

Bieżące zmiany uwarunkowań regulacyjnych na polskim rynku kapitałowym w kontekście obserwowanego obniżenia zaufania ze strony inwestorów oraz regulacyjnych mechanizmów ich ochrony

Current changes in regulatory conditions
on the Polish capital market in the context
of the observed decrease in investor confidence
and regulatory mechanisms of investor's protection

mgr Michał Dominik Karwasiński

E-mail: m.karwasinski@gmail.com

Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie zmian wybranych mechanizmów składających się na system ochrony inwestorów uczestniczących w polskim rynku kapitałowym za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, których efektywne stosowanie i egzekwowanie przez organ nadzoru ma w ujęciu teoretycznym zapewnić optymalny poziom regulacji rynku kapitałowego. Mechanizmy reglamentacyjne co do zasady ograniczają skalę i możliwości wzrostu rynku kapitałowego, ale jednocześnie zapewniają teoretyczne mechanizmy ochronne pozwalające na uzyskanie, kluczowego z punktu widzenia skłonności do inwestowania własnych środków pieniężnych, zaufania inwestorów. W ostatnich miesiącach istotne zmiany w architekturze regulacji rynku kapitałowego miały miejsce w związku z implementacją tzw. pakietu MiFID II. Tematyka niniejszego artykułu wydaje się być szczególnie aktualna w kontekście bieżących wydarzeń na rynku kapitałowym, związanych z tzw. aferą Getback S.A., która, także w ocenie nadzoru finansowego¹, istotnie podważyła zaufanie do całego rynku finansowego. Powyższe wydaje się szczególnie istotne w kontekście oczekiwań co do rosnącego stopnia zaangażowania inwestorów detalicznych w instrumenty finansowe, stanowiącego warunek rozwoju rynku kapitałowego oraz pozytywnie skorelowanej z rozwojem tego rynku, pogłębiającej się asymetrii informacji pomiędzy jego uczestnikami.

Słowa kluczowe: regulacja, MiFID II, ochrona inwestora, firma inwestycyjna, nadzór finansowy.

Summary

The purpose of this article is to present changes of selected mechanisms constituting the protection system of investors participating in the Polish capital market through an investment firm, which effective application and enforcement by the supervisory body in theoretical terms ensure the optimal level of capital market regulation. As a rule, regulatory mechanisms limit the scale and growth opportunities on the capital market, but at the same time provide theoretical protective mechanisms that allow to obtain investor confidence in terms of willingness of investing investor's own funds. In recent months, significant changes in the architecture of capital market regulations have taken place in connection with the implementation of the so-called MiFID II package. The subject of this article seems to be particularly timely in the context of current events on the capital market, related to the so-called the affair of Getback SA, which, also in the assessment of financial supervision, significantly undermined confidence of the investors in the entire financial market. The above seems particularly important in the context of expectations of the growing involvement of retail investors in financial instruments, which is a base of the development of the capital market, and positively correlated with the development of this market, asymmetry of information among its participants.

Key words: regulation, MiFID II, investor's protection, brokerage firm, financial supervision.

1. Wprowadzenie

Szeroko rozumiany rynek finansowy stanowi wyodrębnioną część przestrzeni, w której mechanizmami popytu i podaży objęty jest szczególnego rodzaju towar — pieniądz oraz środki transferu wartości materialnych bezpośrednio związanych z pieniądzem. Częścią rynku finansowego jest rynek kapitałowy, obejmujący przestrzeń transferu środków pieniężnych z wykorzystaniem szczególnych konstrukcji czynności prawnych — instrumentów finansowych (Nieborak, 2008) — który postrzegać można jako miejsce aktywności ekonomicznej podmiotów posiadających kapitał (inwestorów) oraz podmiotów realizujących przedsięwzięcia gospodarcze, pozyskujących na tym rynku finansowanie tych przedsięwzięć, a także podmiotów pośredniczących w usługach finansowych. Nieodłącznym elementem finansowania przedsięwzięć na rynku kapitałowym jest ryzyko ponoszone przez inwestorów, które w ujęciu teoretycznym ograniczane jest przez mechanizm administracyjnej reglamentacji oraz regulacji rynku kapitałowego. W niniejszym artykule przedstawione zostaną wybrane uwarunkowania funkcjonowania rynku kapitałowego w kontekście zmian legislacyjnych oraz szeregu negatywnych wydarzeń, które miały miejsce w 2018 r. na polskim rynku kapitałowym.

2. Regulacja jako mechanizm zapewnienia ochrony inwestora na rynku kapitałowym — zarys modelu teoretycznego

Doktryna prawnicza wskazuje na dwa aspekty determinujące możliwość wyodrębnienia rynku finansowego, w tym kapitałowego, mianowicie wymiar podmiotowy (uczestników rynku) oraz wymiar przedmiotowy (instrumenty finansowe oraz działalność pośrednictwa wyspecjalizowanych w tym celu instytucji; Zapadka, 2002). Pomijając szczegółową analizę bardziej pogłębionych teoretyczno-prawnych rozważań obejmujących istotę rynku kapitałowego (Wajda, 2011), wskazać należy, że jednym z zasadniczych elementów pozwalających na jego poprawne funkcjonowanie, rozumiane jako możliwość sprawnego pozyskiwania przez podmioty gospodarcze finansowania planów inwestycyjnych, jest zaufanie podmiotów posiadających i powierzających kapitał (inwestorów), którzy, zwłaszcza w przypadku krajów, których systemy oparte są na rynkach papierów wartościowych (Kozłowski, 2006), nierzadko stanowią najsłabszą stronę relacji nawiązywanych na rynku kapitałowym. Tym samym poziom ochrony zapewniany inwestorom detalicznym co do zasady jest pozytywnie skorelowany ze skłonnością takich inwestorów do inwestowania środków pieniężnych na rynku kapitałowym. Mając powyższe na uwadze, z punktu widzenia możliwości funkcjonowania fundamentalnych mechanizmów rynku kapitałowego, z natury rzeczy rynek ten podlega reglamentacji i regulacji usankcjonowanej w systemie prawa, zapewniającej mechanizmy ochronne dla inwestora na rynku kapitałowym.

W tym miejscu zasygnalizować także należy podejście do kwestii regulacji rynku finansowego z punktu widzenia ekonomicznej analizy prawa. Regulacje prawne reglamentujące działalność gospodarczą oceniać bowiem należy na zasadzie uwzględnienia zarówno kosztów, ponoszonych przez uczestników rynku kapitałowego — ale i zysków. Podkreślenia wymaga fakt, że szeroko rozumiana reglamentacja działalności firm inwestycyjnych z jednej strony stanowi zarówno barierę wejścia na rynek podmiotów dążących do prowadzenia na tym rynku działalności, jak również stanowi obciążenie kosztowe i organizacyjne dla podmiotów, które barierę tą przekroczą, natomiast jednocześnie stanowi często warunek konieczny dla jego funkcjonowania nie tylko z uwagi na makroostrożnościowe podejście organów ustawodawczych, regulacyjnych i nadzorczych, ale także z uwagi na skłonność do podejmowania przez inwestorów ryzyka, powierzających własne aktywa firmą inwestycyjnym lub inwestujących aktywa za ich pośrednictwem. Wskazać przy tym należy, że obciążenie ryzykiem inwestorów, nie stanowi wyłącznie rezultatu świadczenia przez te podmioty usług inwestycyjnych z wykorzystaniem powierzonych aktywów, ale wynika także, a w polskich realiach wydaje się że wręcz głównie, ze zdarzeń operacyjnych dotyczących tych podmiotów i sposobu świadczenia usług maklerskich, które w szczególny sposób materializuje się w sektorze rynku finansowego wskutek silniejszej niż w innych sektorach współzależnościach pomiędzy uczestnikami tego rynku oraz wrażliwości na zdarzenia w globalnym systemie finansowym. Wstępne ustalenia organów administracji publicznej wydają się wskazywać, że istota społecznej szkodliwości tzw. afery GetBack S.A. ma swoje źródło nie tyle w niewypłacalności emitenta, które to zdarzenie jest zjawiskiem immanentnie wpisanym w ryzyko podejmowane przez inwestorów na rynku kapitałowym² — w szczególności w zakresie nabywania dłużnych instrumentów finansowych, ale w nieprawidłowościach w zakresie prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne pośredniczące w oferowaniu obligacji GetBack S.A., a także niewystarczającym poziomie reglamentacji procesu inwestycyjnego realizowanego przez klientów detalicznych.

Poniżej przedstawiona zostanie pobieżna analiza wybranych mechanizmów regulacyjnych funkcjonujących w ramach polskiego rynku kapitałowego, mających na celu ochronę inwestorów, przy czym mając na uwadze najczęściej spotykany w Polsce schemat aktywności inwestorów na rynku finansowym, tj. z wykorzystaniem wyspecjalizowanych instytucji pośredniczących pomiędzy inwestorami a podmiotami pozyskującymi kapitał (określanych także mianem podmiotów nadwyżkowych i deficytowych; Wojtczak, 2012), analiza przeprowadzona zostanie z punktu widzenia inwestora będącego klientem firmy inwestycyjnej w Polsce.

Mając na uwadze powyższe, na potrzeby niniejszego artykułu wyróżnić można następujące podstawowe instytucje o charakterze regulacyjnym, zapewniające mechanizmy ochronne dla klienta firmy inwestycyjnej występującego w roli inwestora:

1. Proces licencjonowania i nadzoru nad firmami inwestycyjnymi przez Komisję Nadzoru Finansowego, stanowiący odpowiednio wstępny mechanizm i następczy mechanizm weryfikacji posiadania przez podmiot wnoszący o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej rozwiązań technicznych i organizacyjnych mających w ujęciu teoretycznym na celu m.in. ochronę interesów klientów firmy inwestycyjnej.

2. Wymogi dotyczące sposobu prowadzenia przez firmy inwestycyjne działalności o charakterze *compliance* — w szczególności wynikające z tzw. pakietu MiFID II³ oraz ostatnich zmian w przepisach prawa nie mających bezpośredniej podstawy w przepisach unijnych, adresujących obserwowane przez organy nadzoru patologie na krajowym rynku kapitałowym.

Pozostałe mechanizmy, do których można zaliczyć wymogi ostrożnościowe zapewniające stabilność finansową firmy inwestycyjnej, w tym w szczególności wymogi dotyczące adekwatności kapitałowej oraz zarządzania ryzykiem czy systemowe rozwiązania ochrony środków klientów firmy inwestycyjnej w przypadku upadłości firmy inwestycyjnej lub postępowań egzekucyjnych kierowanych do firmy inwestycyjnej oraz system rekompensat, z uwagi na zakres niniejszego artykułu nie będą przedmiotem dalszej analizy.

3. Działalność oraz możliwe uwarunkowania procesu pozyskiwania kapitału dłużnego przez GetBack S.A.

GetBack S.A. powstała w 2012 r. i prowadziła działalność polegającą na nabywaniu pakietów wierzytelności i dochodzeniu ich zapłaty, także z wykorzystaniem konstrukcji funduszy sekurytyzacyjnych, finansując prowadzoną działalność w znacznej mierze poprzez emisje obligacji, których część została nabyta przez inwestorów detalicznych w okresie od 2016 r. do marca 2018 r. W kwietniu 2018 r. GetBack S.A. zaprzestała obsługi zobowiązań wynikających z wyemitowanych obligacji⁴, a do organów administracji publicznej — w tym Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego⁵ oraz Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów⁶, zaczęły napływać skargi inwestorów, którzy objęli obligacje GetBack S.A., wskazujące, że podmioty pośredniczące w przyjmowaniu zapisów na przedmiotowe obligacje wprowadzały inwestorów w błąd m.in. co do wysokiego poziomu bezpieczeństwa inwestycji, porównywalnego z lokatami bankowymi, oraz dopasowania oferowanych instrumentów finansowych do profilu inwestorów. Inwestorzy swoje zastrzeżenia do działalności podmiotów pośredniczących w proponowaniu nabycia obligacji GetBack S.A. przedstawiali także Rzecznikowi Finansowemu⁷. Do dnia oddania niniejszego artykułu do druku, Komisja Nadzoru Finansowego wydała, w związku ze stwierdzonymi nieprawidłowościami w procesie oferowania obligacji GetBack S.A. decyzję o cofnięciu zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej przez Polski Dom Maklerski S.A.⁸, a także wpisała na listę ostrzeżeń publicznych IDEA Bank S.A.⁹, w związku ze złożeniem zawiado-

mienia do prokuratury o możliwości popełnienia przestępstwa polegającego na prowadzeniu działalności maklerskiej w zakresie m.in. oferowania obligacji GetBack S.A. bez wymaganego zezwolenia.

4. Inwestor a klient firmy inwestycyjnej — zakresy objęcia mechanizmami ochronnymi niektórych kategorii uczestników rynku kapitałowego

Podjmując analizę systemu ochrony klienta firmy inwestycyjnej występującego w roli inwestora na rynku kapitałowym, na wstępie wskazać należy, że instytucja inwestora nie jest jednolita — poszczególne mechanizmy ochrony klienta firmy inwestycyjnej kwalifikują według odmiennych zasad sposób ustalenia zakresu podmiotów, którym taką ochronę zapewniają. W zakresie polskiego prawa rynku kapitałowego kategoria inwestora nie jest wprost zdefiniowana, niemniej w przepisach prawa stosowane jest pojęcie inwestora w odniesieniu do podmiotów, które zawierają transakcje na rynku regulowanym lub są adresatami rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców¹⁰. Doktryna w różnorodny sposób określa inwestora, utożsamiając go przykładowo z posiadaczem środków pieniężnych, który decyduje się na ich ulokowanie w papierach wartościowych w celu osiągnięcia korzyści przewyższających inne formy lokat (Zacharzewski, 2012), a niekiedy przyjmując za podstawę jego wyodrębnienia czynniki często odległe od powszechnego rozumienia inwestora, jak chociażby sposób wykorzystania i przetwarzania przez szeroki zakres podmiotów prawa posiadanych informacji, kształtujący kategorię tzw. inwestorów informacyjnych (*information traders*), w zakres której wchodzi podmioty podejmujące działania na rynku kapitałowym w oparciu o dokładnie przeanalizowane informacje płynące z tego rynku. Nie odnosząc się szczegółowo do istniejących teorii z zakresu *law & economics* identyfikujących inwestora w oparciu o przesłanki pozaprawne, wskazać należy, że powszechnie rozumiany inwestor na rynku kapitałowym będący klientem firmy inwestycyjnej to podmiot, który przeprowadza w oparciu o znajdujące się w jego dyspozycji aktywa (w szczególności środki pieniężne i instrumenty finansowe) transakcje za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, mające na celu obciążenie tych aktywów ryzykiem w celu uzyskania premii za ryzyko lub przychodów o innym charakterze. Brak jest bowiem uzasadnienia dla ograniczania powszechnego rozumienia pojęcia inwestora wyłącznie do finalnego nabywcy walorów giełdowych (Zacharzewski, 2012), gdyż takie jego ujęcie pozbawiało by tego miana podmioty dokonujące chociażby transakcji na rynku niepublicznym, czy za pośrednictwem instytucji zbiorowego inwestowania, w szczególności uczestników funduszy inwestycyjnych, a w odniesieniu właśnie do instrumentów rynku niepublicznego, z uwagi na asymetrię informacji posiadanych przez emitenta i inwestora, ochrona inwestora nabiera szczególnego znaczenia. Już w tym miejscu podkreślenia

wymaga okoliczność, że tak rozumiana kategoria inwestora nie jest tożsama z klientem firmy inwestycyjnej, którego jurydyczna definicja ma znaczenie w kontekście kwalifikacji takiego podmiotu do objęcia niektórymi mechanizmami ochrony inwestora. Zgodnie z polskimi regulacjami prawnymi¹¹, na potrzeby regulacji adekwatności kapitałowej oraz wymogów wynikających z tzw. pakietu MIFID II jako klient firmy inwestycyjnej traktowany jest podmiot, na którego rzecz jest lub ma być świadczona jedna z usług maklerskich, lub też podmiot, który zawarł z firmą inwestycyjną umowę o świadczenie usług maklerskich lub prowadzenie rachunku zbiorczego¹².

Analizując zakres przedstawionych powyżej pojęć inwestora i klienta firmy inwestycyjnej wskazać należy, że zachodzi pomiędzy nimi stosunek krzyżowania się w ten sposób, że nie każdy klient firmy inwestycyjnej będzie inwestorem (dla przykładu wskazać należy podmiot, będący klientem firmy inwestycyjnej, na którego rzecz firma inwestycyjna świadczy usługę doradztwa inwestycyjnego¹³, a który nie dokonuje za pośrednictwem tej firmy żadnych transakcji), a dopiero od niedawnej nowelizacji¹⁴ ustawy o obrocie instrumentami finansowymi każdy inwestor przeprowadzający za pośrednictwem firmy inwestycyjnej transakcje z wykorzystaniem własnych aktywów, np. w ramach złożenia zapisu na instrumenty finansowe, w których oferowaniu nabycia pośredniczy firma inwestycyjna, jest klientem firmy inwestycyjnej w zakresie usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, o czym szerzej w kolejnej części niniejszego artykułu. W odniesieniu natomiast do systemu rekompensat, zakres jurydycznej definicji inwestora jest odmienny, gdyż inwestor określony jest jako każdy podmiot, na rzecz którego dom maklerski świadczy jedną z bezwzględnych usług maklerskich lub usługi w ramach przechowywania lub rejestrowania instrumentów finansowych, w tym prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych, oraz prowadzenia rachunków pieniężnych, z wyłączeniem enumeratywnie określonych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi podmiotów¹⁵. Tym samym zakres pojęcia inwestora na potrzeby ustalenia kręgu beneficjentów systemu rekompensat jest znacznie węższy niż kategoria klienta firmy inwestycyjnej, a to z uwagi na trzy rodzaje ograniczeń — po pierwsze beneficjentem systemu rekompensat jest kontrahent domu maklerskiego, a nie firmy inwestycyjnej, po drugie stosunek kontraktowy dotyczy jedynie niektórych, a nie wszystkich usług maklerskich, a wreszcie zakres ten ogranicza enumeratywne wyliczenie podmiotów, które pomimo spełniania dwóch powyższych warunków, nie są objęte systemem rekompensat.

Powyższe ograniczenia wynikają z realizacji dyspozytywnej części prawa unijnego, dopuszczającego szeroki katalog wyłączeń¹⁶. Pod względem celowościowym, wyłączenia te obejmują m.in. podmioty, które przede wszystkim są z racji prowadzonej przez siebie działalności związane z rynkiem kapitałowym i można domniemywać, iż potrafią we własnym zakresie dokonywać wszechstronnej analizy sytuacji na rynku finansowym, a także podmioty wyłączone ze względu na pełnioną funkcję i z tej racji pozostające w bez-

pośrednich relacjach z podmiotami objętymi systemem rekompensat, mające dostęp do informacji poufnych, wielokrotnie mając wpływ na kondycję finansową domu maklerskiego — insiderzy pierwotni, oraz osoby powiązane rodzinie z insiderami pierwotnymi (Wierzbowski, Sobolewski, Wajda, 2012). Mając na uwadze powyższe, podnieść należy, że przedmiotowe wyłączenia mają na celu zapobieżenie nadużyciom wynikającym z potencjalnej możliwości działania przez podmioty profesjonalne lub powiązane, które mogło by mieć na celu skorzystanie z systemu rekompensat jako źródła planowego przychodu, nie zaś zabezpieczenia interesów inwestorów na wypadek wystąpienia zdarzeń nieprzewidzianych. Jednocześnie w doktrynie podnosi się, że zakresem podmiotów objętych ochroną w postaci objęcia systemem rekompensat jest kategoria inwestorów określana mianem „inwestorów indywidualnych” (Zacharzewski, 2012), stanowiących podmioty najbardziej narażone na straty związane z uczestnictwem w obrocie instrumentami finansowymi z uwagi na fakt, iż stanowią oni kategorię inwestorów o najniższym stopniu wiedzy i doświadczenia w zakresie ryzyka związanego z takim uczestnictwem. Tym samym, w kontekście ochrony inwestora będącego klientem domu maklerskiego w polskiej przestrzeni regulacyjnej, nieprecyzyjnie wydaje się wskazywać część doktryny (Grzegorzczak, Szaraniec, 2009) odwołując się do prawa UE, iż na potrzeby systemu rekompensat inwestorem jest każda osoba, która powierzyła środki finansowe lub instrumenty przedsiębiorstwu inwestycyjnemu.

W kontekście analizy statusu inwestora, wskazać należy, że zakres ten krzyżuje się z pojęciem konsumenta, przy czym w przypadku klientów detalicznych co do zasady inwestor posiadał będzie taki właśnie status. Zakres niniejszego artykułu nie obejmuje analizy mechanizmów ochrony inwestora wynikających ze statusu konsumenta — wzmiankować zatem jedynie należy regulacje prawa konsumenckiego określające sytuację konsumenta przy zawieraniu na odległość umów dotyczących usług finansowych, wraz z istotnymi wyłączeniami stosowania ochrony konsumenta w zakresie niektórych umów mających za przedmiot instrumenty finansowe¹⁷.

Podsumowując, pojęcie inwestora ma szeroki zakres i jego precyzyjne jurydyczne ujęcie ma charakter względny, możliwość zaś korzystania przez inwestora z regulacyjnych mechanizmów ochronnych uzależniona jest od rodzaju i sposobu zaangażowania przez inwestora środków pieniężnych na rynku kapitałowym, a także od indywidualnych cech danego inwestora w ujęciu organizacyjnym oraz relacji z innymi uczestnikami rynku kapitałowego.

5. Wybrane zagrożenia inwestora na rynku kapitałowym

Analizując system ochrony inwestora na rynku kapitałowym, jako jedna z podstawowych do rozstrzygnięcia kwestii pojawia się konieczność ustalenia przedmiotu ochrony — a co z tym związane — zagrożeń, którymi ten przed-

miot ochrony miałby być dotknięty. Wychodząc od zagrożeń potencjalnie dotyczących inwestora na rynku kapitałowym — przyjmuje się, że chodzi oczywiście o sferę jego praw majątkowych — a zatem do powszechnie uznawanych zagrożeń zaliczyć można następujące zasadnicze okoliczności:

1. Materializację ryzyka utraty środków powierzonych przez inwestora firmie inwestycyjnej środków z przyczyn leżących po stronie firmy inwestycyjnej, w szczególności jej stabilności finansowej oraz zdolności do bieżącego wypełniania zobowiązań.

2. Potencjalne straty wynikające z niewłaściwego zarządzania przez firmę inwestycyjną powierzonymi przez inwestora aktywami, w ramach usługi zarządzania aktywami¹⁸.

3. Ryzyko braku adekwatności świadczonych na rzecz inwestora przez firmę inwestycyjną usług, lub świadczenie przez firmę inwestycyjną usług maklerskich w sposób nieprawidłowy. Powyższe może się przejawiać m.in. w formie proponowania nabycia instrumentów finansowych nieodpowiednich dla danego inwestora, albo co najmniej poprzez pozostawienie swobodzie inwestora podejmowania działań za pośrednictwem firmy inwestycyjnej przekraczającej kompetencje inwestora w zakresie oceny ryzyka podejmowanej decyzji inwestycyjnej bez jednoczesnego przedsięwzięcia przez firmę inwestycyjną działań mających na celu przedstawienie inwestorowi informacji w tym zakresie.

Dodatkowo w doktrynie podnosi się inne zagrożenia, w tym niebezpieczeństwo związane z narzucaniem inwestorowi przez inne podmioty uciążliwych warunków umownych, możliwość monopolizacji rynku, naruszenie stabilności rynku, jak również zagrożenie asymetrią informacji pomiędzy emitentem instrumentów finansowych, w szczególności dopuszczonych do publicznego obrotu, a inwestorem, które to okoliczności, z racji pominięcia w niniejszym artykule konsumenckiego wymiaru ochrony inwestora oraz ujęcia systemu ochrony z punktu widzenia inwestora w relacji z firmą inwestycyjną, podlegają w tym miejscu jedynie wzmiankowaniu (Dyl, 2012; Chłopecki, Dyl, 2012; Nieborak, Sójka, 2011).

6. System nadzoru nad firmami inwestycyjnymi sprawowany przez Komisję Nadzoru Finansowego jako mechanizm ochrony inwestora na rynku kapitałowym

Jako pierwszy z mechanizmów ochrony inwestora — klienta domu maklerskiego — o charakterze prewencyjnym wskazać należy nadzór sprawowany przez Komisję Nadzoru Finansowego nad podmiotami rynku kapitałowego, prowadzącymi działalność w zakresie wykonywania czynności maklerskich. W odniesieniu do kwestii nadzoru administracyjnego nad rynkiem finansowym, wskazać należy, że jego założeniem jest działanie państwa przy wykorzystaniu, jako instrumentarium podmiotowego, organów administracji publicznej, mające na celu ochronę i zabezpieczenie interesu publicznoprawnego (Dyl, 2012). Odnosząc powyższe na

grunt polskiego rynku kapitałowego jako części rynku finansowego, wskazać należy, że ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym¹⁹ jednoznacznie wskazuje, że celem administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym, sprawowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego, jest m.in. zapewnienie ochrony inwestorów i innych uczestników tego rynku. W zakresie mechanizmów nadzoru administracyjnego, wskazuje się ich dystynkcję pomiędzy mechanizmy nadzoru uprzedniego i następczego (Dyl, 2012), przy czym mechanizmy o charakterze uprzednim obejmują w szczególności proces licencjonowania, w ramach którego weryfikowana jest szczegółowo okoliczność wypełniania przez podmiot ubiegający się o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej wymogów prawa — w tym wymogów o charakterze kapitałowym, natomiast mechanizmy o charakterze następczym dotyczą w szczególności uprawnień organu nadzoru względem podmiotu licencjonowanego w przypadku naruszenia przez ten podmiot norm ostrożnościowych, w tym przede wszystkim nakładania sankcji administracyjnych (Wajda, 2014).

Niejako pomiędzy wskazanymi powyżej dwiema grupami mechanizmów nadzorczych ulokować należy uprawnienie organu nadzoru do monitorowania sytuacji finansowej oraz regulacyjnej firm inwestycyjnych, z którym to uprawnieniem skorelowany jest szereg obowiązków sprawozdawczych firma inwestycyjnych, obejmująca swoim zakresem weryfikację wskaźników domu maklerskiego pod m.in. kątem możliwej upadłości lub zagrożenia dla ciągłości działania firmy inwestycyjnej i bezpieczeństwa środków pieniężnych i instrumentów finansowych (Chłopecki, Nowocień-Dycha, Zapała, 2003). Wszystkie wskazane powyżej grupy uprawnień organu nadzoru, a na gruncie polskiego rynku kapitałowego — Komisji Nadzoru Finansowego, z punktu widzenia ochrony inwestora mają charakter prewencyjny i obejmują normatywne akty administracyjne, oraz środki nadzoru bieżącego o charakterze *ad personam* (w stosunku do organu podmiotu nadzorowanego) oraz *ad rem* (w stosunku do przejawów działania tego organu albo działania podmiotu jako całości; Nieborak, Sójka, 2011). Nie rozwijając szczegółowo problematyki konkretnych środków nadzorczych, uprawnienia dotyczące w szczególności prewencyjnego ograniczenia zakresu prowadzonej działalności, ograniczenia ryzyka związanego z prowadzoną działalnością, czy wreszcie pozbawienie możliwości wykonywania działalności maklerskiej mają na celu zapobieżenie narażeniu środków powierzonych przez inwestora firmie inwestycyjnej na zagrożenia związane z niestabilną sytuacją finansową lub operacyjną takiego pośrednika usług finansowych.

Wskazać przy tym należy, że skuteczność powyższych mechanizmów determinowana jest zarówno poprzez dostęp organu nadzoru do rzetelnych danych firmy inwestycyjnej, jak również, mając na uwadze, że środki o charakterze następczym co do zasady możliwe są do zastosowania jako rezultat sformalizowanego postępowania administracyjnego, od szybkości ich wydania przez organ nadzoru. Wskazać przy tym należy zauważalną tendencję znacznego zwiększenia stosowania przez Komisję Nadzoru Finansowego sankcji

najdalej idącej, jaką jest cofnięcie zezwolenia na prowadzenie przez firmę inwestycyjną działalności maklerskiej. O ile bowiem do 2013 r. miał miejsce zaledwie jeden taki przypadek, o tyle od 2014 r. cofnięte zostało przedmiotowe zezwolenie siedmiu domom maklerskim²⁰.

7. Wybrane uwarunkowania zakresu ochrony inwestorów zapisujących się na obligacje GetBack S.A. w kontekście zmiany ustawy o obrocie instrumentami finansowymi

Analizę wybranych uwarunkowań ochrony inwestorów, którzy objęli obligacje GetBack S.A., należy rozpocząć od ustalenia ich statusu względem pośredniczących firm inwestycyjnych z punktu widzenia obowiązujących regulacji prawnych i charakteru podejmowanych czynności, warunkującego zakres obowiązków pośredniczących firm inwestycyjnych oraz uprawnień inwestorów. Mając na uwadze, że zasadniczo inwestorzy obejmowali obligacje w okresie od 2016 r. do marca 2018 r., zdarzenia te miały miejsce w przestrzeni prawnej sprzed wejścia w życie ustawy zmieniającej ustawę o obrocie instrumentami finansowymi²¹. Zgodnie z ówczesnym stanem prawnym, usługa oferowania instrumentów finansowych świadczona była przez firmę inwestycyjną wyłącznie na rzecz emitenta instrumentów finansowych, w ramach której firma inwestycyjna obowiązana była w szczególności do przyjęcia zapisu na instrumentu finansowe zgodnie z warunkami oferty ich nabycia, przyjęcia wpłat pieniężnych z tytułu zapisów na instrumentu finansowe w wysokości i na warunkach określonych w ofercie, a wreszcie do przekazania (w przypadku dojścia oferty do skutku) środków pieniężnych otrzymanych tytułem złożonych zapisów emitentowi, wystawcy lub wprowadzającemu instrumenty finansowe²². Tym samym klientem firmy inwestycyjnej, a więc podmiotem na którego rzecz była w tym przypadku świadczona usługa maklerska, był wyłącznie emitent instrumentów finansowych, czyli w analizowanym przypadku GetBack S.A., brak było natomiast co do zasady podstaw do przyznania przymiotu klienta firmy inwestycyjnej inwestorowi składającemu zapis na oferowane instrumenty finansowe. Firma inwestycyjna nie musiała więc być związana z inwestorem składającym zapis na oferowane instrumenty finansowe żadnym stosunkiem prawnym, w tym w szczególności brak było wymogu zawierania z takim inwestorem umowy o świadczenie usług maklerskich. Powyższa sytuacja, stanowiąca jak się wydaje niekonsekwencję ustawodawcy w zakresie implementacji do polskiego porządku prawnego dyrektywy MiFID w 2009 r., powodowała zaskakującą sytuację, w której inwestorzy składający zapisy na często ryzykowne obligacje korporacyjne czy certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych nie posiadali z tego tytułu statusu klienta firmy inwestycyjnej, a tym samym nie podlegali wymogom dotyczącym choćby zbadania ich wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego celem określenia, czy świadczona

przez firmę inwestycyjną usługa maklerska lub oferowany instrument finansowy są dla inwestora odpowiednie. Jednocześnie ten sam inwestor, który za pośrednictwem firmy inwestycyjnej zamierzał nabyć jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych, które co do zasady — choćby z uwagi na obowiązujące fundusze inwestycyjne dość ściśle ograniczenia inwestycyjne²³ oraz wymogi dotyczące płynności tych funduszy²⁴ — stanowią instrumenty o wyższym poziomie bezpieczeństwa — musiał posiadać status klienta firmy inwestycyjnej w zakresie usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych²⁵.

Powyższa niekonsekwencja jeszcze jaskrawiej uwidoczniła się w przypadku oferowania przez firmy inwestycyjne w formule konsorcjum, w którym jedna firma inwestycyjna (lider konsorcjum) zawierała umowę o oferowanie z emitentem, a następnie nawiązywała współpracę z innymi firmami inwestycyjnymi, wchodzącymi w skład konsorcjum. W tym przypadku inwestor, który zapisywał się na oferowane instrumenty finansowe za pośrednictwem lidera konsorcjum nie był objęty wymogiem zawarcia umowy z liderem konsorcjum. Tym samym nie korzystał z ówczesnie obowiązujących mechanizmów ochrony klienta firmy inwestycyjnej, natomiast ten sam inwestor zapisujący się na te same instrumenty finansowe za pośrednictwem firmy inwestycyjnej będącej uczestnikiem konsorcjum niezwiązanym bezpośrednio z emitentem umową o oferowanie instrumentów finansowych — w celu złożenia zapisu zobligowany byłby do zawarcia umowy o świadczenie usług maklerskich, przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a tym samym zostałby objęty mechanizmami ochrony przewidzianymi dla klienta firmy inwestycyjnej (Kurzejewski, 2014).

Mając powyższe na względzie — przyjąć należy, że inwestorzy zapisujący się na obligacje GetBack S.A., z tytułu samego składania zapisu, nie stawali się co do zasady klientami firm inwestycyjnych, nie korzystali więc zasadniczo z żadnych mechanizmów o charakterze *compliance* mających na celu ochronę inwestorów. Dotyczy to w szczególności firm inwestycyjnych, na których nie ciążył obowiązek zbadania wiedzy i doświadczenia tych inwestorów w celu dokonania oceny, czy oferowane obligacje GetBack S.A. są dla nich odpowiednie. Dlatego też obecnie zasadniczymi podstawami dochodzenia roszczeń przez inwestorów od dystrybutorów, którzy prawdopodobnie w sposób co najmniej nie w pełni rzetelny informowali o istocie i ryzykach związanych z inwestowaniem w obligacje korporacyjne emitowane przez GetBack S.A., są ogólne przepisy prawa, wśród których najdalej idącym wydaje się być zarzut przestępstwa oszustwa²⁶, polegającego na wprowadzaniu inwestorów w błąd w celu osiągnięcia korzyści majątkowej, która to ścieżka postępowania sugerowana jest przez Komisję Nadzoru Finansowego²⁷.

Powyższe uwarunkowania regulacyjne uległy zasadniczej zmianie w dn. 21 kwietnia 2018 r., wraz z wejściem w życie ustawy zmieniającej ustawę o obrocie instrumentami finan-

sowymi²⁸, zawierającej zmodyfikowaną definicję usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych²⁹, zgodnie z którą usługa ta polega na przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub sprzedającego taki instrument, w celu ich wykonania. W ten sposób polski ustawodawca przesądził o zmianie dotychczasowego regulacyjnego modelu oferowania instrumentów finansowych, wprowadzając obowiązek firmy inwestycyjnej zwierania z inwestorem zapisującym się na instrumenty finansowe umowy świadczenie usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, co skutkuje każdorazowym objęciem takiego inwestora ochroną przewidzianą dla klientów firmy inwestycyjnej.

Powyższa zmiana nie wynika bezpośrednio z implementacji lub dostosowania do pakietu MiFID II — a stanowi autonomiczne działanie ustawodawcy mające na celu usunięcie dotychczasowej, opisanej powyżej ewidentnej luki legislacyjnej. Ponadto, ustawa zmieniająca ustawę o obrocie zmodyfikowała lub wprowadziła nowe, dodatkowe obowiązki firmy inwestycyjnej świadczącej usługi maklerskie, wynikające pośrednio lub bezpośrednio z pakietu MiFID II, które w założeniu ustawodawcy mają zwiększyć poziom ochrony inwestora korzystającego z usług firmy inwestycyjnej. Tym samym, gdyby obligacje GetBack S.A. były oferowane w obecnym stanie prawnym, inwestorzy będący obligatoryjnie klientami firm inwestycyjnych oferujących przedmiotowe obligacje, mogli by liczyć na m.in. na poniższe instytucje i mechanizmy:

1. Obowiązek uzyskania przez firmę inwestycyjną informacji dotyczące wiedzy i doświadczenia takich inwestorów w zakresie inwestowania na rynku finansowym³⁰, w celu oceny, czy oferowanie obligacji GetBack S.A. są dla nich odpowiednie, a następnie poinformowania klienta o wyniku tej oceny. Co prawda w przypadku, gdy firma inwestycyjna na podstawie uzyskanych informacji przekaże inwestorowi wynik oceny, z którego będzie wynikać, że oferowane instrumenty nie są dla danego inwestora odpowiednie. Inwestor może wbrew takiej ocenie nadal skutecznie złożyć zapis, natomiast należy przyjąć, że w teoretycznym modelu podjęcie w tym zakresie świadomą decyzję także w zakresie ryzyka związanego z dokonywaną inwestycją.

2. Obowiązki firmy inwestycyjnej związane z opracowaniem rozwiązań odnoszących się do tzw. grupy docelowej,³¹ polegających w uproszczeniu na określeniu dla obligacji emitowanych przez GetBack S.A. cech, których wykazywanie przez inwestorów prowadzi do wniosku, że obligacje te były by dla nich odpowiednie. Powyższe rozwiązania mają na celu ograniczenie możliwości kierowania przez firmę inwestycyjną oferty usług do klientów, którzy zostali na podstawie wykazywanych cech zostali zakwalifikowani do tzw. negatywnej grupy docelowej. W przypadku obligacji GetBack S.A., poprawne przeprowadzenie ww. procesu powinno ograniczyć możliwość w ogóle skierowania propozycji nabycia do klientów nieakceptujących wysokiego pozio-

mu ryzyka związanego immanentnie z cechującymi się relatywnie wysokim oprocentowaniem obligacjami korporacyjnymi.

3. Obowiązki firmy inwestycyjnej związane z dokumentowaniem i archiwizowaniem procesu obsługi klienta³², obejmującego w praktyce nagrywanie rozmów telefonicznych oraz protokołowanie spotkań przedstawicieli firmy inwestycyjnej z klientami, których celem było by złożenie zapisów na obligacje emitowane przez GetBack S.A. Wskazany powyżej obowiązek z dużą dozą prawdopodobieństwa mógłby ograniczyć przypadki, w których inwestorzy zapisujący się na obligacje GetBack S.A. uzyskiwali nierzetelne zapewnienia co do charakteru inwestycji, a gdyby informacje takie faktycznie były przedstawiane — ich dokumentacja stanowiłaby konkretną podstawę do wykazania naruszeń przepisów prawa przez firmę inwestycyjną.

8. Podsumowanie — wnioski

Mechanizmy ochrony inwestorów — klientów firmy inwestycyjnej — stanowią jeden z filarów właściwego funkcjonowania systemu finansowego, co uznawane jest, zgodnie z utrwaloną linią orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego³³, za dobro wspólne wszystkich obywateli. Powyższe dobitnie podkreśla rolę przedmiotowych mechanizmów w ramach funkcjonowania całej gospodarki, lub wręcz społeczeństwa. Tym samym w podsumowaniu analizy przedmiotowych mechanizmów nie sposób pominąć kwestię oceny ich adekwatności i skuteczności funkcjonowania. W tym kontekście należy dostrzec, iż tempo rozwoju gospodarczego w ostatnich kilku dekadach nie daje się opisać liniową zależnością względem czasu — ta relacja wydaje się mieć charakter zbliżony bardziej do zależności wykładniczej. Niezliczone pomysły, rodzące się w szklanych siedzibach firm inwestycyjnych na całym świecie, przekuwane są w finansową, coraz bardziej abstrakcyjną rzeczywistość w przestrzeni światowego krwioobiegu finansowego, a rosnąca presja na wyniki sprzedaży powodują poszukiwanie przez dystrybutorów produktów finansowych sposobów obsługi inwestorów maksymalizujących korzyści firm inwestycyjnych, które niekoniecznie są zbieżne z interesem inwestorów. Okoliczności te stawiają przed regulatorami i nadzorcami rynku finansowego szereg wyzwań, sprostanie którym staje się w coraz mniejszym stopniu — o ile w ogóle możliwe. Co do zasady regulacje i kompetencje nadzorcze zmuszone są podążać za stanem stworzonym przez kreatorów tej rzeczywistości, a nawet w przypadku przyjęcia tezy, iż nowe zjawiska, które pojawiają się na światowych rynkach finansowych są przejrzyste, łatwe do analizy, a także iż automatycznie znana jest treść niezbędnego działania ze strony regulatorów i nadzorców tego rynku — to wprowadzenie w życie tej reakcji odbywa się zazwyczaj ze znacznym opóźnieniem.

Powyższy tok rozumowania prowadzić może do konkluzji, iż skoro powołani do zapewnienia stabilności systemu finansowego oraz bezpieczeństwa jego uczestników regulatorzy rynku finansowego oraz organy nadzoru nie są w stanie sprawnie reagować *a priori* na pojawiające się zjawiska, ustanawiając skuteczne i adekwatnie stosowane mechanizmy zapewniania stabilności rynku finansowego, w a tym ochrony inwestorów, o charakterze uprzednim, natomiast mechanizmy ochronne obarczone są szeregiem ograniczeń i trudności w praktycznym zastosowaniu, pełne zabezpieczenie i uzyskanie oczekiwanego przez inwestorów poziomu ochrony na rynku kapitałowym nie jest w praktyce możliwe. Tym samym można założyć, że objęcie regulacjami stanowiącymi implementację MiFID II oraz innymi wynikającymi z ustawy zmieniającej ustawę o obrocie instrumentami finansowymi w pewnym stopniu mogło by ograniczyć skalę prawdopodobnego zjawiska *misselingu* w oferowaniu obligacji GetBack S.A., a także poprawiło by sytuację faktycznie wprowadzonych w błąd inwestorów poprzez uzyskanie bezpośredniej i bardziej skonkretyzowanej podstawy dochodzenia roszczeń od nierzetelnych dystrybutorów. Natomiast nawet najdalej idące i wprowadzone z od-

powiednim wyprzedzeniem normy reglamentujące działalność maklerską nie zapewnią pełnej ochrony inwestorom przy braku efektywnego nadzoru nad działalnością pracowników, agentów firm inwestycyjnych i innych osób występujących w imieniu firm inwestycyjnych, a także powszechnego podniesienia kultury korporacyjnej obowiązującej w firmach inwestycyjnych.

Obszarem, z którym jak się wydaje można wiązać nadzieję na rozwój nowej formy nadzoru nad prowadzoną przez firmę inwestycyjną działalnością są obowiązujące od kilku lat w firmach inwestycyjnych regulacje dotyczące tzw. *whistleblowingu*³⁴, polegającego na anonimowym zgłaszaniu wskazanemu członkowi zarządu, a w szczególnych przypadkach — radzie nadzorczej, naruszeń przepisów prawa oraz procedur i standardów etycznych obowiązujących w firmie inwestycyjnej. Dla pełnej skuteczności ww. rozwiązań niezbędne jest jednak, aby także kadra zarządzająca firmami inwestycyjnymi cechowała się wysokim poziomem etyki zawodowej, oraz pełnym zrozumieniem mechanizmów umożliwiających rozwój i prowadzenie działalności maklerskiej, których fundament stanowi zaufanie inwestorów do tego rynku oraz działających na nim podmiotów.

¹ Z uzasadnienia informacji o decyzji o nałożeniu na Polski Dom Maklerski S.A. kary pieniężnej i cofnięciu zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, w którym wskazano: *Rynek finansowy ponosi zaś niepowetowaną szkodę wskutek działań naruszających zasady zgodnego z prawem i zasadami uczciwego obrotu oferowania instrumentów finansowych*. Działania takie prowadzą do utraty zaufania inwestorów oraz budują awersję do rynku — https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=63697&p_id=18; (30.11.2018).

² Oceny tego zjawiska nie zmienia możliwość co najmniej przyczynienia się do niewyplacalności emitenta przez niezgodne z prawem działania osób kierujących GetBack S.A., stanowiąca podstawę do zastosowania w stosunku do tych osób środka zabezpieczającego w postaci aresztu — por. <http://warszawa.pr.gov.pl/news/767>; (30.11.2018).

³ Tzw. Pakiet MiFID II rozumiany jest jako zestaw unijnych aktów prawnych — w szczególności Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dn. 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, implementowaną do polskiego porządku prawnego m.in. w ramach ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz krajowych aktów wykonawczych do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, implementujących ww. dyrektywę lub dostosowujących krajowe przepisy do rozporządzeń unijnych, oraz szereg stosowanych bezpośrednio unijnych rozporządzeń, z których zasadnicze znaczenie ma Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dn. 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

⁴ https://www.getbacks.pl/images/dla-inwestora/raporty-biezace/2018/Za%20C5%82%C4%85cznik_do_raportu_bie%20C5%BC%C4%85cego_nr_51.pdf; (30.11.2018).

⁵ https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=61793&p_id=18; (30.11.2018).

⁶ https://www.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=14590; (30.11.2018).

⁷ https://rf.gov.pl/sprawy-biezace/Wystapienia_Rzeczniaka_Finansowego_do_KNF_i_UOKiK_w_sprawie_GetBack_S_A__22804; (30.11.2018).

⁸ https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=63697&p_id=18 (30.11.2018).

⁹ https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=63722&p_id=18 (30.11.2018).

¹⁰ Por. m.in. art. 14, 14a, 17, 20 Ustawy z dn. 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2017 poz. 1768; dalej: „ustawa o obrocie instrumentami finansowymi”).

¹¹ Por. Art. 3 ust. 39 b) i 39 c) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹² Por. Par. 2 pkt 15 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. z 2018 poz. 1112; dalej: rozporządzenie w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych).

¹³ Por. art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹⁴ Nowelizacja ustawy o obrocie instrumentami wprowadzona ustawą z dn. 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2018 poz. 685; dalej: „ustawa zmieniająca ustawę o obrocie instrumentami finansowymi”), która weszła w życie w dn. 21 kwietnia 2018 r., a okres na dostosowanie do większości jej postanowień upłynął w dn. 21 października 2018 r.

¹⁵ Por. art. 132 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹⁶ Por. art. 4 ust. 2 w zw. z załącznikiem nr 1 Dyrektywy 97/9/WE parlamentu europejskiego i rady z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów z dnia 3 marca 1997 r. (Dz. Urz. UE. L Nr 84, str. 22).

¹⁷ Por. art. 4 ust. 2 oraz rozdział 5 ustawy z dn. 30 maja 2014 r. o prawach konsumenta (t.j. Dz. U. z 2017 poz. 683).

¹⁸ Por. art. 69 ust. 2 pkt 4 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹⁹ Art. 4 ust. 1 Ustawy z dnia 29 lipca 2005r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (t.j. Dz. U. z 2018 poz. 1417).

²⁰ Stan na 30 listopada 2018 r. — por. https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynk_kapitalowego/rejestr_firm_inwestycyjnych_ktorym_cofnieto_zezwolenie_na_dzialalnosc_maklerska; (30.11.2018).

²¹ Ustawa zmieniająca ustawę o obrocie instrumentami finansowymi weszła w życie w dn. 21 kwietnia 2018 r., a w dn. 21 października upłynął termin na dostosowanie się przez prowadzące działalność przed dniem jej wejścia w życie firmy inwestycyjne były zobowiązane do dostosowania działalności do większości jej postanowień, por. wypowiedź Michała Karwasińskiego dla Parkiet z dn. 29 grudnia 2017 r. w artykule „Kilka miesięcy opóźnienia” — <https://www.parkiet.com/Finanse/312299991-Finanse-Kilka-miesiecy-opoznienia.html> (30.11.2018).

²² Por. art. 72 ust. 1 ówczesnie obowiązującej ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz § 83 ust. 1 ówczesnie obowiązującego Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych z dnia 24 września 2012 r. (Dz. U. z 2012 poz. 1078).

²³ Por. art. 93 i nast. Ustawy z dn. 27 maja 2004 o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz. U. z 2018 poz. 1355; dalej: ustawa o funduszach inwestycyjnych).

²⁴ Por. art. 90 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych, określający maksymalny 7 dniowy termin na odkupienie przez fundusz inwestycyjnych otwarty od inwestora posiadanych jednostek uczestnictwa.

²⁵ Por. art. 32 ust. 1 pkt 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych.

²⁶ Por. art. 286 par 1 ustawy z dn. 6 czerwca 1997 r. Kodeks Karny (t.j. Dz. U. z 2018 poz. 1600).

²⁷ Por. Komunikat z dn. 17 maja 2018 r. w sprawie skarg na działania podmiotów uczestniczących w procesie sprzedaży obligacji GetBack S.A. — https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=61793&p_id=18 (30.11.2018).

²⁸ Z zastrzeżeniem, że zgodnie z art. 18 ust. 2 ustawy zmieniającej ustawę o obrocie instrumentami finansowymi, firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przed dn. 21 kwietnia 2018 r., obowiązane były do dostosowania prowadzonej działalności w terminie do 21 października 2018 r.

²⁹ Art. 74b ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

³⁰ Art. 83h ust. 1 i nast. ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz art. 54 i nast. Rozporządzenia 565/2017.

³¹ Art. 83b ust. 9 i nast. Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

³² Art. 83a ust. 4 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz art. 72–76 Rozporządzenia 565/2017.

³³ Por. wyroki TK z 27 lutego 2002 r., K47/01, OTK-A2002, nr 1 poz. 6 oraz z 21 marca 2001 K24/00, OTK 2001 nr 3, poz. 5.

³⁴ Por. art. 83a ust. 1a ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz par. 6 Zasad Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych, przyjętych uchwałą nr 218/2014 Komisji Nadzoru Finansowego z dn. 22 lipca 2014 r. (Dziennik Urzędowy KNF z 2014 r., poz. 17).

Bibliografia

Chłopecki, A., Dyl, M. (2012). *Prawo rynku kapitałowego*. Warszawa: C.H. Beck.

Chłopecki, A., Nowocień-Dyba, K., Zapala, A. (2003). *Prawa i obowiązki klienta domu maklerskiego*. Warszawa: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

Dyl, M. (2012). *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*. Warszawa: Wolters Kluwer.

Grzegorzczak, F., Szaraniec, M. (2009). *Instytucje i usługi finansowe*. Warszawa: Lexis Nexis.

Kozłowski, T. (2006). Ochrona inwestorów a struktura systemu finansowego. W: B. Polaszkiwicz, J. Boehlke (red.), *Ład instytucjonalny w gospodarce* (Tom II, 49 i nast.). Toruń: Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika.

Kurzajewski, M. (2014). *Usługi Maklerskie*. Warszawa: Wolters Kluwer.

Nieborak, T. (2008). *Aspekty Prawne funkcjonowania rynku finansowego unii europejskiej*. Warszawa: Difin.

Nieborak, T., Sójka, T. (2011). *Ustawa o Nadzorze nad Rynkiem Kapitałowym. Komentarz*. Warszawa: Wolters Kluwer.

Wajda, P. (2011). *Efektywność Informacyjna Rynku Giełdowego*. Warszawa: Wolters Kluwer.

Wajda, P. (2014). Sankcje administracyjne jako instrument nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem finansowym — analiza ekonomiczno-prawna W: *Ekonomiczna analiza prawa — materiały przedkonferencyjne*. XV Konferencja Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, 7 marca 2014 r.

Wierzbowski, M., Sobolewski, L., Wajda, P. (2012). (red.). *Prawo rynku kapitałowego*. Warszawa: C.H. Beck.

Wojtczak, D. (2012). *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*. Warszawa: Wolters Kluwer.

Zacharzewski, K. (2012). *Prawo giełdowe*. Warszawa: C.H. Beck.

Zapadka P. (2002). Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce. *Bank i Kredyt*, (1), 28.

Źródła internetowe

https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=63697&p_id=18; (30.11.2018).

<http://warszawa.pr.gov.pl/news/767>; (30.11.2018).

https://www.getbacksa.pl/images/dla-inwestora/raporty-biezace/2018/Za%C5%82%C4%85cznik_do_raportu_bie%C5%BC%C4%85ce-go_nr_51.pdf; (30.11.2018).

https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=61793&p_id=18; (30.11.2018).

https://www.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=14590; (30.11.2018).

https://rf.gov.pl/sprawy-biezace/Wystapienia_Rzecznika_Finansowego_do_KNF_i_UOKiK_w_sprawie_GetBack_S_A_22804; (30.11.2018).

https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=63697&p_id=18; (30.11.2018).

https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=63722&p_id=18; (30.11.2018).

https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/rejestr_firm_inwestycyjnych_ktorym_cofnieto_zezwolenie_na_działalność_maklerską; (30.11.2018).

<https://www.parkiet.com/Finanse/312299991-Finanse-Kilka-miesiecy-opoznienia.html>; (30.11.2018).