wobec nadzoru nad rynkiem instrumentów pochodnych w krajach UE, szczególną rolę odgrywają zapisy dyrektywy *w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku – nadużyć na rynku*<sup>9</sup> (Dyrektywa Market

---

<sup>7</sup> Podstawę tej procedury stanowi dyrektywa 2005/1/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 9 marca 2005 r. zmieniająca dyrektywy Rady 73/239/EWG, 85/611/EWG, 91/675/EWG, 92/49/EWG i 93/6/EWG oraz dyrektywy 94/19/WE, 98/78/WE, 2000/12/WE, 2001/34/WE, 2002/83/WE i 2002/87/WE *w celu ustanowienia nowej struktury organizacyjnej komitetów w sektorze usług finansowych*, Dz.U. 79 z 24 marca 2005, s. 9.

<sup>8</sup> Cztery poziomy działań w ramach procedury Lamfalussy'ego:

- **poziom I** – tworzenie aktów legislacyjnych o wysokim poziomie ogólności (dyrektywy ramowe lub rozporządzenia), przyjmowanych przez Parlament Europejski i Radę;
- **poziom II** – komitety regulacyjne, wspierające proces przygotowywania przez Komisję Europejską szczegółowych, technicznych aktów wdrażających, np. Europejski Komitet Papierów Wartościowych (*European Securities Committee – ESC*);
- **poziom III** – komitety III szczebla, będące ciałami doradczymi, mające za zadanie przygotowywanie i opiniowanie wykonawczych projektów aktów legislacyjnych na wniosek Komisji Europejskiej, w tym konsultowanie propozycji nowych regulacji prawnych z podmiotami rynku finansowego; mają również opracowywać wspólne standardy i zasady nadzorcze, służące pełnemu wdrożeniu przepisów UE w nadzorowanych gałęziach rynku finansowego oraz realizować działania promujące zbliżanie się praktyk nadzorczych stosowanych w poszczególnych krajach członkowskich; np. Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators – CESR*).
- **poziom IV** – nadzór Komisji Europejskiej nad implementacją wspólnotowych aktów prawnych do krajowych porządków prawnych oraz wzmocnienie współpracy pomiędzy państwami członkowskimi w tym zakresie.

<sup>9</sup> Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. *w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku)*, Dz.U. L 96 z 12 kwietnia 2003, s. 16.

*Abuse*). Stanowi ona jeden z głównych elementów Planu Działania dla Sektora Usług Finansowych (*Financial Services Action Plan*). W szczególności dyrektywa ta ma na celu wzmocnienie standardów w zakresie ujednoczenia rynku instrumentów finansowych i oparta jest na zasadach przejrzystości i równego traktowania uczestników rynku, z jednoczesnym naciskiem na bezpieczeństwo i pewność obrotu instrumentami finansowymi<sup>10</sup>. Zgodnie z art. 18 dyrektywy, państwa członkowskie Unii Europejskiej zobowiązane były do pełnego jej wdrożenia<sup>11</sup>.

Analizując zapisy Dyrektywy *Market Abuse* z punktu widzenia nadzoru nad transakcjami na finansowych instrumentach pochodnych, istotny jest w niej zwłaszcza aspekt przeciwdziałania manipulacji rynku. Dyrektywa definiuje to pojęcie szeroko, obejmując nim określone działania, niezależnie od ich ostatecznego wpływu na cenę instrumentu finansowego<sup>12</sup>. Tymczasem dla obrotu derywatami na rynkach regulowanych szczególne znaczenie mają niektóre przejawy manipulacji rynku, określone przez Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych w wytycznych do Dyrektywy, w tym<sup>13</sup>:

- *marking the close* – kupowanie lub sprzedawanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań, zwłaszcza w dniu wygaśnięcia kontraktów *futures* i opcji, w celu zmiany instrumentu finansowego,
- *abusive squeeze* – wykorzystywanie posiadania dominującego udziału w podaży lub popycie na dany instrument finansowy, bądź na mecha-

---

<sup>10</sup> I. Pieczyńska-Czerny, P. K. Grabowski, *Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym – zagadnienia wybrane*, KPWiG, Warszawa 1 stycznia 2006 r., s. 3.

<sup>11</sup> Dyrektywa ta ma charakter ramowy i określa jedynie ogólne standardy służące przeciwdziałaniu nadużyciom na rynku. Uzupełnieniem jej norm są dyrektywy i rozporządzenia Komisji Europejskiej, których zapisy bezpośrednio obowiązują w państwach członkowskich UE bez potrzeby ich wdrażania do prawa krajowego poszczególnych państw.

<sup>12</sup> Zgodnie z art. 1 pkt. 2 Dyrektywy *Market Abuse*, „manipulacja na rynku” oznacza:

- zawieranie przez podmioty transakcji lub składanie zleceń, które mogą dawać fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały dotyczące podaży, popytu lub ceny instrumentów finansowych, bądź które, poprzez działanie podmiotów w porozumieniu, zapewniają cenę instrumentów pochodnych na nienormalnym lub sztucznym poziomie; chyba że podmioty te wykażą zgodność przyczyn swoich działań z obowiązującym prawem lub z przyjętymi praktykami rynkowymi na danym rynku regulowanym;
- zawieranie transakcji lub składanie zleceń przy użyciu fikcyjnych procedur lub innych form oszustw i podstępów;
- rozpowszechnianie poprzez media, lub innymi sposobami informacji, które mogą dawać, fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały w odniesieniu do instrumentów finansowych, w tym upowszechnianie plotek oraz informacji fałszywych i wprowadzających w błąd, jeżeli osoba upowszechniająca wiedziała lub powinna była wiedzieć, że informacje te są fałszywe lub wprowadzające w błąd.

<sup>13</sup> *CESR Guidance CESR/04-505b*, Committee of European Securities Regulations.



nizm dostarczania instrumentów finansowych lub instrumentu bazowego w celu wpływu na cenę, po której inni uczestnicy rynku muszą dostarczyć, przyjąć lub odłożyć dostawę instrumentu finansowego,

- transakcje w celu sztucznego ustalenia ceny instrumentu finansowego na innym rynku – przeprowadzenie transakcji na jednym rynku w celu spowodowania mylnego wrażenia co do ceny akcji danego instrumentu finansowego lub powiązanego z nim instrumentu i ustalenie sztucznej ceny na innym rynku.

Wdrożenie zapisów Dyrektywy *Market Abuse* wraz z aktami wykonawczymi Komisji Europejskiej w krajach członkowskich ma wyposażyć narodowe organy nadzorcze w narzędzia przeciwdziałania tego typu praktykom na rynku finansowym. Tym samym komisje nadzoru finansowego w analizowanych krajach, a więc w Polsce, na Węgrzech i w Rumunii, dysponować będą podobnym zakresem kompetencji w stosunku do wybranego przez Autorkę segmentu rynku papierów wartościowych.

## GIEŁDOWY RYNEK INSTRUMENTÓW POCHODNYCH I NADZÓR NAD NIM W KRAJACH EŚW

W ramach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, liderami obrotu derywatami, opiekającymi na instrumenty finansowe są niewątpliwie Polska i Węgry.

Na polskim rynku finansowe instrumenty pochodne notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Warszawskiej Giełdzie Towarowej. Pierwsza z wymienionych instytucji organizuje obrót najpłynniejszym giełdowym derywatem w Polsce, kontraktem *futures* na WIG20 (ok. 90% udziału w całkowitym wolumenie obrotu wszystkimi pochodnymi). Notowane są na niej również m.in. opcje indeksowe, kontrakty terminowe i opcje na akcje, kontrakty *futures* na kursy walut.

Z kolei Węgry były pierwszym spośród byłych krajów bloku wschodniego, który rozpoczął regularny obrót instrumentami pochodnymi (w 1995 roku). Podlegają one notowaniom na Budapest Stock Exchange (BSE). Najbardziej płynną grupę derywatów na tym rynku stanowią kontrakty terminowe na waluty obce. Poza tym w ofercie BSE znajdują się również indeksowe i akcyjne kontrakty terminowe, kontrakty *futures* na stopę procentową oraz skarbowe papiery wartościowe, a także opcje indeksowe, akcyjne i walutowe.

Natomiast w Rumunii handel instrumentami pochodnymi odbywa się na jedynej w tym kraju giełdzie terminowej: Sibiu Monetary & Financial Commodities Exchange (SMFCE), za pośrednictwem elektronicznej platformy.

my obrotu. Największym wolumenem obrotu charakteryzują się tutaj kontrakty terminowe na akcje pojedynczych spółek, oprócz tego notowane są także kontrakty *futures* na kursy walut i stopę procentową, oraz opcje akcyjne i walutowe.

Pomimo istotnych różnic w zakresie struktury rozwoju rynku derywatyw na wskazanych giełdach, zauważyć można szereg zbieżności w procesie nadzoru nad tym rynkiem w ramach poszczególnych państw.

## POLSKA

**Zasady nadzorowania** notowaniami instrumentów finansowych **na Giełdzie** Papierów Wartościowych w Warszawie wynikają zasadniczo z zapisów Regulaminu Giełdy<sup>14</sup>. Wewnętrzny nadzór nad przebiegiem i porządkiem sesji giełdowej, a więc również notowań instrumentów pochodnych, sprawuje **przewodniczący sesji**, który rozstrzyga także zaistniałe w tym zakresie spory między uczestnikami rynku (§ 123 i 126 Regulaminu Giełdy). W ramach struktury GPW, jego działania wspiera Zespół Nadzoru Sesji Giełdowych, będący elementem Działu Notowań. Do zadań Zespołu należy monitoring notowań wszystkich instrumentów finansowych w ramach sesji, w szczególności obserwacja kształtowania się kursów tych instrumentów, w ramach obowiązujących korytarzy wahań. Ograniczenia te tworzą przede wszystkim tzw. **widełki statyczne**, określone przez Giełdę w Szczegółowych Warunkach Obrotu Giełdowego<sup>15</sup>. Wyznaczają one stałe granice dopuszczalnych wahań kursów, w ramach których mogą kształtować się ceny instrumentów notowanych w trakcie danej sesji, nie pozwalając na drastyczne zmiany ich cen<sup>16</sup>.

Zarząd Giełdy ma również możliwość wprowadzenia dodatkowych ograniczeń wahań kursów, poprzez określenie tzw. **widełek dynamicznych** (§ 138 Regulaminu Giełdy). Tworzą one ruchomy korytarz dopuszczalnych wahań kursów,

---

<sup>14</sup> *Regulamin Giełdy*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., stan prawny na dzień 21 grudnia 2006 r.

<sup>15</sup> *Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego*, Giełda Papierów Wartościowych SA w Warszawie, stan prawny na dzień 16 października 2006 r.

<sup>16</sup> W trakcie notowań ciągłych transakcje mogą być zawierane tylko wtedy, gdy ich kurs mieści się wewnątrz widełek statycznych. W przypadku złożenia zlecenia wykraczającego poza widełki statyczne, następuje zamrożenie instrumentu, polegające na całkowitym wstrzymaniu obrotu (nie można w tym czasie wprowadzać nowych zleceń, modyfikować ani anulować wcześniejszych) na danym instrumencie do czasu wznowienia obrotu przez przewodniczącego sesji lub uruchomienia przez niego równoważenia. Wtedy też możliwa jest warunkowa zmiana widełek przez przewodniczącego, jednakże tylko do z góry ustalonych poziomów, powyżej których wymagana jest zgoda KNF sesji; za: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, *Ograniczenia wahań kursów*, 7 marca 2006, s. 1–2.



węższy niż widełki statyczne. Wewnątrz niego mogą kształtować się ceny instrumentów notowanych w trakcie danej sesji, nie pozwalając na zbyt gwałtowne zmiany cen<sup>17</sup>. W szczególności, jeżeli chociaż jedna część nowo wprowadzonego do notowań zlecenia miałaby zostać zrealizowana poza widełkami statycznymi lub dynamicznymi, system giełdowy generuje sygnał dla tzw. zamrożenia instrumentu, czyli zawieszenia obrotu. Szerokość wskazanych korytarzy ograniczeń wahań kursów dla instrumentów pochodnych notowanych na GPW przedstawia tabela 1. Warto zauważyć, iż w przypadku kontraktów terminowych GPW w Warszawie wprowadziła ograniczenie wolumenu dla pojedynczego zlecenia maklerskiego. Zarząd Giełdy ma także możliwość ustalania dziennych limitów i limitów zaangażowania członka giełdy, dokonującego obrotu instrumentami pochodnymi, jeżeli wymaga tego interes lub bezpieczeństwo uczestników obrotu giełdowego (§ 55).

Przewodniczący sesji może również anulować transakcję giełdową, jeśli została ona zawarta na podstawie błędnie sporządzonego zlecenia maklerskiego<sup>18</sup>. Decyzję na ten temat podejmuje on na wniosek członka giełdy, który przekazał owo zlecenie. Do kompetencji nadzorczych Giełdy należy także zawieszenie obrotu poszczególnymi seriami derywatów na czas nieokreślony (§49 Regulaminu Giełdy). Wymagać tego musi jednak interes i bezpieczeństwo uczestników obrotu giełdowego (biorąc pod uwagę w szczególności płynność danego instrumentu oraz liczbę otwartych pozycji dla danej serii instrumentów pochodnych).

Z kolei instytucją zewnętrzną, pełniącą nadzór nad rynkiem finansowym w Polsce, w tym również rynkiem instrumentów pochodnych, jest **Komisja Nadzoru Finansowego** (KNF). Stanowi ona organ administracji publicznej, podlegający nadzorowi premiera. KNF powstała dnia 19 września 2006 roku, na mocy ustawy *o nadzorze nad rynkiem finansowym*<sup>19</sup>, przejmując w dziedzinie rynku kapitałowego kompetencje Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

---

<sup>17</sup> Widełki dynamiczne są ustalane na podstawie kursu ostatniej transakcji, zmieniającego się podczas sesji w granicach ustalonych przez widełki statyczne. W przypadku złożenia zlecenia wykraczającego poza widełki dynamiczne, następuje zawieszenie notowania (zamrożenie), a następnie przejście do fazy równoważenia rynku w ramach widełek statycznych (§142 Regulaminu Giełdy). Przewodniczący sesji w trakcie danej sesji giełdowej może w szczególnych przypadkach zmienić, zawiesić lub odstąpić od stosowania widełek dynamicznych dla danego instrumentu. Widełki dynamiczne znacznie zwiększają bezpieczeństwo obrotu. Dzięki mniejszej szerokości w porównaniu z widełkami statycznymi, nie pozwalają na zbyt gwałtowne zmiany ceny i znacznie zmniejszają prawdopodobieństwo realizacji błędnego zlecenia o dużej wartości; za: *ibidem*, s. 6–7.

<sup>18</sup> Za błędnie sporządzone rozumie się w szczególności zlecenie maklerskie, w którym błędnie został wprowadzony limit ceny, wolumen, rodzaj oferty lub wskazanie instrumentu finansowego, którego zlecenie dotyczy (§ 111 pkt 1).

<sup>19</sup> Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. *o nadzorze nad rynkiem finansowym*, Dz.U. Nr 157, poz. 1119.

Tabela 1. Ograniczenia wahań kursów i wielkości zleceń na instrumentach pochodnych w trakcie sesji na GPW w Warszawie

INSTRUMENT	WIDELKI STATYCZNE DLA KURSÓW	WIDELKI DYNAMICZNE DLA KURSÓW	LIMIT WOLUMENU DLA ZLECENIA
Kontrakty terminowe na indeksy	+/- 5% od kursu otwarcia	na indeksy WIG20 i TechWIG – +/-25 pkt indeksowych; MIDWIG – +/- 30 pkt. Indeksowych	500 szt.
Kontrakty terminowe na kursy walut	+/- 3% od kursu otwarcia	+/- 4 zł	100 szt.
Kontrakty terminowe na akcje	+/- 5% od kursu otwarcia	+/- 3,5%	100 szt.
Kontrakty terminowe na obligacje	+/- 1,5 pkt. procentowego od kursu otwarcia	+/-0,4 pkt. procentowego	500 szt.
Jednostki indeksowe	+/- 5% od kursu zamknięcia	+/- 5 zł	1000 szt.
Opcje na indeks	+/- 5% średniej z ostatnich 20 war- tości zamknięcia indeksu bazowego przed pierwszym dniem miesiąca od kursu otwarcia	+/- 2,5% średniej z ostatnich 20 wartości zamknięcia indeksu bazowe- go przed pierwszym dniem miesiąca	—
Opcje na akcje	+/- 5% średniej z ostatnich 20 war- tości zamknięcia instrumentu bazo- wego przed pierwszym dniem mie- siąca od kursu otwarcia	+/- 2,5% średniej z ostatnich 20 war- tości zamknięcia indeksu bazowego przed pierwszym dniem miesiąca	—

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego*, Giełda Papierów Wartościowych SA w Warszawie, stan prawny na dzień 16 października 2006 r.

Z punktu widzenia struktury organizacyjnej, KNF ma charakter skonsolidowanego sektorowo nadzoru finansowego, którego zasadnicze pionierzy odpowiadają rodzajom nadzorowanych rynków. W szczególności, w zakresie nadzoru nad rynkiem instrumentów pochodnych, Komisja wypełnia swoje funkcje w ramach Departamentu Nadzoru Obrotu w Pionie Nadzoru Rynku Kapitałowego. Wśród podstawowych zadań, wykonywanych przez ów zespół, najważniejszym z punktu widzenia rynku derywatów jest sprawowanie nadzoru nad prawidłowością i bezpieczeństwem obrotu instrumentami finansowymi, poprzez obserwację przebiegu notowań na rynkach regulowanych (GPW w Warszawie), mającą na celu wykrywanie przypadków, mogących stanowić naruszenie przepisów prawa, zwłaszcza w zakresie sztucznego podwyższania lub obniżania cen instrumentów finansowych (manipulacja). Realizacja tego zadania związana jest bezpośrednio ze wspomnianą już Dyrektywą *Market Abuse*, która znalazła swoje zastosowanie w zapisach ustawy *o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*<sup>20</sup> i ustawy *o obrocie instrumentami finansowymi*<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. *o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, Dz.U. Nr 183, poz. 1537.

<sup>21</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. *o obrocie instrumentami finansowymi*, Dz.U. Nr 183, poz. 1538.

Oprócz odpowiednich dostosowań definicyjnych, regulacje te wprowadziły szereg rozwiązań dla KNF w zakresie przeciwdziałania nadużyciom na rynku. Najważniejsze uprawnienia nadzorcze zawarte są w przepisach dotyczących postępowania wyjaśniającego (art. 38 ustawy *o nadzorze*), które ma niezależny charakter w stosunku do postępowania administracyjnego lub karnego. Podstawowy jego cel stanowi zebranie materiału dowodowego, niezbędnego do złożenia zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa lub wszczęcia przez KNF postępowania administracyjnego. Postępowanie wyjaśniające prowadzone jest przez upoważnionego pracownika KNF, który może wezwać każdego do złożenia pisemnych lub ustnych wyjaśnień oraz do wydania dokumentów. Po zakończeniu postępowania wyjaśniającego, przewodniczący KNF, w zależności od jego ustaleń, uprawniony jest do złożenia zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa lub wszczęcia postępowania administracyjnego albo do zamknięcia postępowania.

Ustawa *o nadzorze* daje także możliwość blokady rachunku papierów wartościowych przez przewodniczącego KNF lub prokuratora (art. 39–44). Czas trwania blokady nakładanej przez pierwszą z wymienionych osób nie może jednak przekroczyć 48 godzin, licząc od momentu potwierdzenia otrzymania żądania przez podmiot nadzorowany. Przewodniczący KNF ma również obowiązek złożyć zawiadomienie o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, załączając informacje i dokumenty dotyczące blokowanego rachunku.

Z kolei zgodnie z zapisami ustawy *o obrocie* (art. 40 i 161) uczestnicy rynku kapitałowego są zobowiązani do niezwłocznego przekazania KNF informacji o każdym uzasadnionym podejrzeniu manipulacji lub ujawnieniu wykorzystania informacji poufnej.

Oprócz wdrożenia definicji „manipulacji rynkiem” z zapisów Dyrektywy *Market Abuse*, art. 41 ustawy *o obrocie* precyzuje również zapisy jednej z dyrektyw Komisji Europejskiej, identyfikujące czynniki, które mogą wskazywać na wystąpienie manipulacji na rynku<sup>22</sup>. W szczególności KNF oraz uczestnicy rynku rozważając, czy składanie zleceń lub zawieranie transakcji może stanowić manipulację, biorą pod uwagę m.in. to, jak znaczący udział w dziennym obrocie instrumentem finansowym mają dane zlecenia lub transakcje, na ile zlecenia te powodują istotną zmianę ceny, czy dane transakcje wpływają na zmianę faktycznego stanu posiadania instrumentu, na ile zlecenia składane w okresie, który stanowi podstawę do określenia ceny rozliczeniowej instru-

---

<sup>22</sup> Dyrektywa Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku, Dz.U. L 339/70 z 24 grudnia 2005 r., art. 4.

mentów pochodnych, wpływają na cenę instrumentu finansowego, na podstawie której ustala się cenę rozliczeniową itd.

## WĘGRY

Zasady wewnętrznego nadzoru rynków notowań przyjęte przez Budapest Stock Exchange, są zgodne ze standardami określonymi przez Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*). W szczególności zadania monitoringu zawieranych transakcji z punktu widzenia kształtowania się kursu poszczególnych instrumentów, a także ich bezpieczeństwa i transparentności, dokonywane są przez wewnętrzny departament kontroli (*internal controller*), podlegający bezpośrednio Zarządowi Giełdy. Jego obowiązkiem jest również sporządzanie okresowych raportów oraz dostarczanie ich oddziałowi nadzorcemu (*supervisory division*) i Zarządowi Giełdy, a także udostępnianie owych sprawozdań na żądanie HFSA<sup>23</sup>.

Katalog działań, jakie BSE może podjąć w celu prowadzenia kontroli nad notowaniami instrumentów finansowych, określone są w Kodeksie Obrotu Giełdy<sup>24</sup>. W szczególności Zarząd Giełdy może ograniczać prawa uczestników do nabywania określonych instrumentów, zawieszać i wznawiać notowania na rynku, wprowadzać ograniczenia wahań kursów (tabela 2). Art. 27 pkt 1. Kodeksu ustanawia także funkcję **nadzorczy obrotu** (*supervisor*), który jest odpowiedzialny za zapewnienie ciągłości notowań, monitorowanie zgodności działań uczestników z obowiązującymi zasadami obrotu, rozstrzyganie sporów.

Tabela 2. Ograniczenia wahań kursów wybranych instrumentów pochodnych w trakcie sesji na Budapest Stock Exchange LTD

INSTRUMENT	WIDELKI STATYCZNE DLA KURSÓW (MAXIMUM DAILY PRICE MOVEMENT)	WIDELKI DYNAMICZNE DLA KURSÓW (CLEARING RANGE)
1	2	3
Kontrakty terminowe na indeksy	indeks BUX: +/- 2800 pkt. Od dziennego kursu rozliczeniowego	indeks BUX: +/- 1400 pkt.
Kontrakty terminowe na kursy walut	EUR/HUF: +/- 18,40 HUF USD/HUF: +/- 16 HUF EUR/USD: +/- 0,06 USD od dziennego kursu rozliczeniowego	EUR/HUF: +/- 9,20 HUF USD/HUF: +/- 8 HUF EUR/USD: +/- 0,03 USD

<sup>23</sup> Hungarian Financial Supervisory Authority, *Self-assessment based on IOSCO principles*, Budapest 2006, s. 78.

<sup>24</sup> *Regulations of the Budapest Stock Exchange LTD on the Trading Code*, stan prawny na dzień 12 czerwca 2006 r.

Ciąg dalszy tab. 2

1	2	3
Kontrakty terminowe na akcje	akcje Egis: +/- 5200 HUF akcje MOL: +/- 3200 HUF akcje OTP: +/- 1000 HUF od dziennego kursu rozliczeniowego	akcje Egis: +/-2600 HUF akcje MOL: +/-1600 HUF akcje OTP: +/-500 HUF
Kontrakty terminowe na stopę procentową	1M 3M 6M BUBOR: +/- 1,6 pkt. procentowego od dziennego kursu rozliczeniowego	1M 3M 6M BUBOR: +/-0,8 pkt. procentowego
Opcje na indeks	+/- 4400 pkt od dziennego kursu rozliczeniowego	—
Opcje na akcje	akcje MOL: +/- 4400 HUF akcje OTP: +/-1250 HUF akcje Magyar Telekom: +/-5200 HUF od dziennego kursu rozliczeniowego	—
Opcje walutowe	EUR/HUF: +/- 50 HUF USD/HUF: +/- 50 HUF EUR/USD: +/- 0,3 USD od dziennego kursu rozliczeniowego	—

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Budapest Stock Exchange LTD by shares. Product List*, stan prawny na dzień 20 grudnia 2006 r., *Regulations of the Budapest Stock Exchange LTD on the Trading Code*, stan prawny na dzień 12 czerwca 2006.

Warto podkreślić, iż nadzór nad węgierskim systemem finansowym ma charakter zintegrowany i sprawowany jest przez wspólną dla wszystkich sektorów finansowych instytucję – **Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego** (HFSA). Funkcjonuje ona od 1 kwietnia 2000 r., na mocy ustawy o HFSA (The Act CXXIV of 1999 *on the Hungarian Financial Supervisory Authority*). HFSA stanowi organ administracji publicznej podlegający rządowi i nadzorowany przez Ministra Finansów.

Ponieważ struktura organizacyjna HFSA ma charakter zadaniowy, działania w zakresie nadzoru nad obrotem instrumentami pochodnymi realizowane są w ramach szeroko pojętego segmentu Nadzoru nad Rynkami Finansowymi, w oddziale Kontroli Rynku<sup>25</sup>. Funkcjonowanie tego organu w wymienionych zespołach oparte jest zasadniczo na zapisach ustawy o *rynkach kapitałowych* (Act CXX of 2001 *on the Capital Market*, CMA). W ramach Kontroli Rynku dokonywany jest ciągły monitoring notowań, za pomocą terminala informacji giełdowych MMTS (*Multi-Market Trading System*) i specjalnego modułu nadzorczego SAI (*System of Administration Information*). W przypadku zarejestrowania znaczącego, nieusprawiedliwionego ruchu kursów instrumentów, wszczęte zostaje śledztwo w celu zbadania podejrzenia o mani-

<sup>25</sup> *Summary of the responsibilities of the New authorities joining CESR*, Committee of European Securities Regulators, Press Release 04-207, s. 3.

pulowaniu rynkiem<sup>26</sup>. Zgodnie z art. 205 CMA, uczestnicy rynku mają obowiązek poinformowania HFSA na piśmie o faktach i okolicznościach, wskazujących na nadużycia wobec rynku. W celu lepszej identyfikacji owych nadużyć, Zarząd HFSA wydał rekomendację (nr 5/2006) *o raportowaniu transakcji wskazujących na wykorzystanie poufnych informacji lub manipulowanie rynkiem*, zawierającą listę zjawisk, sygnalizujących podejrzanе działania w związku z użyciem informacji wewnętrznej, bądź manipulacji rynkiem. Poza tym art. 399 CMA wskazuje na możliwość nałożenia przez HFSA, bądź upoważniony przez niego podmiot nadzorowany, sankcji wobec osoby prawnej lub fizycznej łamiącej zapisy aktów prawnych, decyzji organu nadzorującego, zasad obrotu na rynkach regulowanych, wewnętrznych przepisów izby clearingowej itp. HFSA jest również zobowiązana do złożenia zawiadomienia o popełnieniu przestępstwa w przypadku posiadania informacji i dowodów nadużyć wobec rynku.

## RUMUNIA

Zasady nadzoru nad obrotem giełdowym w ramach SMFCE określone zostały w czterech regulacjach Giełdy, zatwierdzonych określonymi decyzjami przez Krajową Komisję Papierów Wartościowych (*National Securities Commission, NSC*).

Pierwszy z dokumentów wskazuje na Departament Obrotu i Nadzoru, jako jednostkę struktury organizacyjnej Giełdy, odpowiedzialną za monitoring i nadzorowanie notowań instrumentów finansowych<sup>27</sup>. Na działania te składają się przede wszystkim<sup>28</sup>:

- ciągła kontrola wypełniania przez uczestników warunków wejścia na dany rynek, zgodnie z obowiązującymi zasadami obrotu i regulacjami prawnymi,
- zawieszanie notowań kontraktów *futures* i opcyjnych w sytuacji nieregularnych notowań/kwotowań instrumentu bazowego, braku publicznej informacji o jego cenie lub przekroczenia przez niego określonych limitów wahań kursu i limitów wolumenu, a także wobec niezawarcia na tych kontraktach żadnej transakcji przez okres następujących po sobie kolejno 6 miesięcy oraz gdy zdecyduje tak NSC,
- wznawianie notowań,

---

<sup>26</sup> Hungarian Financial Supervisory Authority, *Annual Report 2005*, Budapest 2006, s. 55–58.

<sup>27</sup> *Regulation No. 2 – Internal Rules Concerning the Working, Surveillance and Control Procedures within SMFCE*, art. 3, stan prawny na 14 grudnia 2006 r.

<sup>28</sup> *Ibidem*, art. 4 pkt. 2.



- identyfikacja zjawisk manipulacji rynku i oszustw, na podstawie obowiązujących przepisów oraz przekazanie informacji na ten temat Zarządowi Giełdy,
- przekazywanie dziennych i okresowych raportów do NSC.

W stosunku do wskazanych obowiązków Zarząd Giełdy wybiera oddzielny podzespół pracowników dla każdego z segmentów rynku kontraktów *futures* i opcji. Na czele Departamentu Obrotu i Nadzoru stoi **manager sesji**, wyznaczany przez Zarząd Giełdy<sup>29</sup>. Dokonuje on także, m.in. określenia limitów wahań kursów notowanych kontraktów terminowych i opcji (tabela 3). Zlecenia, których realizacja doprowadziłaby do przekroczenia owych granic, zostają automatycznie odrzucone przez system transakcyjny giełdy<sup>30</sup>.

Tabela 3. Ograniczenia wahań kursów instrumentów pochodnych w trakcie sesji na SMFCE

INSTRUMENT	WIDELKI STATYCZNE DLA KURSÓW
Kontrakty terminowe na kursy walut	ROL/EUR: +/- 1000 EUR; ROL/USD: +/- 1000 USD
Kontrakty terminowe na akcje	np. na akcje narodowych funduszy inwestycyjnych SIF1 i SIF2: +/-1500 pkt. od dziennego kursu rozliczeniowego
Kontrakty terminowe na stopę procentową	3M BUBOR: +/- 0,3 pkt. procentowego od dziennego kursu rozliczeniowego
Opcje na akcje	np. na akcje narodowych funduszy inwestycyjnych SIF1 i SIF2: +/-100 ROL od dziennego kursu rozliczeniowego
Opcje walutowe	EUR/ROL: +/- 100 ROL; USD/ROL: +/- 100 ROL od dziennego kursu rozliczeniowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Regulation No. 4 concerning the financial derivatives traded on the regulated market administered by SMFCE*, stan prawny na 31 stycznia 2006 roku, standardy kontraktów *futures* i opcji dostępne na stronie SMFCE: [www.bmfms.ro](http://www.bmfms.ro) (05.01.2007)

Z kolei głównym organem nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych w Rumunii jest **Krajowa Komisja Papierów Wartościowych** (NSC), będąca niezależną instytucją publiczną, podlegającą nadzorowi rumuńskiego parlamentu. Zakres jej działań określa ustawa o NSC (*Law on National Securities Commission*, No. 192-XIV/1998) oraz ustawa o rynku kapitałowym (*Law on Capital Market*, No. 297/2004, LCM). W szczególności, kompetencje nadzorcze wobec obrotu na regulowanym rynku instrumentów pochodnych określone zostały w regulacji NSC o *rynkach regulowanych i alternatywnych systemach*

<sup>29</sup> *Regulation No. 1 for the Organisation and Functioning of the SMFCE*, art. 39, stan prawny na 31 stycznia 2006 r.

<sup>30</sup> *Regulation No. 4 concerning the financial derivatives traded on the regulated market administered by SMFCE*, art. 41, stan prawny na 31 stycznia 2006 r.

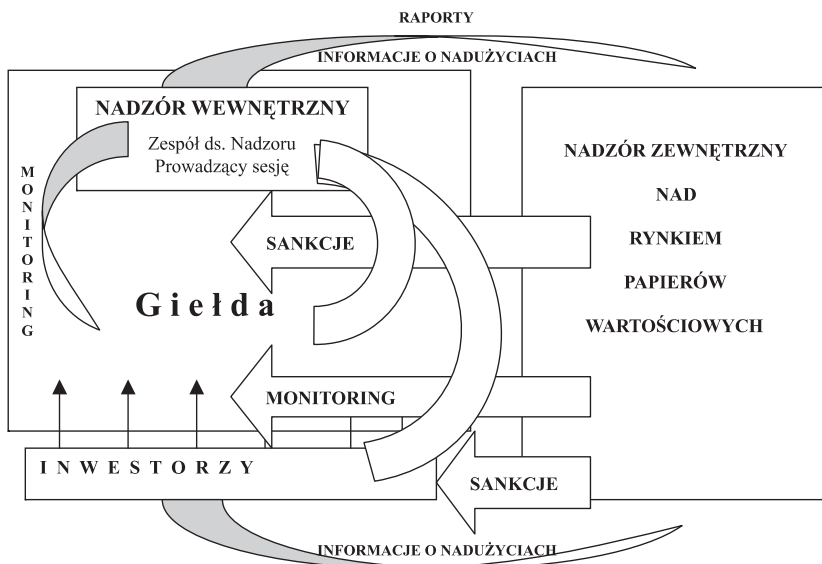
obrotu (*Regulation No. 14/2004 on regulated markets and alternative trading systems*), opartej na zapisach LCM.

Z racji funkcyjnego charakteru struktury organizacyjnej NSC, zadania nadzorcze instytucji wykonywane są w ramach Działu ds. Nadzoru, stanowiącego część Komitetu Koordynacyjnego. LCM wskazuje na możliwość wypełniania prerogatyw kontrolnych przez NSC, poprzez wyznaczenie osoby inspektora (art. 135). Jego główne zadanie, w postaci monitorowania zgodności zjawisk zachodzących na rynku regulowanym ze stosownymi regulacjami, wspierane jest przez organizatora rynku (giełdę), który ma obowiązek udostępniania wszystkich dokumentów i baz informacji, a także zapewniania inspektorowi wszystkich niezbędnych środków, służących wypełnianiu przez niego obowiązków kontrolnych. Zgodnie z art. 59 regulacji, giełda powinna również regularnie dostarczać NSC dzienne raporty z przebiegu sesji, a także miesięczne i roczne sprawozdania o aktywności na prowadzonych przez siebie rynkach. Poza tym, na giełdzie spoczywa obowiązek bezzwłocznego powiadomienia NSC o przypadkach łamania zasad obrotu na rynku regulowanym oraz o podejrzeniach co do podjętych prób nadużycia wobec rynku, wraz z udostępnieniem wszystkich informacji, niezbędnych do wszczęcia przez NSC postępowania wyjaśniającego i postawienia zarzutów (art. 133–134 LCM; art. 44 regulacji). Konieczność zgłoszenia uzasadnionych podejrzeń o zaistnieniu zjawisk wykorzystania informacji poufnej czy manipulacji rynkiem dotyczy także pozostałych pośredników finansowych (art. 250 LCM).

Na mocy ustawy *o rynku kapitałowym* (art. 137 i 234) i wydanej przez siebie regulacji (art. 40), NSC może również – samodzielnie lub poprzez stosowne polecenie wobec giełdy – zawiesić notowania bądź wycofać z obrotu instrument pochodny, jeśli nie możliwa jest jego prawidłowa wycena na rynku, w wyniku braku publicznego dostępu do niezbędnych w tym celu informacji lub niewłaściwej konstrukcji jego standardu, generującej możliwość manipulacji kursem tego instrumentu.

## **KONCEPCJA MODELU NADZORU NAD GIEŁDOWYM RYNKIEM INSTRUMENTÓW POCHODNYCH**

Na podstawie podobieństw w zaprezentowanych powyżej procedurach wewnętrznego i zewnętrznego nadzoru nad regulowanym rynkiem instrumentów pochodnych w Polsce, na Węgrzech i w Rumunii, możliwe jest podjęcie próby stworzenia wspólnego schematu działań nadzorczych, podejmowanych przez upoważnione do tego instytucje w ramach systemów finansowych wybranych państw (rysunek 1).



Rysunek 1. Model nadzoru nad giełdowym rynkiem instrumentów pochodnych w krajach EŚW

Źródło: opracowanie własne.

Niezależnie od przyjętej struktury organizacyjnej giełdy, wskazany w jej ramach zespół dokonuje monitoringu organizowanego rynku, sporządzając okresowe sprawozdania z tych obserwacji, które udostępniane są (bądź obowiązkowo przekazywane) zewnętrznej instytucji nadzoru. W momencie zarejestrowania nieprawidłowości w obrocie danym instrumentem pochodnym, giełda – przeważnie decyzją osoby przewodniczącej sesji – dokonuje odpowiednich działań na rynku (zawieszenie lub wycofanie instrumentu z notowań, ograniczenie udziału lub wykluczenie inwestora z rynku, wprowadzenie lub zaostrożenie limitów wahań cen lub zleceń itp.). Może ona także nakładać sankcje, np. w postaci kar pieniężnych dla uczestników rynku. Jednocześnie giełda zobowiązana jest poinformować o tych nieprawidłowościach komisję nadzoru.

Tymczasem instytucja zewnętrzna (niezależnie od przyjętego w danym kraju modelu nadzoru nad rynkiem finansowym), poprzez obserwację rynku giełdowego oraz informacje płynące z raportów, sprawuje bieżącą kontrolę nad obrotem instrumentów na rynku regulowanym, dysponując szeregiem narzędzi, w przypadku dojścia w nim do nieprawidłowości, a zwłaszcza do nadużycia wobec rynku (zawieszanie lub wycofywanie instrumentu z rynku, wszczęcie postępowania wyjaśniającego, blokada rachunku papierów wartościowych, publiczne wskazanie osób, dopuszczających się nadużyć, kary pieniężne). W ten sposób działania organu nadzoru przyczyniać się mają do zapewnienia stabilności, bezpieczeństwa i ochrony interesów uczestników rynku.

Istnienie agencji rządowej o kompetencjach regulujących funkcjonowanie giełd terminowych praktykowane jest zasadniczo we wszystkich krajach gospodarki rynkowej, w tym w krajach o bogatej tradycji obrotu derywatami. Widoczna staje się przy tym, zwłaszcza w Europie, tendencja do konsolidowania nadzoru nad wszystkimi aspektami usług finansowych w ramach jednej instytucji państwowej (Wielka Brytania, Niemcy, Belgia, kraje skandynawskie, Austria, Szwajcaria, Grecja, ale również Kanada, Australia, Singapur). Tymczasem w przypadku giełdy ponadnarodowej<sup>31</sup> – Euronext – współpraca krajowych organów nadzorczych zmierza do powstania odrębnego komitetu sprawującego nadzór nad tym tylko rynkiem<sup>32</sup>. Niezależnie jednak od przyjętej konwencji nadzoru finansowego w danym państwie, forma ostrożnościowej kontroli nad regulowanym rynkiem derywatów zależy od roli, jaką w wypełnianiu celów nadzorczych przypisuje samoregulacji ustawodawca. Z badań nad największymi giełdami towarowymi na świecie<sup>33</sup> wynika, iż w latach 90. ich rozwój przyczynił się do przerzucenia punktu ciężkości w przydzielanych zadaniach nadzorczych z instytucji rządowych na same giełdy. W skrajnych przypadkach kompetencje podmiotu organizującego obrót instrumentami pochodnymi obejmowały takie działania, jak stosowanie wysokich sankcji finansowych i innych środków dyscyplinujących dla uczestników rynku oraz działania śledcze. Agencje państwowe przyjęły za to funkcje jedynie dyskretnego monitoringu rynku terminowego. Tymczasem już na początku XXI wieku na nowo rozgorzała publiczna debata dotycząca skutków liberalizacji obrotu derywatami, wskazująca na, mimo wszystko, ograniczone możliwości giełd w ochronie rynku przed nadużyciami i wynikającą z tego konieczność wzmocnienia procedur ostrożnościowych, wypełnianych przez instytucje zewnętrzne. Nie oznacza to jednak, że rola samoregulacji w procesie nadzoru nad rynkami terminowymi zostanie pomniejszona. To bowiem szybkość reakcji i skuteczność wykorzystywania dostępnych narzędzi nadzoru przez pion kontroli wewnątrz struktury organizacyjnej giełdy w głównej mierze warunkuje stabilność, bezpieczeństwo i uczciwość obrotu notowanymi instrumentami.

---

<sup>31</sup> Giełda powstała w wyniku połączenia segmentów i systemów transakcyjnych giełd pięciu państw UE: Wielkiej Brytanii (LIFFE), Belgii (Euronext Brussels), Holandii (Euronext Amsterdam), Francji (Euronext Paris) i Portugalii (Euronext Lizbon).

<sup>32</sup> A. J. Kammel, *Supervision and Regulation of Financial Institutions in Europe – a Way to Prevent Financial Crises?*, GARNET Conference 2006, s. 7–8.

<sup>33</sup> Np. *Legal and Regulatory Framework for Exchange-Traded Derivatives*, Report of the Emerging Market Committee of IOSCO, June 1996; R.A. Shilts, *Issues Related to Regulatory Oversight of Financial Futures Markets*, Second International Roundtable on Securities Markets in China, Shanghai 2002; *Regulation of Derivatives Markets in Québec*, Autorité des Marchés Financiers, May 2006.

Konieczność wypełniania procedur nadzorczych na rynkach instrumentów pochodnych o – ciągle jeszcze – niskiej płynności, zwłaszcza w zakresie zagrożeń płynących ze zjawiska manipulacji rynkiem, potwierdził przykład najbardziej spektakularnego załamania się kursu instrumentu pochodnego w regionie EŚW tzw. *afery 100 sekund*<sup>34</sup>. Z jednej strony, można było zauważyć w tym przypadku zdecydowane działanie organu nadzorczego. Po niezwłocznym poinformowaniu o zdarzeniu ówczesnej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, instytucja ta natychmiast podjęła działania w ramach postępowania wyjaśniającego, złożyła też zawiadomienie o popełnieniu przestępstwa i doprowadziła do blokady rachunku inwestora oraz nałożenia kar pieniężnych na zaangażowane w aferę firmy inwestycyjne.

Z drugiej strony, opisywany przypadek wskazuje na ułomność w wykorzystywaniu prezentowanych narzędzi nadzoru. Zarząd Giełdy nie skorzystał bowiem z nadanego mu przez Regulamin Giełdy prawa do unieważnienia kursu kontraktu lub sesji giełdowej, kierując się bezpieczeństwem obrotu i interesem jego uczestników. Po pewnym czasie rachunek inwestora został odblokowany, a akt oskarżenia wobec nieuczciwych maklerów sformułowano prawie 2 lata po dacie zdarzenia. Niemniej jednak *post factum* Giełda wykorzystwała inny z przysługujących jej instrumentów kontroli, zaostrzając limity wahań kursu i wielkości zleceń na indeksowym kontrakcie terminowym i zmniejszając tym samym zakres, zarówno możliwych do osiągnięcia na nim zysków, jak i strat. Poza tym, wzrastająca liczba wykrywalności, a co za tym idzie – coraz większa liczba kierowanych do sądu aktów oskarżenia wobec nadużyć na GPW w Warszawie (która stanowi najpłynniejszy giełdowy rynek instrumentów pochodnych w regionie EŚW) – świadczyć może o ostatecznie zwiększającej się efektywności użycia narzędzi nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych w Polsce.

## ZAKOŃCZENIE

Nasilający się proces liberalizacji rynków finansowych na świecie powoduje coraz częściej przenoszenie miejsca obrotu poszczególnymi instrumentami pochodnymi z rynku OTC, na rynek regulowany. Zabieg ten skutkować może, zwłaszcza na rynkach ciągle rozwijających się, zwiększeniem się skłon-

---

<sup>34</sup> W dniu 4 lutego 2004 r., na GPW w Warszawie w wyniku złożenia (przez – jak się później okazało – nieuprawnionego do tego pracownika domu maklerskiego) dwóch przeciwnych zleceń o dużym wolumenie, w przeciagu niespełna 2 minut, kurs kontraktu terminowego na WIG20 stracił blisko 7% swojej wartości, a następnie wzrósł o ponad 17,1%, doprowadzając inwestorów giełdowych do strat o wartości blisko 6 mln zł.

ności inwestorów do podejmowania nadmiernego ryzyka. Tym samym na znaczeniu zyskuje odpowiednia konstrukcja i wykorzystanie narzędzi nadzorczych wobec rynków derywatów, zwłaszcza rynków giełdowych.

Przedstawione w artykule rozwiązania nadzoru nad regulowanymi rynkami instrumentów pochodnych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej można ująć w ramach tego samego schematu procesu nadzorczego. Wynika to z faktu członkostwa wszystkich z przedstawionych krajów w Unii Europejskiej. Zastosowanie prawa wspólnotowego oraz wzrastająca, transgraniczna integracja rynków finansowych powodują, iż pomimo tradycji określonego modelu instytucjonalnego, na ostateczny kształt nadzoru finansowego w danym kraju wpływ mają różne podejścia do organizacji rynku usług finansowych. Z tego też względu ocenę procesu nadzorczego wobec rynków giełdowych instrumentów pochodnych poszczególnych państw, zwłaszcza w aspekcie dokonywanych na nich nadużyć, kształtują szczegółowe rozwiązania, wprowadzane w ramach nadzoru wewnętrznego przez giełdy, a ponad wszystko efektywność wykorzystania dostępnych narzędzi nadzorczych. Z punktu widzenia trwających cały czas prac nad wdrożeniem wytycznych, dotyczących jednolitego zastosowania prawa Unii Europejskiej w nadzorze finansowym (w ramach poziomu trzeciego procedury Lamfalussy'ego), sformułowanie ostatecznej oceny tego modelu dla poszczególnych krajów członkowskich, w tym analizowanych w artykule: Polski, Węgier i Rumunii, możliwe będzie dopiero po zakończeniu procesu harmonizacji regulacji narodowych ze wspólnotowymi.

## SUPERVISION OF THE DERIVATIVE INSTRUMENTS MARKET IN SELECTED CEE COUNTRIES

### SUMMARY

The worldwide liberalisation of financial services is the reason of derivatives trading shifts from OTC to regulated markets. This process can encourage excessive-risk-taking behavior of investors, especially in emerging markets. Thus the proper structure and usage of supervisory instruments in derivatives markets comes into focus.

This paper presents the solutions for derivatives exchanges' supervision in Central-European Countries. Since only 3 of them have an active financial derivatives exchange, this research concerns in particular the derivatives trading in Poland, Hungary and Romania. Studies carried out in this paper showed that the supervisory techniques for derivatives exchanges applied in these countries can be captured in a single model of supervision process. This possibility aroused due to the EU membership of selected countries and the corresponding obligations on European Community law implementation. That is why the total evaluation of supervisory-approach on different derivatives exchanges will be possible only after the conclusion of EU law implementation procedures.