

## Naruszenie zbiorowych interesów konsumentów w toku prywatnej emisji obligacji

### Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Prywatna emisja obligacji – zagadnienia wstępne
  1. Pojęcie „prywatnej emisji obligacji”
  2. Proces emisji obligacji w trybie art. 33 pkt 2 uo
  3. Wymogi informacyjne propozycji nabycia obligacji
- III. Ochrona konsumentów na rynku kapitałowym
- IV. Zbiorowy interes konsumentów i formy jego naruszenia
  1. Pojęcie „zbiorowego interesu konsumentów”
  2. Formy naruszenia zbiorowego interesu konsumentów
    - 2.1. Podstawowe formy naruszenia zbiorowego interesu konsumentów
    - 2.2. Szczególne formy naruszenia zbiorowego interesu konsumentów
    - 2.3. Decyzje Prezesa UOKiK
- V. Możliwość naruszenia zbiorowych interesów konsumentów w toku emisji obligacji
- VI. Podsumowanie

### Streszczenie

Przedmiotem artykułu jest ocena możliwości i form naruszenia zbiorowego interesu konsumentów w toku prywatnej emisji obligacji. Niedawne wydarzenia na rynku kapitałowym pokazały, że konsumenci inwestujący swoje środki na tym rynku są narażeni na zachowania przedsiębiorców, które mogą naruszać ich interesy. W tym kontekście należy rozważyć czy działania przedsiębiorców mogą również prowadzić do naruszenia zbiorowego interesu konsumentów, a jeżeli tak, to w odniesieniu do jakich przykładów naruszenia zbiorowego interesu konsumentów przewidzianych przez przepisy uokik mogą się odnosić, a także jakie mogą przybierać formy. W związku z powyższym, w ramach niniejszego artykułu zostanie przedstawione, w jaki sposób należy rozumieć ofertę prywatną obligacji w kontekście niedawnych zmian w prawie polskim, jakie czynności składają się na proces emisji obligacji, a także czy potencjalne naruszenia zasad przeprowadzenia procesu emisji obligacji mogą zostać zakwalifikowane jako naruszające zbiorowe interesy konsumentów.

**Słowa kluczowe:** obligacje; emisja prywatna; zbiorowe interesy konsumentów; *misselling*.

**JEL:** K22

\* Doktorant w Instytucie Prawa Cywilnego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego; prawnik w kancelarii prawnej Noerr Biedecki sp.k.

## I. Wprowadzenie

Niedawne wydarzenia związane z licznymi naruszeniami interesów inwestorów działających na rynku kapitałowym skłaniają do refleksji odnośnie do systemu ochrony interesów konsumentów, którzy inwestują swoje środki w instrumenty finansowe. Szczególnie ciekawym zagadnieniem w tym kontekście jest inwestowanie przez konsumentów w obligacje korporacyjne. W ostatnim czasie można było spotkać się z wieloma publikacjami prasowymi informującymi o oferowaniu osobom fizycznym, które nierzadko spełniały warunki uznania ich za konsumentów tego typu instrumentów finansowych. Tym samym istotne z punktu widzenia ochrony interesów konsumentów jest rozważenie, jakie rodzaje ochrony przysługują konsumentom na gruncie przepisów prawa polskiego. Niniejszy artykuł nie ma w założeniu przedstawiać pełnej analizy instrumentów ochrony konsumentów na polskim rynku kapitałowym. Celem niniejszego artykułu jest analiza czy w ramach tzw. prywatnych emisji obligacji może dojść do naruszenia zbiorowego interesu konsumentów, o którym mowa w art. 24 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów<sup>1</sup>, a jeżeli tak, to w jakich sytuacjach interes ten może zostać naruszony i jakie formy naruszenie to może przybrać.

## II. Prywatna emisja obligacji – zagadnienia wstępne

Z uwagi na zakres niniejszego artykułu, w pierwszej kolejności rozważone zostanie pojęcie „prywatnej emisji (lub prywatnej oferty) obligacji”, przeprowadzanej na podstawie przepisów ustawy o obligacjach<sup>2</sup> oraz ustawy o ofercie publicznej<sup>3</sup>, z uwzględnieniem najnowszej nowelizacji uop (dalej: nowelizacja), która w chwili przygotowywania tego artykułu oczekuje na podpis Prezydenta RP.

### 1. Pojęcie „prywatnej emisji obligacji”

Wejście w życie przepisów rozporządzenia prospektowego<sup>4</sup> wprowadziło do polskiego porządku prawnego nowy sposób rozumienia pojęcia „oferty publicznej papierów wartościowych”. Zgodnie z art. 2 lit. d) rp, ofertą publiczną papierów wartościowych jest komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, który przedstawia wystarczające informacje odnośnie do warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, które umożliwią inwestorowi podjęcie decyzji o nabyciu<sup>5</sup> papierów wartościowych będących przedmiotem oferty. W związku z powyższym, w ramach wypowiedzi niektórych przedstawicieli doktryny pojawiły się głosy, że przepisy rp rozmyły pojęcie „prywatnej oferty papierów wartościowych” (Pietrancosta i Marraud des Grottes, 2018, s. 6), na co wskazywał pośrednio również Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: UKNF) w ramach swojego stanowiska dotyczącego niedostosowania przepisów prawa polskiego do stanu prawnego w związku z rozpoczęciem stosowania przepisów rp<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Ustawa z 16.02.2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (t.j. DzU 2019, poz. 369 ze zm.); dalej: uokik.

<sup>2</sup> Ustawa z 15.01.2015 r. o obligacjach (t.j. DzU 2018, poz. 483 ze zm.); dalej: uo.

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. DzU 2019, poz. 623 ze zm.); dalej: uop.

<sup>4</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.06.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L Nr 168 z 2017 r., s. 12); dalej: rp.

<sup>5</sup> W ramach niniejszego artykułu w celu opisanego procesu nabycia praw z obligacji i uzyskania statusu obligatariusza przez inwestora względem emitenta będą konsekwentnie używał pojęcia „nabycia obligacji”.

<sup>6</sup> Zaktualizowane stanowisko UKNF z 12.08.2019 r. w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma

W związku z powyższym, na potrzeby niniejszego artykułu w pierwszej kolejności należy wskazać, w jaki sposób rozumiane będzie pojęcie „prywatnej emisji obligacji”. Warto też nadmienić, że w mojej ocenie, zmiana dokonana przez przepisy rp nie jest tak znacząca, jak mogłoby się wydawać. Należy bowiem stwierdzić, że przepisy dyrektywy (WE) 2003/71<sup>7</sup> w podobny sposób definiowały pojęcie „oferty publicznej papierów wartościowych”. Jednocześnie obecnie obowiązujące przepisy zawierają wyjątek pozwalający na przeprowadzenie oferty publicznej papierów wartościowych skierowanej do mniej niż 150 osób innych niż inwestorzy kwalifikowani. W związku z powyższym, nie uważam za wskazane mówienie o rewolucji w zakresie postrzegania pojęcia „oferty publicznej” i w ramach niniejszej pracy posługiwałem się będącym pojęciem „oferty prywatnej” lub „emisji prywatnej” właśnie w stosunku do ofert nabycia obligacji, które kierowane są do mniej niż 150 osób. Należy jednak wskazać, że nowelizacja uop wprowadziła do polskiego porządku prawnego wyjątek od generalnej zasady, że oferta publiczna skierowana do mniej niż 150 osób nie wymaga przygotowywania żadnego dokumentu informacyjnego. Zgodnie z nowym art. 3 ust. 1a uop, oferta publiczna papierów wartościowych, która korzysta z wyłączenia, o którym mowa w art. 1 ust. 4 lit. b) rp (tj. wyłączenia pozwalającego na uniknięcie obowiązku sporządzenia i zatwierdzenia przez KNF prospektu emisyjnego, w przypadku gdy oferta publiczna skierowana jest do mniej niż 150 osób innych niż inwestorzy kwalifikowani) niesie za sobą obowiązek publikacji memorandum informacyjnego, o którym mowa w art. 38b uop (które podlega uprzedniemu zatwierdzeniu przez KNF), jeżeli w ciągu 12 miesięcy poprzedzających dokonanie tej oferty tego samego rodzaju papiery wartościowe zostały zaoferowane inwestorom w liczbie przekraczającej 149 osób (w jednej lub większej liczbie emisji). Uzasadnienie do projektu nowelizacji uop<sup>8</sup> wskazuje, że przepis ten ma charakter prewencyjny. Praktyka obrotu na polskim rynku kapitałowym wprowadziła bowiem do sytuacji, w której niektórzy emitenci dokonywali bardzo częstych prywatnych emisji obligacji w taki sposób, że efektywnie obchodzili oni obowiązek prospektowy. W tym zakresie uzasadnienie *explicité* wskazuje znany już powszechnie przykład spółki GetBack S.A. (dalej: GetBack). Nie przesądzając o trafności użycia tego przykładu, można zaryzykować twierdzenie, że tego typu praktyki mogły być udziałem większej liczby emitentów.

Podsumowując, posługując się pojęciem „prywatnej emisji obligacji” lub „prywatnej oferty obligacji” w ramach niniejszego artykułu, będę miał na myśli emisję obligacji, w ramach której nie dochodzi do aktualizacji obowiązku prospektowego<sup>9</sup> lub innego obowiązku, którego treścią jest uzyskanie zatwierdzenia lub udostępnienie do publicznej wiadomości innego dokumentu informacyjnego o zbliżonym charakterze. Jednocześnie wymienione powyżej pojęcie prywatnej oferty obligacji (lub prywatnej emisji obligacji) będzie się odnosiło do sytuacji, w której oferta nabycia obligacji kierowana jest do osób fizycznych w liczbie nieprzekraczającej 150 osób, które spełniają kryteria uznania ich za konsumentów, czy też w nomenklaturze rynku kapitałowego – klientów detalicznych<sup>10</sup>.

być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.

<sup>7</sup> Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L Nr 345 z 2003 r., s. 64 ze zm.).

<sup>8</sup> Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, dostępne na stronach Rządowego Centrum Legislacyjnego: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000>, dalej jako: uzasadnienie.

<sup>9</sup> Przez termin „obowiązek prospektowy” mam na myśli sytuację, w której aktualizuje się obowiązek opublikowania prospektu emisyjnego zgodnie z art. 3 rp, po jego uprzednim zatwierdzeniu przez właściwy organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

<sup>10</sup> Odnosnie do zbliżonego charakteru tych pojęć, por. Dybiński, 2018, s. 514.

## 2. Proces emisji obligacji w trybie art. 33 pkt 2 uo

Zgodnie z przepisami uo (art. 33) obligacje mogą być oferowane w dwóch trybach: oferty publicznej, zgodnie z odpowiednimi przepisami uop, lub poprzez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób (art. 33 ust. 2 uo). Proponowanie nabycia obligacji, które nie jest przeprowadzane w trybie oferty publicznej polega na udostępnieniu przez emitenta propozycji nabycia obligacji. Po otrzymaniu przez inwestora propozycji nabycia obligacji, w przypadku zamiaru zainwestowania w oferowane papiery wartościowe, inwestor zobowiązany jest do przyjęcia propozycji nabycia obligacji, którą składa się (art. 42 ust. 1 uo) na piśmie (pod rygorem nieważności) lub w postaci elektronicznej (o ile warunki emisji przewidują taką możliwość), bez możliwości zastrzeżenia w niej warunku lub terminu (art. 42 ust. 2 uo). Emitent zobowiązany jest do dokonania przydziału obligacji zgodnie z zasadami określonymi w propozycji nabycia obligacji w terminie 2 tygodni od upływu terminu na przyjęcie propozycji nabycia obligacji (art. 43 ust. 2 uo). Poglądy przytoczone przez przedstawicieli doktryny wskazują, że sama propozycja nabycia obligacji ma charakter zaproszenia do zawarcia umowy, o którym mowa w art. 71 k.c. (Woźniak, 2015, s. 26), a w ujęciu cywilistycznym do umowy nabycia obligacji dochodzi w trybie ofertowym, gdzie przyjęcie propozycji nabycia obligacji przez inwestora stanowi ofertę zgodnie z art. 66 k.c., a przydział dokonywany przez emitenta stanowi oświadczenie o przyjęciu oferty i z tą chwilą dochodzi do zawarcia umowy nabycia obligacji (Woźniak, 2016, s. 47).

Wskazać jednak należy, że w toku procesu emisji obligacji większość czynności związanych z samym oferowaniem obligacji nie jest wykonywana wprost przez emitenta, który powierza je podmiotowi wyspecjalizowanemu, tj. firmie inwestycyjnej, na podstawie umowy o oferowanie instrumentów finansowych. W ramach tej umowy określone zostają główne zobowiązania oferującego oraz emitenta. Ich katalog może być różny<sup>11</sup>, natomiast klasycznymi przykładami obowiązków leżących po stronie oferującego będą z pewnością przeprowadzenie marketingu oferty oraz organizacja przyjmowania zapisów (czy też oświadczeń o przyjęciu propozycji nabycia). W związku z powyższym, na potrzeby niniejszego artykułu przyjmuję, że w toku prywatnej emisji obligacji przedsiębiorcy mogący potencjalnie naruszać zbiorowy interes konsumentów występują w dwóch kategoriach – emitenta obligacji oraz oferującego te obligacje. W konsekwencji, w dalszej części artykułu będę rozważał tylko relacje prawne między emitentem a inwestorem-konsumentem oraz między oferującym a inwestorem-konsumentem.

## 3. Wymogi informacyjne propozycji nabycia obligacji

Wymogi w odniesieniu do treści propozycji nabycia obligacji wyznacza przede wszystkim art. 35 uo, zgodnie z którym w propozycji nabycia obligacji zamieszcza się warunki emisji obligacji oraz informacje umożliwiające ocenę sytuacji finansowej emitenta, a w szczególności dotyczące wartości zaciągniętych zobowiązań (w tym wartości zobowiązań przeterminowanych) ustalonej na konkretny dzień, a także perspektywy kształtowania się zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji, a także sprawozdania finansowe emitenta lub jego grupy kapitałowej oraz cenę emisyjną obligacji lub sposób jej ustalenia.

<sup>11</sup> Odnośnie do najczęstszych zobowiązań wynikających z umowy o oferowanie, por. Zapadka, 2012, s. 331–332, przy czym wyliczenie to zostało sporządzone w odniesieniu do publicznej oferty papierów wartościowych. Nie ulega jednak wątpliwości, że czynności oferującego w toku oferty prywatnej będą wykazywały pewne podobieństwa.

W praktyce jednak w ramach propozycji nabycia obligacji przedstawiany jest szerszy zakres informacji, przy czym emitent posiada w tym zakresie dowolność w ustalaniu zakresu treściowego takich informacji. Bardzo często emitenci załączają do propozycji nabycia obligacji również memora informacyjne przedstawiające nie tylko kwestie finansowe, lecz także stan prawny emitenta czy też jego perspektywy rozwoju, a także informacje o prowadzonej działalności gospodarczej. Zaznaczenia wymaga jednak, że żadne z informacji przekazywanych przez emitenta w ramach propozycji nabycia obligacji nie podlegają ocenie, odnośnie do ich prawdziwości, rzetelności czy spójności przez żaden podmiot zewnętrzny, a przepisy uo wyznaczają jedynie minimalny zakres informacji, do podania których emitent jest zobowiązany.

### III. Ochrona konsumentów na rynku kapitałowym

Jak wskazują przedstawiciele doktryny, system ochrony konsumenta oparty jest na regulacji kilku istotnych elementów, które mają w założeniu stanowić kluczowe elementy ochrony, a składają się na niego (Cyman, 2017, s. 360):

- 1) ochrona prawa do uzyskania rzetelnej i prawdziwej informacji;
- 2) uzyskanie przez konsumenta odpowiedniego czasu do namysłu i ewentualnej rezygnacji z zawarcia umowy;
- 3) ułatwienia w dochodzeniu roszczeń przez konsumenta.

W doktrynie podkreślana jest szczególna rola informacji przedkontraktowej w ramach systemu ochrony interesów konsumentów, która często przejawia się np. w stosowaniu wzorów formularzy informacyjnych (Wojtaszek-Mik, 2018, s. 12). Nie ulega wątpliwości, że największy ciężar zapewnienia odpowiedniej ochrony konsumentom działającym na rynku kapitałowym będzie spoczywał na ochronie poprzez informację z uwagi na jej prewencyjny charakter. Wynika to z faktu, że to właśnie na etapie przedkontraktowym na rynku kapitałowym (czy też ogólnie rynku finansowym) może dojść do naruszeń, których skutki będą dla konsumenta ciężkie do odwrócenia (a może nawet niemożliwe do odwrócenia). Takim skutkiem bowiem jest np. nabycie przez konsumenta obligacji korporacyjnych, który nie ma świadomości, że nabywa się tego typu instrument finansowy lub ma błędne wyobrażenie odnośnie do jego charakteru i cech (np. konsument jest przekonany, że nabywa produkt o cechach obligacji skarbowych, a w rzeczywistości nabywa obligacje korporacyjne). Jednocześnie znaczący stopień skomplikowania produktów oraz instrumentów oferowanych na rynku finansowym przemawia za objęciem konsumentów działających na rynku finansowym szczególną ochroną (Krasnodębska-Tomkiel, 2016, s. 579).

Podkreślić należy, że ochrona zapewniana przez art. 24 i n. uokik ma charakter administracyjnoprawny. Oznacza to, że decyzja Prezesa UOKiK wydana w ramach postępowania administracyjnego będzie miała charakter prejudykatu dla ewentualnych roszczeń konsumentów względem przedsiębiorców (Sieradzka, 2014, s. 70–71). W konsekwencji konsumenci usług finansowych korzystają również z ułatwienia w dochodzeniu swoich praw przed sądem z uwagi na fakt, że nie są oni obciążeni wymogiem udowodnienia nieuczciwego (naruszającego interesy konsumentów) zachowania przedsiębiorcy. Do ułatwienia tego należy odnieść się z aprobatą, co nie zmienia faktu, że uznanie zachowania przedsiębiorcy za naruszające zbiorowe interesy konsumentów również wymaga spełnienia przesłanek określonych w przepisach uokik, a także wykazania szkody poniesionej przez konsumenta, co w mojej ocenie jest największą przeszkodą

w skutecznym dochodzeniu ewentualnych odszkodowań przez konsumentów, których interesy zostały naruszone.

## IV. Zbiorowy interes konsumentów i formy jego naruszenia

Przedmiotem tego artykułu jest ocena czy, a jeżeli tak, to jakie działania w toku procesu emisji obligacji w trybie oferty prywatnej mogą zostać uznane za naruszające zbiorowe interesy konsumentów. W związku z powyższym za wskazane uznaję przybliżenie pojęcia „naruszenia zbiorowego interesu konsumentów” oraz form, jakie to naruszenie może przybrać.

### 1. Pojęcie „zbiorowego interesu konsumentów”

Jak już wskazywano w doktrynie, odpowiednie zdefiniowanie zbiorowego interesu konsumentów nie jest proste (Sieradzka, 2012, s. 26). Wynika to z faktu, że odnosi się ono do pojęcia mającego zapewniać ochronę konsumentów w interesie publicznym (Cyman, 2017, s. 359). Co więcej, zbiorowy interes konsumentów nie jest sumą interesów konsumentów, którzy odnieśli lub mogli odnieść szkodę w wyniku tego naruszenia (art. 24 ust. 3 uokik). Przedstawiciele doktryny, dokonując analizy pojęcia „zbiorowego interesu konsumentów”, wskazują na jego abstrakcyjność oraz kryterium ilościowe, związane z wielością konsumentów, których interesy muszą zostać naruszone (Sieradzka, 2012, s. 26). W orzecznictwie nie podzielono poglądu, że tylko praktyka naruszająca zbiorowe interesy konsumentów musi być skierowana do nieoznaczonego adresata<sup>12</sup>. Przyjmuje się, że pośrednią formą pomiędzy ochroną indywidualnego interesu konsumentów a zbiorową ochroną interesów konsumentów jest zbiorowa ochrona indywidualnych interesów konsumentów przejawiająca się w regulacji niedozwolonych postanowień umownych, która (w przypadku uznania danego postanowienia za niedozwolone) będzie miała skutek w odniesieniu do wszystkich konsumentów, którzy zawarli umowę z takim niedozwolonym postanowieniem. Zakres zbiorowego interesu konsumentów nie ma swojej definicji legalnej i podlega on każdorazowemu ustaleniu przez Prezesa UOKiK, zgodnie z art. 26 ust. 1 uokik (tak również: Sieradzka, 2012, s. 26).

### 2. Formy naruszenia zbiorowego interesu konsumentów

Art. 24 ust. 1 uokik wprowadza generalny zakaz stosowania praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów. Zgodnie z art. 24 ust. 2 uokik, praktyką naruszającą zbiorowe interesy konsumentów jest zachowanie przedsiębiorcy, które jest sprzeczne z prawem lub dobrymi obyczajami, a także godzi w zbiorowe interesy konsumentów. Jednocześnie przepisy uokik wskazują przykładowy katalog takich praktyk, o czym świadczy sformułowanie „w szczególności”. Za takie przykładowe formy naruszenia zbiorowych interesów konsumentów uznaje się:

- 1) naruszanie obowiązku udzielania konsumentom rzetelnej, prawdziwej i pełnej informacji;
- 2) nieuczciwe praktyki rynkowe lub czyny nieuczciwej konkurencji;
- 3) proponowanie konsumentom nabycia usług finansowych nieodpowiadających ich potrzebom, które przedsiębiorca ma obowiązek ustalić, posiłkując się dostępnymi mu informacjami lub proponowanie nabycia konsumentom usług finansowych w sposób nieadekwatny do ich charakteru.

<sup>12</sup> Wyr. SN z 10.04.2008 r., III SK 27/07, Legalis nr 161732.

W związku z powyższym, w dalszej części artykułu zostanie przeprowadzona analiza tego, w jaki sposób może dojść do naruszenia zbiorowych interesów konsumentów na gruncie uokik.

## 2.1. Podstawowe formy naruszenia zbiorowego interesu konsumentów

Mając na względzie przytoczony przepis uokik, należy wskazać, że podstawowymi formami naruszenia zbiorowych interesów konsumenta są działania przedsiębiorcy, które będą sprzeczne z prawem lub będą naruszały dobre obyczaje. Naruszenie prawa w tym kontekście ma charakter obiektywny, co oznacza, że działanie przedsiębiorcy powinno być niezgodne z przepisami prawa. Tym samym w procesie emisji obligacji w ramach oferty prywatnej do naruszenia zbiorowego interesu konsumentów może dojść na przykład w sytuacji, gdy propozycja nabycia obligacji nie będzie zawierała wszystkich elementów przewidzianych prawem, np. brak będzie w niej informacji odnośnie do stanu zobowiązań emitenta. Takie działanie, z uwagi na fakt, że przepisy prawa wskazują na obowiązek zamieszczenia takiej informacji, będzie obiektywnie sprzeczne z prawem, a w konsekwencji, w mojej ocenie, będzie mogło zostać zakwalifikowane jako naruszające zbiorowe interesy konsumentów. Jednocześnie podmiotem dopuszczającym się danego naruszenia (w przypadku jego wystąpienia) będzie emitent, jako podmiot zobowiązany do uwzględnienia w ramach propozycji nabycia obligacji określonych informacji przewidzianych przez przepisy uo. Nie można jednak wykluczyć, że podmiotem tym będzie również oferujący, w przypadku gdy przekaże on inwestorowi-konsumentowi niepełną dokumentację związaną z emisją obligacji.

Przesłanka naruszenia dobrych obyczajów ma charakter ocenny z uwagi na niedookreślony charakter tego pojęcia. Należy wskazać, że w odniesieniu do obrotu konsumenckiego na rynku finansowym dobre obyczaje powinny ujawniać się poprzez należyte spełnianie obowiązków informacyjnych przez przedsiębiorców oferujących konsumentom dane produkty, a także zapewnienie należytego zrozumienia przez konsumenta, jaki charakter będzie miała umowa, którą zamierza zawrzeć oraz jakiego produktu czy jakiej usługi dotyczy (Dobaczewska, 2018, s. 30). Wydaje się więc, że w odniesieniu do obrotu konsumenckiego na rynku kapitałowym, w szczególności w ramach oferowania instrumentów finansowych, za działanie zgodne z dobrymi obyczajami należy uznać rzetelne przedstawienie informacji o emitencie, a także o obligacjach jako instrumencie finansowym, którego charakter może być skomplikowany dla przeciętnego konsumenta. Jako naruszenie dobrych obyczajów w ramach prywatnej emisji obligacji zakwalifikować można będzie zarówno działania emitenta (np. polegające na nierzetelnym przekazaniu informacji na temat stanu finansowego czy perspektyw rozwoju emitenta), jak i oferującego (np. przejawiające się w wywieraniu presji na inwestorów, mającej na celu wymuszenie na nich złożenia zapisu na obligacje czy prezentujące inwestycję niezgodnie z jej charakterem).

## 2.2. Szczególne formy naruszenia zbiorowego interesu konsumentów

Przepisy uokik przewidują również szczególne przykłady praktyk, w odniesieniu do których można mówić, że naruszają zbiorowe interesy konsumentów (zob. wyżej). Poniżej przedstawię ograniczoną analizę szczególnych form naruszenia zbiorowego interesu konsumentów i przytoczę przykłady, które w ramach emisji obligacji mogą mieć miejsce. Wyliczenie to nie będzie jednak miało charakteru wyczerpującego.

Pierwszy z tych szczególnych przykładów odnosi się do naruszenia obowiązku udzielania konsumentom rzetelnej, prawdziwej i pełnej informacji (art. 24 ust. 2 pkt 2) uokik). Udzielenie konsumentowi informacji o takich cechach odbywa się na etapie przedkontraktowym. Zamieszczenie w ramach szczególnych przykładów naruszenia zbiorowego interesu konsumentów tej formy podkreśla w dużej mierze prewencyjny charakter art. 24 uokik. Podmiotem naruszającym ten przepis może w pierwszej kolejności być emitent, w przypadku gdy w materiałach ofertowych zawrze informacje, które nie będą w pełni prawdziwie i rzetelnie przedstawiać aktualnego stanu finansowego, biznesowego, prawnego czy też perspektyw jego działalności. Jednocześnie jednak nie można wykluczyć, że podmiotem naruszającym będzie również oferujący, przy czym ta kwalifikacja będzie zależała od informacji przekazywanych przez oferującego inwestorom-konsumentom niejako poza dokumentacją ofertową, np. w ramach rozmowy telefonicznej.

Kolejnym ze szczególnych przykładów jest podejmowanie wobec konsumentów działań kwalifikujących się jako nieuczciwe praktyki rynkowe lub czyny nieuczciwej konkurencji. W doktrynie wskazuje się, że zakresem uregulowania ustawy o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji<sup>13</sup> objęte są w przeważającej mierze stosunki pomiędzy przedsiębiorcami, a do stosunków pomiędzy przedsiębiorcami i konsumentami stosuje się przepisy ustaw o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym<sup>14</sup> (Dobaczewska, 2018, s. 26–27). Wydaje się jednak, że pominięcie w analizie przepisów uznk mogłoby negatywnie wpłynąć na warstwę merytoryczną niniejszego artykułu. Z uwagi na zakres tej pracy nie uważam jednak za wskazane przeprowadzenie pogłębianej analizy uznk i upnpr. W konsekwencji, w ramach analizy zasad ochrony realizowanej na podstawie tych ustaw ograniczę się do wskazania zakresu ochrony realizowanego na podstawie obu ww. aktów prawnych.

Przepisy uznk w zakresie odpowiadającym ochronie konsumentów (w nomenklaturze ustawy) klientów skupiają się przede wszystkim na etapie przedkontraktowym, gwarantując uznanie za czyny nieuczciwej konkurencji w tym zakresie naruszenia związane z nieprawdziwym przedstawianiem informacji o przedsiębiorcy lub produktach przez niego oferowanych, a także nieuczciwych praktykach w zakresie reklamy. Tym samym należy wskazać, że przepisy uznk są w dużej mierze tożsame z przepisami upnpr w odniesieniu do zakresu i chwili realizacji ochrony konsumentów, a w konsekwencji rozważania związane z zakresem ochrony na gruncie upnpr znajdą swoje odpowiednie zastosowanie do ochrony realizowanej na gruncie uznk. Dlatego też w dalszej części artykułu skupię się jedynie na ochronie realizowanej przez przepisy upnpr.

Należy bowiem wskazać, że przepisy upnpr również skupiają się w przeważającej mierze na ochronie konsumentów na etapie przedkontraktowym, regulując pojęcia „praktyki rynkowej” (art. 2 pkt 4) upnpr) jako działania lub zaniechania przedsiębiorcy, sposób postępowania, oświadczenie lub informację handlową (którą może być np. reklama lub marketing), które są bezpośrednio związane z promocją lub nabyciem produktu<sup>15</sup> przez konsumenta oraz określając jakie praktyki rynkowe uznawane są za nieuczciwe. Ochrona realizowana przez upnpr znajduje swoje zastosowanie na dwóch płaszczyznach – po pierwsze w zakresie przekazywania informacji związanych

<sup>13</sup> Ustawa z 16.04.1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji (t.j. DzU 2019, poz. 1010) (dalej: uznk).

<sup>14</sup> Ustawa z 23.08.2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (t.j. DzU 2017, poz. 2070) (dalej: upnpr).

<sup>15</sup> Zgodnie z zasadami prokonsumenckiej wykładni, pojęcie „produktu” może dotyczyć również papierów wartościowych, ponieważ w jego zakresie znaczeniowy wchodzi również pojęcie „towaru”. Z uwagi na fakt, że z perspektywy systemowej najistotniejszym aktem prawnym w zakresie ochrony konsumentów jest uokik, która w ramach definicji towaru wprost wskazuje papiery wartościowe (art. 4 pkt 7) uokik), możliwe w mojej ocenie jest zakwalifikowanie w ramach definicji produktu wskazanej w upnpr również obligacji.



z produktem (art. 5–7 upnpr), po drugie poprzez zapewnienie właściwego sposobu oferowania produktu, wprowadzając pojęcie „agresywnej praktyki rynkowej” (art. 8 i 9 upnpr). W konsekwencji za nieuczciwe praktyki rynkowe na gruncie upnpr, które mogą zostać zakwalifikowane jako naruszające zbiorowe interesy konsumentów w toku prywatnej emisji obligacji można uznać zarówno naruszenia o charakterze informacyjnym (np. przekazanie wprowadzających w błąd informacji dotyczących emitenta lub obligacji jako oferowanego produktu), jak i naruszenia związane ze sposobem oferowania obligacji, polegające na wywieraniu nieuzasadnionej presji lub niedostosowanym do sytuacji sposobem oferowania. Dlatego też należy wskazać, że szczególnego sposobu naruszenia zbiorowych interesów konsumentów określonego w art. 24 ust. 2 pkt 3) uokik, może dopuścić się zarówno emitent, jak i oferujący.

Ostatnim w przykładów jest tzw. *misselling*, czyli proponowanie konsumentom nabycia usług finansowych nieodpowiadających ich potrzebom (które powinny zostać ustalone zgodnie z dostępnymi przedsiębiorcy informacjami o danym konsumencie) lub proponowanie nabywania takich usług w sposób nieadekwatny do ich charakteru. W pierwszej kolejności należy ustalić, jakie jest rozumienie pojęcia usługi finansowej na gruncie przepisów uokik, w związku z faktem, że ustawa ta nie zawiera legalnej definicji tego pojęcia. W doktrynie wskazuje się, że możliwe jest odpowiednie stosowanie pojęcia usługi finansowej zawartej w ustawie o prawach konsumenta<sup>16</sup> (Sroczyński, 2016). Przepisy upk wskazują na bardzo szeroki zakres pojęcia usługi finansowej (art. 4 ust. 2 upk), wskazując również na umowy nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym, czy umów nabycia i objęcia certyfikatów inwestycyjnych funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Z uwagi na fakt, że certyfikat inwestycyjny jest papierem wartościowym w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. a) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>17</sup> wydaje się, że nic nie stoi na przeszkodzie, żeby do usług finansowych kwalifikować również umowę nabycia obligacji. W konsekwencji należy dojść do wniosku, że proponowanie nabycia obligacji w sposób, o którym mowa w art. 24 ust. 2 pkt 4) uokik, może spełniać kryteria uznania za *misselling*.

Jednocześnie należy zaznaczyć, że tego rodzaju praktyki naruszającej zbiorowe interesy konsumentów dopuścić się może oferujący (przyjmując oczywiście założenie, że to on odpowiada za marketing i dystrybucję obligacji emitenta). Tym samym, za przejaw *missellingu* w ramach oferowania obligacji można będzie uznać np. proponowanie nabycia obligacji w sytuacji, gdy konsument-inwestor nie ma potrzeby inwestowania w obligacje jako lokatę swoich środków lub poprzez informowanie takiego inwestora, że obligacje są niczym innym, jak lokatą bankową, przy czym mają korzystniejsze oprocentowanie. Można również wyobrazić sobie sytuację, w której obligacje oferowane są w sposób nieadekwatny do ich charakteru, np. gdy w ramach rozmowy telefonicznej oprócz informacji dotyczących potencjalnych produktów bankowych, oferujący przekazuje również informacje o możliwości zainwestowania w obligacje, kreując tym samym sytuację, w której konsument-inwestor nie będzie w pełni rozróżniał obligacji, jako instrumentu inwestycyjnego, od produktu bankowego, np. lokaty bankowej.

<sup>16</sup> Ustawa z 30.05.2014 r. o prawach konsumenta (t.j. DzU 2019, poz. 134 ze zm.); dalej: upk.

<sup>17</sup> Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. DzU 2018, poz. 2286 ze zm.).

### 2.3. Decyzje Prezesa UOKiK

Pewnym wsparciem w zakresie ustalania, jakie czynności w toku procesu emisyjnego obligacji w trybie oferty prywatnej mogą stanowić naruszenie zbiorowych interesów konsumentów, mogą okazać się również decyzje Prezesa UOKiK wydane na podstawie przepisów uokik. W ramach poniższej analizy, w związku z ograniczonym charakterem niniejszego artykułu, przytoczę jedynie dwie decyzje Prezesa UOKiK, które wprost odnoszą się do oferowania obligacji w trybie emisji prywatnej.

Pierwszą decyzją dotyczącą naruszeń związanych z procesem oferowania obligacji będącą przedmiotem analizy jest decyzja Prezesa UOKiK wydana w związku z oferowaniem przez spółkę Idea Bank S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: Idea Bank) obligacji korporacyjnych spółki GetBack (obecnie w restrukturyzacji)<sup>18</sup>. W ramach tej decyzji Prezes UOKiK uznał za praktykę naruszającą zbiorowe interesy konsumentów działania Idea Banku, polegające na wprowadzaniu konsumentów w błąd poprzez rozpowszechnianie nieprawdziwych informacji odnośnie do gwarancji zysku z obligacji, bezpieczeństwa inwestycji, poprzez porównywanie obligacji do lokaty bankowej czy obligacji skarbowych lub odnośnie do objęcia emisji obligacji nadzorem KNF. Co więcej, Prezes UOKiK wskazał, że również rozpowszechnianie informacji odnośnie do ekskluzywności oferowanych obligacji, dużego zainteresowania oraz wywieranie presji poprzez przekazywanie informacji o ograniczonym czasie, w którym inwestorzy mogą nabyć obligacje, również stanowiło naruszenie zbiorowego interesu konsumentów. Tym samym należy wskazać, że Prezes UOKiK, analizując sposób oferowania obligacji GetBack przez Idea Bank, wskazał na nieprawidłowości odnoszące się przede wszystkim do stosunku pomiędzy inwestorem-konsumentem a oferującym obligacje GetBack. Nieprawidłowości te przybierały formę przede wszystkim naruszenia obowiązków związanych z obowiązkiem przedstawienia konsumentom odpowiedniej informacji dotyczącej obligacji oferowanych przez Idea Bank, a także sposobu, w jaki to oferowanie się odbywało i miało miejsce na etapie przedkontraktowym emisji.

Kolejną z decyzji Prezesa UOKiK wartych przeanalizowania w kontekście niniejszego artykułu jest decyzja wydana w związku z oferowaniem przez spółkę Polski Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie (obecnie PNP S.A. z siedzibą w Warszawie) (dalej: PDM) obligacji GetBack<sup>19</sup>. Wskazać należy, że postępowanie prowadzone przez Prezesa UOKiK w odniesieniu do PDM miało na celu ustalenie czy działania podejmowane przez PDM w związku z oferowaniem i sprzedażą obligacji GetBack<sup>20</sup> mogły naruszyć zbiorowe interesy konsumentów. W toku postępowania Prezes UOKiK stwierdził, że niektóre postanowienia wzorca umowy (stanowiącego w tym przypadku formularz przyjęcia propozycji nabycia obligacji stosowany w ramach oferowania obligacji GetBack) spełniają przesłanki do uznania ich za klauzule abuzywne. Postanowieniem takim było oświadczenie inwestora-konsumenta stwierdzające, że nie złożono mu żadnych oświadczeń lub nie przekazano informacji sprzecznych z tymi, które były zawarte w propozycji nabycia obligacji lub warunkach emisji. Prezes UOKiK w ramach analizowanej decyzji stwierdził niedopuszczalność wywoływania u konsumentów poczucia, że za niebyłe uznaje się wszelkie inne informacje przekazane w ramach

<sup>18</sup> Decyzja częściowa nr RBG – 13/2019 Prezesa UOKiK z 1.08.2019 r.

<sup>19</sup> Decyzja nr RBG – 2/2019 Prezesa UOKiK z 4.02.2019 r.

<sup>20</sup> Na marginesie należy wskazać, że postępowanie to zostało wszczęte wobec dwóch podmiotów – Idea Banku oraz PDM. Efekty tego postępowania w odniesieniu do Idea Banku również zostały przytoczone w ramach niniejszego artykułu.

procesu oferowania obligacji. Tym samym należy dojść do wniosku, że decyzja Prezesa UOKiK efektywnie odnosi się do naruszeń przedsiębiorcy w ramach etapu przedkontraktowego.

## V. Możliwość naruszenia zbiorowych interesów konsumentów w toku emisji obligacji

Zaprezentowane powyżej rozważania prowadzą do wniosku, że możliwe jest naruszenie zbiorowych interesów konsumentów w toku prywatnej emisji obligacji. Podmiotami, które mogą dopuścić się takiego naruszenia są zarówno emitent, jak i oferujący. Jednocześnie należy wskazać, że potencjalne naruszenie zbiorowego interesu konsumentów może przybrać formę odpowiadającą ogólnym przesłankom, tj. działania niezgodnego z prawem oraz naruszenia dobrych obyczajów, jak również jedną z form szczególnych wyznaczanych przez art. 24 ust. 2 pkt 2)–4) uokik. Nie ulega wątpliwości, że określenie wszelkiego rodzaju naruszeń, jakie mogą mieć miejsce w toku oferowania instrumentów finansowych jest zadaniem trudnym, o ile nie niemożliwym. Przedstawiona wyżej analiza wybranych decyzji Prezesa UOKiK wskazuje jednak na pewne reguły, zgodnie z którymi takie określenie może zostać przeprowadzone. W pierwszej kolejności należy wskazać, że potencjalne naruszenie zbiorowego interesu konsumentów w głównej mierze będzie obserwowane na etapie przedkontraktowym procesu emisji obligacji. W tym zakresie na szczególną uwagę zasługiwać będzie zarówno treść informacji przedstawianych potencjalnym inwestorom, jak i sposób ich prezentowania. Informacje przedstawiane w toku emisji obligacji są informacjami dotyczącymi emitenta, a także warunków oferty. W konsekwencji, główny ciężar przedstawienia zgodnych z prawdą i rzetelnych informacji będzie ciążył na emitencie obligacji, ale także na oferującym, który nie powinien przedstawiać emitenta i jego działalności, perspektyw rozwoju oraz stanu finansowego w sposób inny, aniżeli wynikający z informacji sporządzonych lub przekazanych przez emitenta.

Nie można jednak pomijać roli podmiotu oferującego obligacje w procesie ich emisji. W tym zakresie szczególnie nacisk powinien zostać położony na sposób oferowania obligacji. Przez oferowanie obligacji w sposób naruszający zbiorowe interesy konsumentów będą w szczególności rozumiane czynności oferującego, które:

- 1) wywierają na konsumenta nieuzasadniony nacisk, np. wywieranie presji czasowej, rozumianej jako komunikowanie konsumentowi, że jest to oferta ograniczona w czasie, która cieszy się wyjątkowym zainteresowaniem i brak podjęcia decyzji inwestycyjnej w trakcie rozmowy lub spotkania może skutkować utratą tej okazji;
- 2) w niewłaściwy sposób przedstawiają informacje dotyczące charakteru oferowanych obligacji, np. utożsamiając je z obligacjami skarbowymi, jak również przekazywanie informacji o wysokim stopniu bezpieczeństwa inwestycji albo o gwarantowanej stopie zwrotu;
- 3) są skierowane do konsumentów, którzy nie posiadają wystarczającej wiedzy o zasadach działania rynku kapitałowego czy samych obligacji lub wykazują się niechętnym nastawieniem do inwestowania na rynku kapitałowym.

Warto ponownie podkreślić, że w odniesieniu do procesu oferowania obligacji inwestorom-konsumentom informacja przedkontraktowa przekazywana przez emitenta lub oferującego ma bardzo istotne znaczenie. Wynika to z faktu, że nabycie obligacji przez konsumenta ma charakter w dużej mierze nieodwracalny, a wiąże się to z koniecznością zainwestowania znacznych

środków<sup>21</sup>. Tym samym konsumenci inwestujący swoje środki na rynku kapitałowym powinni być objęci możliwie szeroką ochroną skierowaną na zapewnienie im przede wszystkim stosownego dostępu do informacji oraz możliwość wystarczającego namysłu przed podjęciem decyzji odnośnie do inwestycji.

## VI. Podsumowanie

Celem niniejszego artykułu była analiza możliwości naruszenia zbiorowego interesu konsumentów w toku prywatnej emisji obligacji. W pierwszej części przedstawiono sposób rozumienia pojęcia „prywatnej emisji obligacji” w kontekście najnowszych zmian dotyczących zasad oferowania papierów wartościowych. Przeprowadzona następnie analiza wskazała na sposób rozumienia pojęcia „zbiorowego interesu konsumenta” oraz form jego naruszenia, co dało asumpt do przeprowadzenia rozważań dotyczących form, w jakich może dojść do naruszenia zbiorowego interesu konsumentów w toku prywatnej emisji obligacji.

Wnioski wynikające z niniejszego artykułu przedstawiają się w sposób następujący.

1. Zbiorowy interes konsumentów, jako kategoria przewidziana przez przepisy uokik, ma na celu ochronę szerokiego grona konsumentów w każdym sektorze gospodarki. Tym samym niemożliwe jest uznanie, że nie znajduje on zastosowania do interesu konsumentów inwestujących swoje środki na rynku kapitałowym.
2. W toku prywatnej emisji obligacji przeprowadzanej na podstawie art. 33 pkt 2 uo podmiotami, które mogą naruszyć zbiorowy interes konsumentów są zarówno emitenci, jak i firmy inwestycyjne, które oferują obligacje, kierując swoje działania na konsumentów.
3. Naruszenie zbiorowego interesu konsumentów będzie miało miejsce najprawdopodobniej na etapie przedkontraktowym i przybierze formę albo nieprzekazania konsumentowi wystarczających informacji dotyczących emitenta, oferowanego produktu oraz praw i obowiązków konsumenta wynikających z nabycia obligacji albo nieprawidłowości w zakresie samego procesu oferowania obligacji.
4. Naruszenia dokonywane czy to przez emitenta, czy przez oferującego w toku prywatnej emisji obligacji mogą spełniać zarówno przesłanki ogólne uznania danych działań za praktyki naruszające zbiorowe interesy konsumenta (tj. sprzeczność z prawem lub dobrymi obyczajami), jak i przesłanki szczegółowe, tj. brak przekazania rzetelnej i prawdziwej informacji, stosowanie nieuczciwych praktyk rynkowych lub dopuszczanie się czynów nieuczciwej konkurencji, a także *misselling*.

## Bibliografia

- Cyman, D. (2017). W: A. Drwiłło, A. Jurkowska-Zeidler, *System prawnofinansowy Unii Europejskiej*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Dobaczewska, A. (2018). Misselling usług finansowych w kontekście naruszenia dobrych obyczajów. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 109. <https://doi.org/10.26485/SPE/2018/109/2>.
- Drwiłło, A. i Jurkowska-Zeidler, A. (2017). *System prawnofinansowy Unii Europejskiej*. Warszawa: Wolters Kluwer.

<sup>21</sup> Wskazać bowiem należy, że w praktyce polskiego rynku kapitałowego najczęstszą wartością nominalną oferowanych obligacji jest 1000 złotych, a więc wielkość zainwestowanych środków będzie w wielu przypadkach stanowiła jej wielokrotność.

- Dybiński, J. (2018). Pojęcie konsumenta na rynku kapitałowym w prawie polskim i unijnym. *Kwartalnik Prawa Prywatnego*, 2.
- Krasnodębska-Tomkiel, M. (2016). Nowelizacja ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów – istota i spodziewane skutki najważniejszych zmian. *Monitor Prawniczy*, 11.
- Pietrancosta, A. i Marraud des Grottes, A. (2018). Has the Notion of 'Private Offerings' Been Abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?. *Bulletin Joly Bourse*, 01/01/2018 – n.1. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3124225>.
- Sieradzka, M. (2014). Identyfikacja przeszkód w skutecznym dochodzeniu przez konsumentów roszczeń z tytułu naruszenia zakazu praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów w postępowaniu grupowym. *iKAR*, 4.
- Sieradzka, M. (2012). Instrumenty ochrony konsumentów w ustawie o ochronie konkurencji i konsumentów z 2007 r. – potrzeba zmian? *iKAR*, 2(1).
- Sroczyński, J. (2016). Misselling: nowy rodzaj zakazanej praktyki naruszającej zbiorowe interesy konsumentów. *PUG*, 4.
- Wojtaszek-Mik, E. (2018). Charakter prawny wzorów formularzy informacyjnych w obrocie konsumenckim. *Przegląd Prawa Handlowego*, 8.
- Woźniak, R. (2015). Charakter prawny propozycji nabycia obligacji. *Przegląd Prawa Handlowego*, 7.
- Woźniak, R. (2016). Ponownie o charakterze prawnym propozycji nabycia obligacji. *Przegląd Prawa Handlowego*, 6.
- Zapadka, P. (2012). *Usługi bankowości inwestycyjnej*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.