

Andrzej Sopoćko

Rynkowe instrumenty finansowe

Projekt okładki i stron tytułowych *Dariusz Maślanka*

Redaktor inicjujący *Dorota Ostrowska-Furmanek*
Bogna Matuszewska-Munk

Niniejsze wydanie stanowi zmienioną wersję podręcznika o tym samym tytule, który został wydany w 2003 roku przez Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego

Copyright © by Wydawnictwo Naukowe PWN SA
Warszawa 2005, 2010

ISBN 978-83-01-16480-5

Wydawnictwo Naukowe PWN SA
00-676 Warszawa, ul. Postępu 18
tel. 22 69 54 321; faks 22 69 54 288
e-mail: pwn@pwn.com.pl; www.pwn.pl

[Kup książkę](#)

Spis treści

Wstęp	9
1. Czym jest rynek finansowy	11
1.1. Wyróżniki rynku finansowego	11
1.2. Obszary rynku finansowego	18
1.3. Instrumenty rynku kasowego	23
1.3.1. Papiery udziałowe	24
1.3.2. Papiery dłużne	29
Literatura zalecana	35
2. Rynek papierów dłużnych	36
2.1. Makroekonomiczne oddziaływanie stopy procentowej	36
2.2. Cena papieru dłużnego. Kupon. Rentowność	42
2.3. Charakterystyka papierów dłużnych	45
2.4. Rentowność papierów dłużnych	48
2.5. Cena i rentowność	52
Literatura zalecana	57
3. System obrotów kapitałowych	58
3.1. Kim jest inwestor	58
3.2. Inwestorzy instytucjonalni	61
3.3. Inwestorzy nieprofesjonalni	68
3.4. Powstawanie giełdy	69
3.5. Organizacja i przebieg sesji giełdowej	80
3.6. Izba rozrachunkowa. Depozyty	88
3.7. Transakcje zabronione	90
Literatura zalecana	96
4. Strategie	97
4.1. Hipotezy rynku kapitałowego	97
4.2. Fundamentalisci	104
4.3. Zwolennicy ekonometrycznych modeli efektywnego rynku	107
4.3.1. Model jednowskaźnikowy (<i>Single Index Model</i>)	107
4.3.2. Model arbitrażu cenowego	112
4.4. Technicy	116
4.4.1. Teorie Dowa i Elliotta	117

4.4.2. Formacje i wykresy świecowe	120
4.4.3. Analiza trendu i odchyłeń (tzw. nowoczesna analiza techniczna)	126
4.4.4. Analiza wskaźników	131
Literatura zalecana	133
5. Czemu służą instrumenty pochodne	134
5.1. Źródłośłów i właściwości	134
5.2. Motywy operacji terminowych	136
5.2.1. Zarządzanie ryzykiem	136
5.2.2. Spekulacje instrumentami pochodnymi	146
5.3. Podstawowe rodzaje pochodnych	148
5.4. Rodzaje ryzyka	154
5.4.1. Ryzyko systemowe	154
5.4.2. Ryzyko niesystemowe	162
Literatura zalecana	167
6. Forward	168
6.1. Pojęcie i własności operacji	168
6.2. Arbitraż	169
6.3. <i>Forward</i> towarowy	170
6.4. <i>Forward</i> walutowy	172
6.5. <i>Forward</i> na papiery dłużne	172
6.6. <i>Forward</i> na akcje i indeksy	173
6.7. <i>Forward Rate Agreement</i>	176
Literatura zalecana	180
7. Swap	182
7.1. Na czym polega <i>swap</i>	182
7.2. Zabezpieczenie kontraktem <i>swap</i>	184
7.3. Wycena kuponu dla <i>swapów</i> na stopy procentowe (<i>Interest Rate Swap, IRS</i>)	186
7.4. Wycena kuponu dla <i>swapów</i> walutowych (<i>Cross-Currency Rate Swap, CCRS</i>)	189
7.5. Uczestnicy rynku	191
7.6. Geneza	195
7.7. Nieklasyczne typy <i>swapów</i>	197
Literatura zalecana	202
8. Futures	203
8.1. Pojęcie	203
8.2. Podstawowe parametry	204
8.3. Obrót kontraktami <i>futures</i>	211
8.4. Rozliczenie	216
8.5. Izba rozliczeniowa	219
8.6. Limity i ograniczenia w obrocie	221
8.7. Metody obrotu kontraktami <i>futures</i>	222
8.8. Zabezpieczenia poprzez kontrakty <i>futures</i>	224
Literatura zalecana	230
9. Opcje	231
9.1. Podstawowe wiadomości	231
9.1.1. Czym są opcje	231
9.1.2. Krótka i długa pozycja	232
9.1.3. Opcje kupna i opcje sprzedaży	233
9.1.4. Cena wykonania	234
9.1.5. Pozostałe parametry opcji	237
9.1.6. Opcje europejskie i amerykańskie	239

9.1.7.	Opcje <i>in the money</i> , <i>at the money</i> , <i>out of the money</i>	240
9.1.8.	Wartość wewnętrzna i wartość czasowa	241
9.1.9.	Opcje pokryte i niepokryte	243
9.2.	Obrót opcjami	244
9.2.1.	Opcje pozagiełdowe	244
9.2.2.	Opcje rzeczywiste i nierzeczywiste	246
9.2.3.	Opcje giełdowe	247
9.2.4.	Limity pozycji	250
9.2.5.	Kontrakty opcyjne	251
9.2.6.	Rynek pierwotny opcji giełdowych	252
9.2.7.	Rynek wtórny	252
9.3.	Wycena opcji	254
9.3.1.	Własności ceny opcji	254
9.3.2.	Stopa procentowa bez ryzyka	257
9.3.3.	Zasada parytetu opcji kupna i sprzedaży	260
9.3.4.	Model dwumianowy	260
9.3.5.	Model Blacka–Scholesa	267
9.3.6.	Problem parametrów rozkładu losowego	269
9.3.7.	Opcje na instrumenty o ciągłym premiovaniu	271
9.3.8.	Opcje na stopę procentową	271
9.3.9.	Opcje walutowe	272
9.3.10.	Opcje na <i>futures</i>	273
9.3.11.	Premie opcyjne na instrumenty o nieciągłym premiovaniu	273
9.3.12.	<i>Swaptions</i>	274
9.4.	Strategie opcyjne	275
9.4.1.	Współczynniki delta, vega, theta	275
9.4.2.	Zabezpieczenia portfela przy użyciu opcji	278
9.4.3.	Operowanie kombinacjami opcji	280
9.5.	Opcje egzotyczne	291
Literatura	zalecana	300
Indeks		301

Wstęp

Rynek finansowy stał się w Polsce miejscem pracy tysięcy specjalistów, pracujących w bankach, funduszach emerytalnych i ubezpieczeniowych, inwestycyjnych, firmach doradczych, instytucjach nadzoru itd. Wiedza o jego elementach i ich wzajemnym współdziałaniu staje się ważnym atrybutem dla poszukujących pracy w tym wielce interesującym obszarze gospodarki.

Niniejsze opracowanie napisane jest z myślą o tych, którzy chcą opanować podstawową wiedzę o działaniu instrumentów finansowych. Intencją autora było przedstawienie Czytelnikom najważniejszych problemów rynku finansowego w sposób możliwie kompletny, choć najczęściej z ograniczonym poziomem szczegółowości. Nie sposób bowiem pisać o wszystkich detalach rzeczywistości, która skądinąd zmienia się nad wyraz szybko. Opanowanie zawartej tu wiedzy powinno jednak wystarczyć do zrozumienia, jak ten rynek działa, jak funkcjonują instrumenty finansowe, do czego ich używać oraz jak można sensownie komponować portfel inwestora.

Znajomość tych elementów i ich wzajemnych powiązań nie jest oczywiście wszystkim, co powinni wiedzieć profesjonalści rynku finansowego. Wiedzę tę jednakże można określić jako przedostatni krok do osiągnięcia umiejętności niezbędnych profesjonalnym inwestorom. Krokiem ostatnim jest bowiem opanowanie praktycznych procedur posługiwania się instrumentami finansowymi, takimi jak regulaminy obrotu czy zasady rozliczeń. Jest to jednak zadanie dla zawodowca, którym nie każdy chce i może być. Każdy może natomiast być inwestorem.

Autor ma nadzieję, że skoncentrowanie się na poznawaniu rynku sprawi, że także Czytelnicy tego opracowania ulegną fascynacji światem finansów.

Doświadczenia autora jako wykładowcy skłoniły go do zastosowania w niniejszej pracy różnego stopnia złożoności wykładu. Osobom o stosunkowo słabo zaawansowanej wiedzy z zakresu rynku finansowego zaproponować zatem wypada zapoznanie się w pierwszej kolejności z rozdziałami pierwszym i piątym. Przedstawiają one ogólny obraz rynku finansowego, jego podział oraz – krótko – występujące na nim instrumenty. Są jakby dwiema pigułkami wyzwalającymi od

lęku, że o tej dziedzinie gospodarki nie wie się nic. Pozostałe rozdziały mają pomóc w opanowaniu podstawowej wiedzy o własnościach tego rynku.

Opracowanie składa się z dwu części. W pierwszej (rozdziały 1–4) zostały omówione problemy funkcjonowania tzw. rynku kasowego, do którego zaliczamy takie instrumenty jak akcje i obligacje. Część druga poświęcona jest tzw. rynkowi terminowemu, gdzie handluje się specyficznymi instrumentami, określanymi jako pochodne (opcje, *futures* itp.).

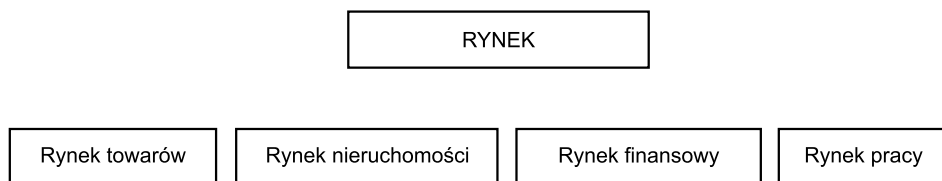
W zasadzie należałoby polecać zapoznanie się z drugą częścią książki po przeczytaniu pierwszej. Nie jest to jednak bezwzględnie konieczne. Część Czytelników będzie przecież posiadać ogólną wiedzę o podstawowych elementach tradycyjnego rynku kapitałowego. To na ogół wystarcza do zagłębienia się w specyficzne problemy rynku terminowego. Mają one bowiem swoją własną specyfikę i z pewnością nie są prostym rozszerzeniem tego, co dzieje się na rynku kasowym. Autor zresztą starał się, by poszczególne rozdziały miały charakter pewnej całości, z ograniczonymi odwołaniami do innych fragmentów.

Książka była pisana z myślą o osobach, które rynek finansowy po prostu ciekawi. Tylko wtedy staje się przejrzysty i logiczny w swojej strukturze – taki przecież jest w swojej istocie. Osobom, które do studiowania tej problematyki próbują się zmuszać, jej lekturę należałoby odradzić. Rynek finansowy będzie dla nich zawsze zagmatwany i nieobliczalny. Ci jednak, którzy ulegli fascynacji bogactwem i dynamiką tego rynku, zapoznają się bez trudności z zawartością tej książki. Choć pisana jest głównie dla studentów i pracowników instytucji finansowych, zrozumieją ją także osoby ze średnim wykształceniem. Nawet tam, gdzie pojawiają się elementy statystyki teoretycznej, są one w większości wyjaśniane w tekście. Nie ma więc bezwzględnej potrzeby sięgania po odrębne publikacje z tej dziedziny.

1. Czym jest rynek finansowy

1.1. Wyróżniki rynku finansowego

Rynek finansowy jest częścią systemu składającego się z licznych elementów, w tym wielu rynków. Rynki te można systematyzować według rozmaitych kryteriów. Najczytelniejszy jest podział przedmiotowy, czyli według tego, czym się handluje. Z tego punktu widzenia struktura systemu rynków przedstawia się tak, jak na rysunku 1.1.



Rysunek 1.1. Podział rynków

Źródło: opracowanie własne.

Przedmiotem obrotu na rynku finansowym są waluty oraz instrumenty finansowe, zwane też, tradycyjnie, papierami wartościowymi.

Zarówno waluty, jak i papiery wartościowe mają dwie bardzo charakterystyczne cechy:

- nie mają wartości użytkowej – z tego względu są niezwykle mobilne (nie ma kosztów magazynowania i transportu); w konsekwencji popyt na nie jest niezwykle dynamiczny i wrażliwy na ceny,
- nabycie instrumentu finansowego lub określonej waluty uzasadnia się wyłącznie oczekiwaniem zysku.

Te dwie cechy istotnie odróżniają ten rynek od pozostałych. Dom czy samochód kupuje się zwykle nie po to, by je korzystniej sprzedać. Pracuje się też

nie tylko dla pieniędzy. Posiadanie zaś akcji, obligacji czy innych papierów wartościowych dla innych celów niż dochodowe nie ma sensu.

W stosunku do tak specyficznych walorów stosowanie w kwestiach spornych zasady „było patrzeć, co brałeś” byłoby nieuczciwe. Jak bowiem można sobie wyobrazić, że każdy akcjonariusz przegląda wszystkie dokumenty finansowe spółki, a deponent – prawidłowość funkcjonowania banku. Obroty instrumentami finansowymi muszą się opierać na zaufaniu, to zaś wymaga instytucji o wysokim autorytecie społecznym, które w stosunku do emitentów wystawić mogą odpowiednie świadectwa wiarygodności.

Brak ograniczeń fizycznych z jednej strony, służenie zaś bezpośrednio zarabianiu pieniędzy z drugiej – czyni rynek finansowy niesłychanie mobilnym i wrażliwym. Na żadnym innym rynku ruch ceny na przykład o ćwierć procenta nie spowoduje wyraźnego skoku w obrotach, podczas gdy taki sam ruch na rynku obligacji uruchomi transakcje w Polsce na co najmniej kilkaset milionów złotych.

Dobrze działający rynek finansowy nie da się niczym zastąpić. Siła jednak, z jaką wspiera gospodarkę, bywa różna. Od ogromnej, jaka występuje w najbardziej rozwiniętej gospodarce świata, tj. w Stanach Zjednoczonych Ameryki, do wartości śladowych, jak dzieje się to w krajach o niskim dochodzie narodowym. Wrażliwość tego rynku, a dokładniej inwestorów, na zachodzące tu zjawiska wymaga szczególnie starannego nadzoru, aby nie powstawały sztuczne, nie nieuniknione czynniki ryzyka. W szczególności chodzi tu o zaufanie, że występujące na nim meandry kursowe są zjawiskami obiektywnymi, a nie dziełem kombinatorów próbujących różnymi sposobami wyciągnąć pieniądze od bardziej naiwnych. Jest ono porównywalne z zaufaniem do banku dokonującego obsługi rachunków, nieporównywalnie jednak wyższe niż w przypadku rynku towarowego.

Istnieje zasadnicza różnica między towarem a walorami kapitałowymi. Kupując towar, można go zazwyczaj obejrzeć, sprawdzić. Kupując natomiast akcje lub obligacje, stajemy się współwłaścicielami lub wierzycielami (cokolwiek by to znaczyło) firmy, której nie znamy. Pełne rozpoznanie, ile firma jest warta i czy emisja papierów została poprzedzona publikowaniem właściwych informacji, wymaga wiele czasu i pieniędzy. Przekracza to zasoby indywidualnych inwestorów. Z drugiej jednakże strony ich lokaty w papiery wartościowe nie są groszowe, niektórzy trzymają w nich oszczędności całego życia. Dla ściągnięcia więc w miarę jak największych kwot oszczędności na operację papierami wartościowymi trzeba w społeczeństwie ukształtować przekonanie, że giełda to nie rodzaj loterii i miejsce dla kombinatorów, żerujących na nieświadomości drobnych posiadaczy. W przeciwnym wypadku drobni posiadacze nie pojawiają się w ogóle w tej sferze. Trzeba też pamiętać, że zasoby ludności w wysoko rozwiniętych krajach są bardzo duże i wykazują tendencję rosnącą. Pozostawienie ich poza obrotem kapitałowym jest sporą stratą dla tego ostatniego. Poza tym nawet w biznesie znacznie mniej jest ryzykantów niż chętnych do podejmowania stresujących manipulacji finansowych. Stąd formy realnej gwarancji rzetelności obrotów giełdowych i uniemożliwiania szkodliwej spekulacji są istotnym elementem skuteczności rynku kapitałowego w kształtowaniu alokacji w gospodarce.

Wrażliwy rynek kusi wykorzystaniem tej cechy do nieuczciwych zarobków, a to przez fałszywe informacje („kupujcie, bo zdrożeje”) lub operacje wprowadzające w błąd (np. sztuczne zawyżanie cen przez pozorowane transakcje). Dopuszczanie jednak do takich działań budzi szczególnie silny społeczny opór i bardzo szkodzi samemu rynkowi. Masowe straty inwestorów po to, by nieliczni osiągnęli krociowe zyski, są nie do przyjęcia w demokratycznym społeczeństwie. Jeszcze gorsze są konsekwencje samej świadomości, że coś takiego jest możliwe, kapitał więc każdego inwestora jest zagrożony przez operacje rekinów spekulacji. W takich warunkach rynek kapitałowy nie może się rozwijać. Jak w każdym handlu, w dalszej perspektywie rzetelność i uczciwość są niezbędne do jego powodzenia. Nikt przecież nie chce wystąpić w roli naiwnego, który z własnych pieniędzy zasila grupę nieuczciwych spryciarzy. Jeśli społeczeństwo źle ocenia rynek finansowy, to – na zasadzie „głosowania nogami” – po prostu rezygnuje z uczestnictwa w jego procesach. Aby jednak tak się nie stało, aby utrzymać znaczącą wagę dla gospodarki tego rynku, poddawany jest on daleko idącej kontroli przez organy nadzoru bankowego i specjalnych instytucji rynku kapitałowego. Mogą one nakładać kary za nieuczciwe operacje. Na innych, niż finansowy, rynkach tak szerokiego i skutecznego nadzoru w zasadzie nie ma.

Problem skuteczności kontroli rynku oraz potrzeba walki ze spekulacją są niewyczerpalnym źródłem dyskusji w środowisku rynku kapitałowego. Rozwiązania skrajne okazały się nieużyteczne, idealnego jednak modelu: „czego zabraniać, co dopuścić” nie ma. System skutecznej, ale nieuciążliwej kontroli rozwija się drogą prób i błędów. To, co było w historii nadużyciem lub niedostatkim nadzoru, szybko wywoływało reakcję uniemożliwiającą lub utrudniającą powtórzenie tego błędu. Dotyczy to zarówno „tumultu warszawskiego” w siedemnastowiecznej Warszawie, wywołanego spekulacjami zbożowymi Baryczków, jak i operacjami Cornelisua Vanderbilta czy Jima Fiska w czasie budowy linii kolejowych przed Wielkim Kryzysem 1929 r. Jedne i drugie ukrócono i później operacje tego typu – w tej skali – nie miały miejsca.

Współcześnie większość spekulacyjnych operacji, które spowodowały załamanie giełdowe końca lat trzydziestych XX w., nie występuje. Jest to w znacznym stopniu spowodowane wprowadzeniem licznych ograniczeń i zakazów szczególnie niebezpiecznych dla rynku operacji oraz ogromnym wzrostem samego rynku kapitałowego. Rozmiary majątku produkcyjnego z początku XXI w. nie dają się przecież porównać z wielkością tego majątku u początków XX stulecia. Na wielkim rynku kapitałowym, podobnie jak na wielkim rynku towarowym, uzyskanie pozycji dominującej jest trudne. Siłą rzeczy w podstawowym jego obszarze powstają warunki dla ciągłości konkurencji i utrzymywania spekulacji w ekonomicznie uzasadnionych ryzach. Niemniej jednak problem ten nie jest marginalnym w krajach o rozwijającym się rynku kapitałowym. Stanowi on poważne wyzwanie dla funkcjonującego tam systemu kontroli operacji kapitałowych.

Spekulacje giełdowe nadają rynkowi papierów wartościowych dwie ważne cechy. Pierwszą z nich jest zwiększenie płynności obrotów, drugą – podniesienie

dynamiki przepływów kapitałowych wewnątrz gospodarki. W sumie są to właściwości uzupełniające się, a jednocześnie – coraz bardziej niezbędne. W całej gospodarce następuje bowiem systematyczne przyspieszenie jej tętna – coraz szybciej zmienia się generacja wyrobów, buduje się nowe fabryki. Przyspieszyć muszą więc także przepływy kapitału. Bez nich w wysoko rozwiniętych gospodarkach nie udało się tak łatwo i szybko pokonać kryzysu energetycznego połowy lat siedemdziesiątych, a regulacje dotyczące ochrony środowiska miałyby prawdopodobnie zbliżoną skuteczność jak polskie przepisy w tej dziedzinie. Przedstawienie gospodarki wymaga bowiem przekształcenia kapitału, które polega na transformacji nie tylko jego formy rzeczowej (produkcja innych urządzeń), ale także własności (środki przejmują lepsi), a nawet formy finansowania (np. przez zawieranie opisywanych w rozdziale 5 transakcji terminowych).

We wszystkich rozwiniętych krajach istnieją instytucje kontrolujące rynek instrumentów finansowych. Jednakże go nie zastępują. Wręcz przeciwnie. Starają się, by spełniał on podstawowe cechy rynku w ogóle, tj. by wszyscy jego uczestnicy mieli jednakowy dostęp do informacji, by cena była kategorią obiektywną, dobra (tu – papiery) były jednorodne, a ich liczba i liczba uczestników na tyle duża, by rynek tych walorów funkcjonował niezależnie od woli jego poszczególnych uczestników.

Te zadania nie są możliwe do spełnienia w każdym przypadku. Szczególnie o to trudno, gdy liczba określonych instrumentów finansowych jest mała. Eliminacja takich transakcji lub sztuczne powiększanie liczby instrumentów i uczestników rynku nie mają sensu. W tych warunkach ingerowanie w tego rodzaju transakcje jest bardzo wątpliwe. Liczba kontrolerów musiałaby być niewiele mniejsza od liczby uczestników rynku. Dlatego też przyjęto dla potrzeb kontroli pewien podział rynków. Im rynek bardziej znaczący dla obrotu gospodarczego w ogóle, tym szerszy zakres i zbiór instrumentów kontrolnych.

Obecnie regulacje Wspólnoty Europejskiej wyłączają spod bezpośredniej kontroli organów nadzorujących rynek kapitałowy bardzo małe rynki. Gdy uczestników jest ich niewielu, możliwość samokontroli, a więc wzajemnego „patrzenia na ręce”, jest stosunkowo duża i na ogół zadowalająca. Dotyczy to nie tylko rynków, gdzie obrót dokonuje się między niewielką liczbą uczestników, o małym potencjale finansowym. Uznano również, że przy bardzo wielkich transakcjach partnerzy dysponują dostatecznymi możliwościami, by uzyskać niezbędne informacje i chronić się przed ewentualnymi nadużyciami. Kontrola sprawowana być powinna przede wszystkim na rzecz drobnych akcjonariuszy.

W Polsce i innych krajach UE wprowadzanie papierów wartościowych na rynek odbywa się w trybie tzw. oferty prywatnej lub publicznej. W pierwszym przypadku regulacje mają charakter bardzo ogólny, ponieważ zamykają się w przepisach kodeksu handlowego. Dotyczy to jednak małych emisji, adresowanych do mniej niż 100 uczestników. Oferta publiczna i obrót dopuszczonych tym trybem papierów podlega znacznie ściślejszym rygorom. Przede wszystkim podlegają one kontroli (z pewnymi jednak wyjątkami) specjalnych instytucji nadzorujących rynek papierów wartościowych (w Polsce jest to oddzielny pion Komisji Nadzoru Finansowego). Takie papiery muszą w głównej mierze spełniać ostre wymagania

informacyjne, do których należy przede wszystkim obowiązek sporządzenia i opublikowania prospektu emisyjnego.

Prospekt emisyjny jest w praktyce dość grubą książką. Stanowi ona zdecydowanie najbardziej kosztowny i pracochłonny element całego procesu wprowadzania papierów wartościowych na rynek. Dla małych firm jest to na tyle duży koszt, że stawia to pod znakiem zapytania ekonomiczny sens całej emisji. Aby więc nie stanowił on przeszkody we wprowadzeniu spółki na rynek publiczny, regulacje europejskie przewidują możliwość rezygnacji z prospektu. Uwzględniając także potrzeby i możliwości dużych inwestorów, emitentów zwolniono z tych obowiązków w sytuacjach, gdy:

- wartość pojedynczego papieru wynosi 50 000 euro lub powyżej,
- całość emisji kierowana jest do inwestorów kwalifikowanych¹,
- obecna i dotychczasowe, roczne emisje nie przekraczały 100 000 euro oraz w przypadku:
 - bankowych papierów dłużnych, gdy emisja wynosi poniżej 50 000 000 euro,
 - emisji dłużnych papierów samorządów,
 - gdy łączna wartość emisji nie przekroczyła 2 500 000 euro łącznie,
 - gdy obecna emisja nie jest większa niż 10% całości poprzednich emisji.

W trzech pierwszych przypadkach emitenci mają dowolność co do sporządzania dokumentu informacyjnego (ale w jakiś sposób muszą przekazać inwestorom wiedzę o emitencie i emisji). W pozostałych przypadkach inwestorzy otrzymują od emitenta nieco mniej obszerny dokument zwany memorandum informacyjnym. Ważna jest jednak nie tyle jego wielkość i pracochłonność, co zastosowanie w takich sytuacjach zupełnie innej procedury. Otóż o ile w standardowym postępowaniu (z prospektem emisyjnym) każda emisja wymaga zgody organu nadzorczego, o tyle w tym przypadku wystarczy przesłać stosowne dokumenty i – jeśli organ ten nie wyrazi sprzeciwu – można przystąpić do rozprowadzania papierów wartościowych.

Instytucje kontrolujące rynek kapitałowy z zasady nie są ponad rządem, tym bardziej ponad konstytucyjnie samodzielnym bankiem centralnym. Emisje i obrót papierami tych instytucji, mimo że część z nich spełnia warunki papierów rynku kapitałowego, regulowane są też innymi ustawami i nie podlegają kontroli KNF.

Najważniejsze zadania, które realizuje ustawodawstwo rynku kapitałowego, to zapewnienie:

- wypełnienia niezbędnych obowiązków prawnych przez emitenta i organizatora emisji, dzięki którym transakcje papierami wartościowymi uzyskują moc prawną,
- tzw. przejrzystości emitenta, tj. dostarczania wiarygodnych informacji o jego działalności i wynikach.

¹ To znaczy, gdy inwestorem jest: bank, bank inwestycyjny, dom maklerski, fundusz inwestycyjny, ubezpieczyciel, władze lokalne lub regionalne, duże przedsiębiorstwo (spełniające przynajmniej dwa z trzech kryteriów: powyżej 250 zatrudnionych osób, aktywa powyżej 43 000 000 euro, przychody ze sprzedaży powyżej 50 000 000 euro), osoba fizyczna (przepracowała co najmniej rok na stanowisku wymagającym wiedzy o rynku lub posiada portfel przekraczający 500 000 euro lub dokonała w ciągu ostatniego roku przynajmniej 10 transakcji powyżej 50 000 euro).

Zadania te są wykonywane przez nadzorujące rynek papierów wartościowych organy, przede wszystkim Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Są one również stawiane przed organizatorami rynku (tj. giełdami czy innymi platformami obrotu), zwykle w postaci zwiększonych wymagań. Odbywa się to przez stosowanie odpowiedniej procedury dopuszczeń oraz kontrolowanie zgodności z prawem transakcji dokonywanych na rynku. W szczególności chodzi tu o eliminację transakcji zakazanych, omawianych w rozdziale 3.

Dopuszczenia dokonuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, analizując przede wszystkim dokumenty:

- określające legalność działania emitenta (statut spółki, wyciąg z rejestru spółek itp.),
- stwierdzające podjęcie uchwały przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (WZA) o emisji papierów wartościowych, wyznaczające jej rozmiary, czas przeprowadzenia, szacunkową wartość,
- prospekt emisyjny (z dokumentami uzupełniającymi),
- wskazujące rozprowadzającego emisję.

Najwięcej pracy i kosztów wiąże się z opracowaniem i przedstawieniem do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego. Przepisy prawne szczegółowo określają jego zawartość. Na pierwszym miejscu wymienia się tu informacje o czynnikach ryzyka związanych z inwestycją w dane papiery. Prospekt ten musi zawierać także dokładane dane o emitencie (co robi, jaki jest skład organów spółki), o jego działalności, perspektywach, planach, sytuacji finansowej (podstawowe pozycje z bilansu spółki i rachunku przychodów i rozchodów), a także o dotychczasowych emisjach papierów wartościowych spółki. Prospekt jest publikacją obszerną, która musi być powszechnie dostępna. Aby dostęp do niej nie wymagał większych wysiłków, jej skrócona wersja (prospekt skrócony) powinna ukazać się w co najmniej jednej gazecie o zasięgu ogólnokrajowym.

Decyzja o dopuszczeniu papierów wartościowych do obrotu pozwala rozpocząć proces ich rozprowadzania. Zwykle spółki nie mają możliwości uczynienia tego samodzielnie. Wymaga się, by rozprowadzaniem (jak też obrotem) zajmowały się domy maklerskie. Samemu można to uczynić jedynie, gdy spółka ma własny dom maklerski – a i tak czasem warto sięgnąć do innych tego rodzaju instytucji.

Określona w prospekcie emisja musi zostać objęta w całości. Akcje nie mogą pozostać u emitenta. Jeśli więc nie uda się doprowadzić do ich objęcia, cała emisja powinna być anulowana. Niestety, poniesionych już sporych kosztów (m.in. firm prawniczych asystujących w tym procesie) anulować się nie da. Powstają więc straty, nie tylko finansowe. Niepowodzenie emisji zwykle narusza renomę spółki.

Aby mieć pewność, że papiery wartościowe znajdą się w rękach inwestorów, rozprowadzający występują często w roli tzw. gwaranta emisji (ang. *underwriter*). W zawartej z emitentem umowie zobowiązują się oni do zapewnienia sprzedaży w wyznaczonym czasie określonej liczby papierów wartościowych. W praktyce oznacza to, że jeżeli nie znajdą odpowiednich nabywców, sami muszą dokonać ich zakupu.

Bez względu na zakres kontroli sprawowanej nad rynkiem, nawet przy przestrzeganiu wszelkich zasad uczciwego obrotu, kupujący papier wartościowy

nie może mieć pewności, że uzyska realny zysk. Każda transakcja finansowa jest obarczona ryzykiem. Istotna jest tu jednak intencja. Od papieru wartościowego nie oczekujemy niczego więcej niż zysku, podczas gdy, na przykład, kupując radio, mamy nadzieję nacieszyć się jego pięknym brzmieniem, a nowy garnitur powinien wzbudzić podziw naszą elegancją. Tych dodatkowych przyjemności papiery wartościowe nam nie dadzą. Możemy jednak dzięki nim stać się bogatsi.

Rynku finansowego nie można jednak traktować jako prostej gry o pieniądze, jak to dzieje się na przykład w przypadku gier liczbowych. Jest to podstawowy element gospodarki zarówno ze względu na ogromną rolę w zasilaniu przedsiębiorstw w środki, ich wyceny w całości, jak i poszczególnych składników aktywów. W pierwszym przypadku rynek finansowy, pochłaniając kolejne, nowe emisje akcji i obligacji oraz innych papierów wartościowych, kieruje środki inwestorów na nowe przedsięwzięcia sfery rzeczowej. O skali przyciągania tych środków decyduje renoma firmy oraz atrakcyjność jej programu rozwoju. W tej sferze rynek kapitałowy konkuruje oczywiście z systemem kredytowym i jest to niewątpliwie bardzo pozytywne zjawisko. System kredytowy bowiem, odmiennie niż rynek akcji i obligacji, kształtuje się tylko częściowo pod wpływem elementów obiektywnych. Znaczny wpływ mają nań subiektywne racje polityczne lub poglądy najbardziej wpływowej grupy ekspertów. Niestety, nie jest to konkurencja pełna, ponieważ warunki kredytowania i przyjmowania depozytów silnie oddziałują na obroty i kursy papierów wartościowych. Wobec tego można tu mówić co najwyżej o sprzężeniu korekcyjnym.

Na rynku tym można (o to zresztą chodzi) zarabiać na spekulacjach, czyli wykorzystywać powstające okresowo różnice cen. Nie można ich jednak bezpośrednio tworzyć. Na rynku finansowym nie tępi się spekulacji, ale stara się, by jej rozmiary kontrolowane były przez rynek, a ściślej – przez konkurencję. Jak pisze Sylos Labini, chodzi o stworzenie sytuacji, gdy: „zachowanie każdego człowieka interesu znajduje się pod wpływem troski o reakcję rywali”². Konkurencja sprawia więc, że „niewidzialna ręka rynku” sprowadza zakres spekulacji do rozmiarów obiektywnie użytecznych dla gospodarki.

Dobrze działający rynek finansowy może istnieć dzięki całej infrastrukturze instytucji i aktów regulacyjnych. Ich zadaniem jest podtrzymywanie jego naturalnych właściwości, takich jak:

a) efektywność – powodzenie emisji, a więc siła zasilania konkretnej spółki zależy od oceny stopy zwrotu na jej walorach, tym same środki kierowane są tam, gdzie uzyskają najwyższą efektywność,

b) elastyczność – poprzez rynek kapitałowy można w zasadzie natychmiast zmienić jeden rodzaj aktywów na drugi, co pozwala łatwo dostosować się do nadarzających się okazji,

c) ciągłość funkcjonowania – rynek i jego główne instytucje funkcjonują w sposób ciągły, a zasoby środków z punktu widzenia pojedynczych spółek są prawie nieograniczone. Stąd możliwe jest zasilanie użytecznych przedsięwzięć bez

² S. Labini, *Oligopoly and Technical Progress*, Cambridge 1969, s. 53.