



## Działania państwa wobec spółki zarządzającej wierzytelnościami

# Nieskuteczny nadzór nad GetBack S.A.

**KAMIL MOSER**

*Najwyższa Izba Kontroli zbadała na wniosek Prezesa Rady Ministrów działania organów i instytucji państwowych wobec zarządzającej wierzytelnościami spółki GetBack S.A., której funkcjonowanie doprowadziło inwestorów do ogromnych strat finansowych. W artykule skupiono się na wydarzeniach poprzedzających moment ujawnienia jej problemów. Ułatwia to odpowiedź na pytanie, czy było możliwe uniknięcie lub ograniczenie strat nabywców obligacji spółki.*

### Wstęp

Komisja Nadzoru Finansowego (dalej: KNF) 17 kwietnia 2018 r. opublikowała komunikat w sprawie zawieszenia obrotu wszystkimi instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez GetBack S.A. (dalej również: spółka GetBack lub Spółka). Bezpośrednią przyczyną takiej decyzji było przekazanie do publicznej wiadomości przez Spółkę poufnej informacji o pozytywnym zaangażowaniu w rozmowy z bankiem PKO BP S.A. oraz Polskim Funduszem Rozwoju S.A. na temat udzielenia finansowania o charakterze kredytowo-inwestycyjnym. W tym samym dniu zarówno PKO BP S.A. jak i Polski Fundusz Rozwoju S.A. zdementowały te informacje<sup>1</sup>. Nieprawidłowości w GetBack S.A. pojawiły się jednak wcześniej, co wykazała

późniejsza kontrola KNF w tym podmiocie. W momencie ujawnienia problemów finansowych Spółki wartość wyemitowanych przez nią i niewykupionych obligacji korporacyjnych przekraczała 2,5 mld zł. Pokrzywdzeni zostali również jej akcjonariusze, którzy nie dysponowali prawdziwymi informacjami dotyczącymi spółki przy podejmowaniu decyzji o inwestycji.

Przed podjęciem działań kontrolnych do Najwyższej Izby Kontroli docierały skargi oraz sygnały od nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego, z których wynikało, że dochodziło do przypadków wprowadzania w błąd inwestorów podczas nabywania tych obligacji. Instrumenty te przedstawiano jako produkt bezpieczniejszy od lokat bankowych oraz mające zapewniać ponadprzeciętne dochody.

<sup>1</sup> Komunikat KNF ws. zawieszenia obrotu wszystkimi instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez spółkę GetBack S.A., <<https://www.parkiet.com/assets/pdf/PA260595417.pdf>>, dostęp: 8.6.2020.

NIK badała działania nadzorcy nad rynkiem finansowym oraz podmiotów odpowiedzialnych za zapewnienie jego prawidłowego funkcjonowania i ochrony praw uczestników. Po ujawnieniu problemów Spółki z regulowaniem zobowiązań instytucji i organy państwowe objęły ją wieloma kontrolami, w trakcie których wykazano liczne nieprawidłowości w jej działaniu. Było już jednak za późno, aby zapobiec stratom inwestorów nabywających obligacje korporacyjne. Warto zatem przeanalizować jakie działania podejmowały organy i instytucje państwowe wtedy, gdy Spółka dynamicznie rozwijała swoją działalność oraz powiększała sumę zobowiązań z tytułu emisji obligacji korporacyjnych oraz jakie mechanizmy ostrożnościowe wówczas zawiodły<sup>2</sup>.

### Działalność spółki GetBack i jej rozwój

GetBack S.A. w restrukturyzacji jest przedsiębiorstwem zajmującym się zarządzaniem wierzytelnościami. Rozpoczęła działalność gospodarczą w marcu 2012 r. Na dzień zatwierdzenia prospektu emisyjnego akcji przez Komisję Nadzoru Finansowego w czerwcu 2017 r. była

już w czołówce polskich firm windykacyjnych<sup>3</sup>. Jej dynamiczny rozwój opierał się głównie na finansowaniu przez emisję dłużnych papierów wartościowych. Spółka emitowała obligacje przede wszystkim w ramach oferty prywatnej, ale także w ramach oferty publicznej. W lipcu 2017 r. jej akcje zostały wprowadzone do publicznego obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: GPW)<sup>4</sup>. Wcześniej Spółka należała do Grupy Getin Holding i jej jedynym akcjonariuszem była Idea Expert S.A., która 9 lipca 2014 r. nabyła 100% akcji w kapitale zakładowym GetBack S.A.<sup>5</sup>

24 września GetBack S.A. uzyskała zezwolenie KNF na zarządzanie wierzytelnościami funduszy sekurytyzacyjnych na podstawie art. 192 ust. 1 ustawy z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi<sup>6</sup> (dalej: ustawa o funduszach). Od momentu otrzymania zezwolenia, zgodnie z art. 46 ust. 2a ustawy z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym<sup>7</sup> GetBack mogła zawierać z towarzystwami zarządzającymi funduszami sekurytyzacyjnymi umowy zarządzania całością lub częścią portfela inwestycyjnego,

<sup>2</sup> Op. cit. Informacja o wynikach kontroli NIK: *Działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki GetBack S.A., podmiotów oferujących papiery wartościowe oraz ją audytujących*, dalej: Informacja o wynikach kontroli NIK w sprawie GetBack, s. 10, <<https://www.nik.gov.pl/plik/id,21685,vp,24335.pdf>>.

<sup>3</sup> Prospekt emisyjny akcji spółki GetBack zatwierdzony 16.6.2017. Dalej: Prospekt emisyjny akcji GetBack, s. 160, 166-167, <<https://www.getbacksa.pl/images/relacje-inwestorskie/oferta-publiczna/akcje/getback-prospekt-emisyjny-akcji.pdf>>. Dostęp: 8.6.2020.

<sup>4</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK w sprawie GetBack, s. 38, 41.

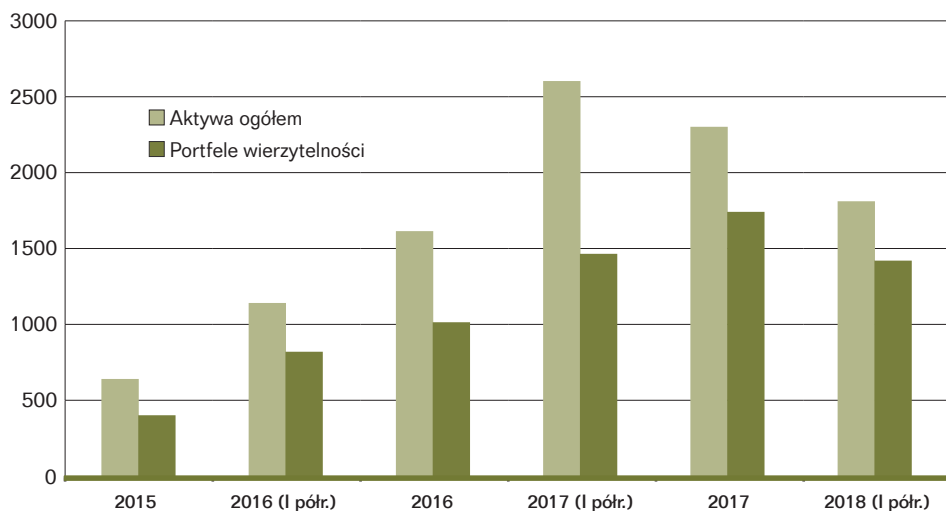
<sup>5</sup> Prospekt emisyjny obligacji GetBack zatwierdzony 9.3.2017, dalej: Prospekt emisyjny obligacji, s. 50, <[https://www.getbacksa.pl/images/relacje-inwestorskie/oferta-publiczna/GetBack\\_SA\\_Prospekt\\_emisji\\_obligacji\\_zatwierdzony\\_9\\_marca\\_2017\\_roku.pdf](https://www.getbacksa.pl/images/relacje-inwestorskie/oferta-publiczna/GetBack_SA_Prospekt_emisji_obligacji_zatwierdzony_9_marca_2017_roku.pdf)>, dostęp: 8.6.2020.

<sup>6</sup> Dz.U. z 2018 r. poz. 1355, ze zm.

<sup>7</sup> Dz.U. z 2018 r. poz. 621, z późn. zm.



Rysunek 1. Aktywa grupy kapitałowej GetBack S.A., w tym wartość portfeli wierzytelności w jej posiadaniu w okresie 2015 r. – I półr. 2018 r. (dane w mln zł)



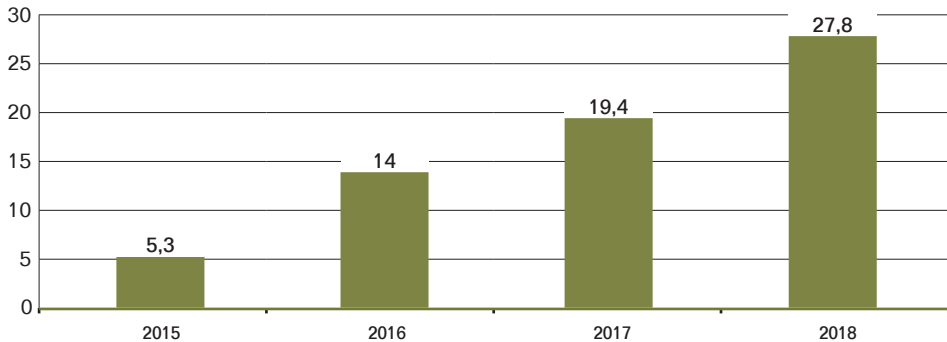
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych GetBack S.A.

obejmującego pulę wierzytelności lub sekurytyzowane wierzytelności, czyli pełnić rolę serwisera. W ramach zarządzania wierzytelnościami mogła kupować portfele wierzytelności oraz prowadzić czynności windykacyjne zarówno na własny rachunek, jak również w ramach umów o zarządzanie portfelami z innymi podmiotami. Na dzień zatwierdzenia prospektu emisyjnego obligacji w skład Grupy Kapitałowej GetBack wchodziła Spółka oraz 12 podmiotów bezpośrednio lub pośrednio od niej zależnych. Były to w większości niestandardyzowane sekurytyzacyjne fundusze inwestycyjne zamknięte, czyli fundusze, które przeznaczają pieniądze swoich uczestników na zakup wierzytelności<sup>8</sup>.

Model biznesowy spółki, opisany m.in. w zaakceptowanym przez KNF prospekcie emisyjnym akcji, opierał się głównie na zarządzaniu wierzytelnościami w dwóch segmentach: własnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz zewnętrznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych. W ramach pierwszego segmentu działalności spółka GetBack kupowała i obsługiwała portfele wierzytelności na własny rachunek (rachunek samej Spółki oraz rachunki funduszy wchodzących w skład grupy kapitałowej GetBack). W ramach drugiego segmentu Spółka zarządzała portfelami inwestycyjnymi obejmującymi wierzytelności zewnętrznych zamkniętych funduszy inwestycyjnych. Wśród podmiotów

<sup>8</sup> Prospekt emisyjny obligacji GetBack, s. 52.

Rysunek 2. Wartość wierzytelności zarządzanych przez grupę kapitałową GetBack S.A. w latach 2015–2018 (dane w mld zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników kontroli NIK.

zewnątrznych znajdowali się głównie krajowi inwestorzy indywidualni a także fundusze inwestycyjne zamknięte, w których inwestorami byli przede wszystkim instytucjonalni inwestorzy zagraniczni<sup>9</sup>.

Zgodnie z danymi zawartymi w prospekcie emisyjnym obligacji istotne zwiększenie skali działalności Spółki nastąpiło w pierwszej połowie 2016 r. w związku ze znaczącym wzrostem wartości nominalnej zarządzanych przez nią wierzytelności. W drugim kwartale 2016 r. wynosiła ona ok. 17 mld zł, co oznaczało wzrost o 126% w stosunku do stanu na koniec drugiego kwartału 2015 r.<sup>10</sup> Jak dynamiczny był to rozwój w tym okresie wskazują wartości jej aktywów, które w ciągu pół roku wzrosły z wartości 655,4 mln zł na koniec 2015 r. do 1 159,8 mln zł w drugim kwartale 2016 r., co oznacza wzrost o 77%. Wartość nabytych przez Spółkę portfeli

wierzytelności wzrosła w tym czasie dwukrotnie.

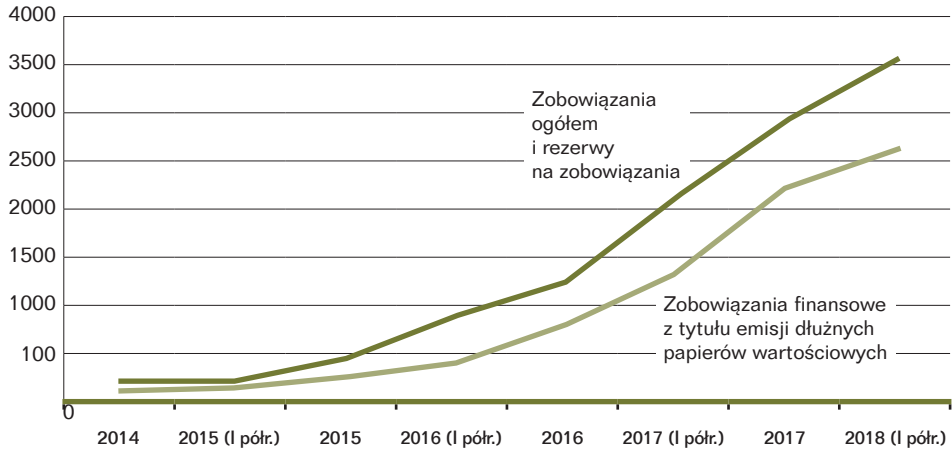
Na koniec drugiego kwartału 2017 r. wartość aktywów ogółem GetBack S.A. wynosiła już 2,6 mld zł co oznaczało ponaddwukrotny wzrost sumy bilansowej w stosunku do stanu z połowy 2016 r. Równie szybko rosły zobowiązania Spółki z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych. W analogicznym okresie zobowiązania z tego tytułu wzrosły o 220%, osiągając na koniec drugiego kwartału 2017 r. poziom 1,3 mld zł. W połowie 2018 r. wartość tej pozycji bilansowej wynosiła już 2,6 mld zł. Swoją dynamiczny rozwój Spółka finansowała przede wszystkim emitując obligacje w ramach oferty prywatnej (dalej: obligacje prywatne). Grupa kapitałowa GetBack do 11 kwietnia 2018 r. wyemitowała łącznie 401 serii obligacji prywatnych na kwotę nominalną 3 560,1 mln zł, natomiast

<sup>9</sup> Prospekt emisyjny akcji GetBack, s. 161-162.

<sup>10</sup> Prospekt emisyjny obligacji s. 51.



Rysunek 3. **Zobowiązania ogółem grupy kapitałowej GetBack S.A., w tym z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w okresie 2014 r. – I półr. 2018 r. (dane w mln zł)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych GetBack S.A.

w ramach emisji publicznej (dalej: obligacje publiczne) jedynie 6 serii obligacji na kwotę nominalną 256,4 mln zł.

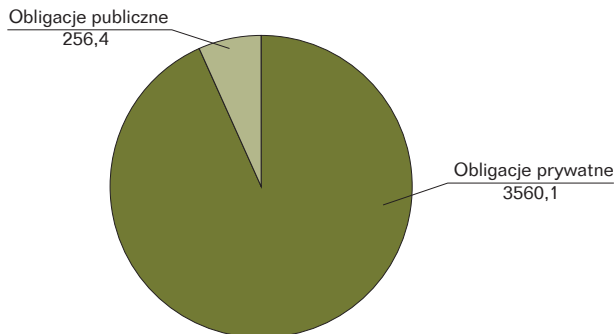
Warto w tym miejscu odróżnić emisję obligacji dokonywaną w ramach oferty prywatnej od emisji dokonywanej w ramach oferty publicznej określonej w ustawie z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>11</sup> (dalej: ustawa o ofercie publicznej) przed jej nowelizacją z 16 października 2019 r. Emisja prywatna obligacji polegała na udostępnianiu maksymalnie 149 osobom informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę

do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych oraz nie wymagała sporządzenia pełnego, sformalizowanego dokumentu informacyjnego (prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego). Emisja publiczna polegała natomiast na udostępnianiu co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych oraz wymagała, poza pewnymi wyjątkami, udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego<sup>12</sup>. Biorąc pod uwagę mniejsze wymogi informacyjne oraz ograniczone

<sup>11</sup> Dz.U. z 2019 r. poz. 623, ze zm.

<sup>12</sup> Art. 3 ustawy o ofercie publicznej przed nowelizacją z 16.10.2019.

Rysunek 4. Struktura obligacji emitowanych przez GetBack S.A. (dane w mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników kontroli NIK.

grono odbiorców, oferta prywatna miała, co do zasady, stanowić rozwiązanie dla doświadczonych inwestorów. Takie rozwiązanie miało jednak wadę polegającą na braku ograniczeń co do liczby możliwych serii obligacji prywatnych w określonym czasie. Z niesprawności takiego rozwiązania korzystała spółka GetBack, która emitowała dużą liczbę serii obligacji, z których każda była kierowana do grupy liczącej nie więcej niż 149 inwestorów.

W powyższy sposób, zgodnie z literą prawa, Spółka mogła zadłużać się przez emisję obligacji z pominięciem istotnych obowiązków informacyjnych związanych z emisją publiczną. Rozwiązaniem było wprowadzenie obowiązku opublikowania memorandum informacyjnego zatwierdzonego przez KNF wobec emitentów papierów wartościowych dla każdej kolejnej oferty publicznej papierów wartościowych tego samego rodzaju. Miała być kierowana do inwestorów innych niż kwalifikowani,

przeprowadzana w tym samym roku kalendarzowym, jeżeli łączna liczba osób, którym zaoferowano papiery wartościowe, przekracza 149 w okresie poprzednich 12 miesięcy. Wymóg ten wprowadzony został na mocy ustawy z 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych i niektórych innych ustaw<sup>13</sup>.

Dodatkowo, do 1 lipca 2019 r. nie było obowiązku rejestracji obligacji prywatnych. Oznaczało to, że miały one formę papierową i o transakcji wiedziały tylko jej strony. Organy i instytucje państwowe nie były w stanie zweryfikować struktury emisji obligacji prywatnych, biorąc pod uwagę posiadane wówczas uprawnienia nadzorcze wobec Spółki. W związku z tym, dla przykładu, pozyskanie w ramach emisji obligacji prywatnych środków w wysokości 149 mln zł mogło wiązać się z nabyciem

<sup>13</sup> Dz.U. z 2019 poz. 2217.



przez 149 inwestorów jednej obligacji prywatnej po cenie 1 mln zł, jak również można było wyemitować 149 serii obligacji prywatnych i w ramach każdej zaoferować 100 inwestorom obligacje w cenie 10 tys. zł. Pierwszy przypadek jest co do zasady zgodny z celem stworzenia oferty prywatnej – mniejsze obowiązki informacyjne, lecz z uwagi na ograniczone grono odbiorców większa wartość pojedynczej obligacji, której nabyciem inwestor nieprofesjonalny byłby prawdopodobnie mniej zainteresowany. W drugim przypadku można nabyć obligację za 10 tys. zł, co biorąc pod uwagę obiecanie wysokie zyski oraz znacząco niższą cenę pojedynczej obligacji, stanowiło atrakcyjną ofertę dla nieprofesjonalnego inwestora. Wymagało to jednak rozbudowanej sieci sprzedaży, z czym Spółka poradziła sobie korzystając m.in. z kanałów sprzedaży banków.

Problem został dostrzeżony w ramach prac Zespołu Roboczego Rady Rozwoju Rynku Finansowego ds. przeglądu regulacji rynku obligacji korporacyjnych, powołanego na początku lipca 2018 r. przez Ministra Finansów, który przedstawił stosowne propozycje do projektu ustawy z 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku<sup>14</sup>. Na mocy

tej ustawy, 1 lipca 2019 r. wszedł w życie obowiązek rejestracji niepublicznych obligacji korporacyjnych i komunalnych, listów zastawnych oraz certyfikatów inwestycyjnych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych<sup>15</sup>.

## Ustalenia kontroli NIK

Zadaniem Najwyższej Izby Kontroli było kompleksowe zbadanie skuteczności działań zarówno nadzorca nad rynkiem finansowym, jak również szeregu instytucji zobowiązanych do zapewnienia prawidłowego funkcjonowania tego rynku i ochrony praw jego uczestników. Kontrolą objęto: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: UKNF), GPW, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (dalej: UOKiK), Biuro Rzecznika Finansowego, Ministerstwo Finansów oraz Komisję Nadzoru Audytowego. Do chwili ujawnienia problemów finansowych Spółki największe możliwości ewentualnego ograniczenia emisji obligacji prywatnych a tym samym późniejszych strat inwestorów miały KNF, GPW oraz częściowo UOKiK po otrzymaniu zawiadomienia sygnalisty<sup>16</sup>. Należy również zauważyć, że Ministerstwo Finansów przez cały okres rozwoju Spółki mogło zgłaszać propozycje legislacyjne, które mogłyby ograniczyć skalę emisji obligacji prywatnych przez GetBack S.A.

<sup>14</sup> Dz.U. poz. 2243, ze zm.

<sup>15</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK ws. GetBack, s. 61, 109.

<sup>16</sup> Możliwości podjęcia działań przez Rzecznika Finansowego były ograniczone ze względu na to, że GetBack S.A. zasadniczo nie jest podmiotem rynku finansowego i nie podlega reżimowi ustawy z 5.8.2015 o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym (Dz.U. z 2019 r. poz. 2279). Komisja Nadzoru Audytowego (dalej: KNA) do momentu ujawnienia problemów finansowych Spółki nie otrzymała oficjalnego zawiadomienia od KNF w sprawie możliwych nieprawidłowości w badaniach sprawozdań finansowych GetBack S.A. i jego grupy kapitałowej, co było uznawane przez KNA za standardowe działanie KNF w przypadku podejrzenia wystąpienia takich nieprawidłowości.

### Zezwolenie na zarządzanie wierzytelnościami

Na początkowym etapie rozwoju, po otrzymaniu zezwolenia na zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszy sekurytyzacyjnych, Spółka została objęta nadzorem KNF wyłącznie w odniesieniu do tej części obszarów prowadzonej działalności, która dotyczyła zarządzania aktywami funduszy inwestycyjnych. Oznaczało to, że KNF nie miała uprawnień do kompleksowego analizowania oraz kontrolowania działalności i sytuacji finansowej spółki GetBack. Organ nadzoru w trakcie kontroli NIK prezentował stanowisko, że nie ma znaczenia to, że Spółka przyjmowała od uczestników rynku finansowego środki i obciążała je ryzykiem. Zdaniem UKNF, sprawowanie pełnego nadzoru nad serwisem spoczywa na towarzystwach funduszy inwestycyjnych, będących organami funduszy sekurytyzacyjnych, których portfelami zarządza serwiser.

Należy w tym miejscu zauważyć, że KNF do lutego 2018 r. nie podjęła w Spółce ani jednej kontroli dotyczącej zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszy sekurytyzacyjnych. W związku z tym, przez 6 lat nadzorca nie weryfikował, czy Spółka wykonuje swoją działalność zgodnie z zasadami uczciwego obrotu i w sposób należycie zabezpieczający interesy uczestników funduszu sekurytyzacyjnego. Według NIK wcześniejsza kontrola była uzasadniona, zwłaszcza biorąc pod uwagę agresywny model działania

i dynamiczny wzrost skali działalności w krótkim okresie w ramach zarządzania portfelami inwestycyjnymi obejmującymi sekurytyzowane wierzytelności sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych. NIK zauważyła również, że UKNF w latach 2015–2017 przeprowadzał kontrole tego typu w podmiotach, których skala działalności była znacznie mniejsza niż GetBack S.A.<sup>17</sup>

### Pierwsze obligacje GetBack S.A. w Alternatywnym Systemie Obrotu

Rozpoczęcie notowań pierwszych obligacji prywatnych GetBack S.A., serii G i H, nastąpiło 24 marca 2016 r. w systemie notowań ciągłych. GPW rozpatrzyła pozytywnie i wprowadziła łącznie 23 serie obligacji prywatnych GetBack S.A. do Alternatywnego Systemu Obrotu GPW (dalej: GPW ASO). Należy w tym miejscu podkreślić, że KNF, aż do momentu pozyskania takich danych w ramach kontroli w Spółce rozpoczętej w lutym 2018 r., nie miała wiedzy na temat obligacji prywatnych, które nie zostały wprowadzone do obrotu. Wcześniejsze postulaty legislacyjne dotyczące obowiązku rejestracji niepublicznych obligacji korporacyjnych mogłyby przyczynić się do szybszej reakcji nadzorcy.

Zgodnie z § 5 ust. 2 załącznika Nr 1 do Regulaminu ASO opublikowany dokument informacyjny GetBack S.A., sporządzony na potrzeby wprowadzenia do GPW ASO obligacji serii G oraz serii H, zawierał na pierwszej stronie informację

<sup>17</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK ws. GetBack, s. 47-48.





pogrubiłą czcionką o treści: „Inwestorzy powinni być świadomi ryzyka jakie niesie ze sobą inwestowanie w instrumenty finansowe notowane w alternatywnym systemie obrotu, a ich decyzje inwestycyjne powinny być poprzedzone właściwą analizą, a także jeżeli wymaga tego sytuacja, konsultacją z doradcą inwestycyjnym. Treść niniejszego dokumentu informacyjnego nie była zatwierdzana przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. pod względem zgodności informacji w nim zawartych ze stanem faktycznym lub przepisami prawa”.

#### Zatwierdzenie przez KNF prospektu emisyjnego obligacji

Informacja tego typu nie pojawiła się jednak w prospektach emisyjnych obligacji i akcji zatwierdzanych przez KNF. W odróżnieniu od dokumentów informacyjnych sporządzonych na potrzeby wprowadzenia na GPW ASO, na pierwszej stronie prospektów emisyjnych akcji i obligacji znajdował się jedynie zapis: „Komisja Nadzoru Finansowego zatwierdziła niniejszy Prospekt w dniu (...)”. KNF nie zalecała emitentom wyjaśnienia co należy rozumieć przez to sformułowanie, pomimo że weryfikacja tych prospektów przez UKNF miała charakter formalny i została dokonana pod kątem kompletności dokumentu. Polegała ona w szczególności na sprawdzeniu, czy prospekt emisyjny zawiera

wszystkie informacje wymagane przez rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r.<sup>18</sup> Ponadto KNF zatwierdzała prospekt emisyjny, jeżeli odpowiadał wymogom przepisów ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>19</sup> (dalej: ustawa o ofercie publicznej), zwłaszcza w jej rozdziale drugim. KNF nie oceniała modelu biznesowego emitenta, metod prowadzenia biznesu, sposobu jego finansowania, jak również nie sprawdzała prawdziwości zamieszczonych w prospektach informacji. W związku z tym potencjalni inwestorzy nie otrzymywali pełnej informacji odnośnie do faktycznych działań KNF w procesie zatwierdzania prospektu emisyjnego, co zostało zresztą później dostrzeżone przez ustawodawcę unijnego, który wprowadził 21 lipca 2019 r. konieczność informowania inwestorów o roli organów nadzoru w tym procesie<sup>20</sup>.

W prospekcie emisyjnym obligacji Spółka przedstawiła dane finansowe, które charakteryzowały się dużą dynamiką, m.in. ponadczterokrotny wzrost zobowiązań ogółem między pierwszym półroczem 2015 r. a pierwszym półroczem 2016 r. (rys. 3, s. 57). UKNF stał jednak na stanowisku, że nawet pomimo agresywnego modelu biznesowego Spółki oraz powiększającego się zadłużenia nie istniały

<sup>18</sup> Pełna nazwa: rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z 29.4.2004 wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz.Urz. UE L 149, z 30.4.2004, s. 1, ze zm.) – rozporządzenie uchylone 21.7.2019.

<sup>19</sup> Dz.U. z 2019 r. poz. 623, ze zm.

<sup>20</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK ws. GetBack, s. 53-54.

formalne przesłanki do odmowy zatwierdzenia prospektu emisyjnego obligacji.

NIK zauważyła ponadto, że zamieszczona w prospekcie emisyjnym obligacji opinia biegłego rewidenta dotycząca skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy GetBack za rok zakończony 31 grudnia 2014 r. przedstawiała niepewność co do szacunków przyjętych do wyceny wartości godziwej wierzytelności nabytych. Nie stanowiła ona może potwierdzenia nieprawidłowej wyceny, jednak NIK zwróciła uwagę, że wycena portfeli jest jednym z kluczowych elementów w prowadzonej przez GetBack S.A. działalności, dlatego wskazanie przez biegłego rewidenta wspomnianego ryzyka powinno być wzięte pod uwagę przez UKNF<sup>21</sup>.

W związku ze spełnieniem wszystkich wymogów formalnych, KNF zatwierdziła 9 marca 2017 r. prospekt emisyjny podstawowy spółki GetBack S.A., sporządzony w związku z ofertą publiczną oraz zamiarem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym obligacji GetBack S.A. o łącznej wartości nominalnej do 300 mln zł.

### **Dopuszczenie do obrotu pierwszej emisji obligacji na rynku regulowanym**

Obligacje publiczne zadebiutowały na giełdzie 19 maja 2017 r., po zapoznaniu się przez GPW z wnioskiem GetBack S.A. o dopuszczenie dłużnych instrumentów finansowych na rynku regulowanym GPW. Zgodnie z §10 Regulaminu Giełdy

Papierów Wartościowych, rozpoznając wniosek o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu giełdowego, Zarząd GPW brał pod uwagę m.in. sytuację finansową emitenta, perspektywy jego rozwoju, doświadczenie oraz kwalifikacje organów zarządzających i nadzorczych emitenta, jak również bezpieczeństwo obrotu giełdowego i interes jego uczestników. Komórką odpowiedzialną za dokonanie opinii dotyczącej dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych spółki GetBack był Dział Emitentów GPW. W jego opinii dotyczącej dopuszczenia do obrotu obligacji serii PP1 zaniżone zostały zobowiązania ogółem Spółki na koniec poszczególnych lat w okresie 2014–2016. Podane w opinii wartości zobowiązań ogółem wynosiły 223,8 mln zł (na koniec 2014 r.), 469,6 mln zł (na koniec 2015 r.) oraz 583,0 mln zł (na koniec 2016 r.). Jednak zgodnie z danymi podanymi przez Spółkę w aneksie nr 1 do prospektu emisyjnego obligacji zobowiązania ogółem na koniec 2016 r. wyniosły 1 244,7 mln zł, co oznacza, że faktycznie były wyższe o 113% od tych zaprezentowanych w opinii Działu Emitentów GPW. Omawiany błąd został powielony również w pozostałych opiniach dotyczących dopuszczenia do obrotu na Głównym Rynku GPW papierów wartościowych spółki GetBack, tj. obligacji serii PP2-PP6 oraz akcji. Nieprawidłowe zaprezentowanie zobowiązań ogółem Spółki miało wynikać z pomyłki w przepisywaniu danych. GPW prezentowała stanowisko, że nie miała ona

<sup>21</sup> Prospekt emisyjny obligacji GetBack, s. 3, 74. Opinia biegłego rewidenta: <[https://www.getbacksa.pl/images/dla-inwestora/raporty-okresowe/pdf/2014/roczny/skonsolidowany/7\\_Opinia\\_bieglego\\_rewidenta\\_2014.pdf](https://www.getbacksa.pl/images/dla-inwestora/raporty-okresowe/pdf/2014/roczny/skonsolidowany/7_Opinia_bieglego_rewidenta_2014.pdf)>.



znaczenia przy wydawaniu pozytywnej opinii o dopuszczeniu obligacji do obrotu, dlatego że sytuacja finansowa Spółki była postrzegana przez pryzmat jej zdolności do pozyskiwania kapitału oraz publicznie dostępnych danych o terminowym regulowaniu zobowiązań. Wskazano również, że Spółka była podmiotem dynamicznie zwiększającą działalność, co pozwalało sądzić, że zadłużenie będzie spłacane z przyszłych przepływów z działalności operacyjnej<sup>22</sup>.

Od 2 marca 2015 r., tj. od daty złożenia przez GetBack S.A. wniosku o wprowadzenie obligacji do GPWASO, do 12 maja 2017 r., czyli do dnia dopuszczenia obligacji GetBack S.A. do obrotu na rynku regulowanym, Spółka podlegała obowiązkowi informacyjnym, określonym w załączniku nr 4 do Regulaminu ASO. Dział Emitentów nie odnotował w tym czasie żadnych naruszeń obowiązków informacyjnych przez GetBack S.A. Od 12 maja 2017 r. Spółka już jako emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku zorganizowanym została objęta nadzorem KNF w zakresie obowiązków informacyjnych i sprawozdawczych. Komisja otrzymała wówczas dodatkowe uprawnienia nadzorcze obok tych związanych z nadzorem nad Spółką w obszarze zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszy

sekurytyzacyjnych. Nadzór KNF nad wypełnianiem przez Spółkę obowiązków informacyjnych ograniczał się jednak do monitorowania publikowanych przez Spółkę informacji bieżących, okresowych oraz poufnych na podstawie przepisów ustawy o ofercie publicznej oraz rozporządzenia MAR<sup>23</sup>. W związku z tym, według UKNF wciąż nie było możliwości ingerowania w sprawę o charakterze wewnątrz korporacyjnym Spółki, jak również w prowadzoną przez nią działalność gospodarczą, w tym przyjęty model biznesowy, czy strukturę finansowania<sup>24</sup>.

Warto również podkreślić, że zarówno KNF przy zatwierdzaniu prospektu emisyjnego, jak również GPW przy dopuszczaniu papierów wartościowych do obrotu stały na stanowisku, że zapisy dotyczące czynników ryzyka opisane przez Spółkę w prospekcie emisyjnym obligacji miały charakter ogólny i nie odnosiły się do szczególnych okoliczności funkcjonowania GetBack S.A.<sup>25</sup> Spółka w tym prospekcie wskazała 53 czynniki ryzyka, które dotyczyły m.in. ryzyka niewłaściwej wyceny oferowanych na rynku portfeli wierzytelności oraz funduszy inwestycyjnych zamkniętych konsolidowanych przez grupę GetBack S.A., ryzyka związanego z zadłużeniem oraz ryzyka związanego ze zdolnością do wykonywania zobowiązań, w tym z obligacjami<sup>26</sup>.

<sup>22</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK ws. GetBack, s. 80-81.

<sup>23</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.4.2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173 z 12.6.2014, s. 1, ze zm.)

<sup>24</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK ws. GetBack, s. 55.

<sup>25</sup> Ibidem, s. 81.

<sup>26</sup> Prospekt emisyjny obligacji GetBack, s. 12-26.

NIK zwróciła uwagę, że różne rodzaje ryzyka były przedstawiane w formie opisowej, bez oceny prawdopodobieństwa ich materializacji i możliwych konsekwencji dla sytuacji finansowej Spółki i sposobu zarządzania nimi przez Spółkę. Czynniki ryzyka przedstawiane w takiej formie według NIK stanowiły przede wszystkim zabezpieczenie emitenta przed odpowiedzialnością i nie służyły ochronie nabywcy papierów wartościowych<sup>27</sup>.

#### Zatwierdzenie prospektu emisyjnego akcji oraz dopuszczenie ich do obrotu

Podobnie opisane czynniki ryzyka pojawiły się również w prospekcie emisyjnym akcji GetBack S.A. zatwierdzonym przez KNF 16 czerwca 2017 r. Przedmiotem oferty publicznej było nie więcej niż 40 mln akcji Spółki, w tym nie więcej niż 20 mln akcji serii E (nowa emisja) oraz nie więcej niż 20 mln akcji już istniejących. Do prospektu emisyjnego akcji spółka załączyła sprawozdanie finansowe za I kwartał 2017 r. Dane zawarte w tym sprawozdaniu wskazywały na ponaddwukrotny wzrost zobowiązań z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych z 411,3 tys. zł w połowie 2016 r. do 942,3 tys. zł w pierwszym kwartale 2017 r. W prospekcie emisyjnym akcji Spółka wskazała również, że wartość nominalna wierzycelności przyjętych przez nią do dochodzenia wzrosła z kwoty 906 mln zł na koniec 2013 r. do wysokości

8337 mln zł na koniec 2015 r., czyli ponaddziewięciokrotnie<sup>28</sup>.

Również i w tym przypadku UKNF nie uznał, że dynamiczny wzrost zadłużenia GetBack S.A. oraz zarządzanych przez nią wierzycelności mógł wiązać się z nieprawidłowościami w Spółce. Zdaniem Urzędu, będąc w początkowym etapie prowadzonej działalności podlegała ona relatywnie szybkiemu rozwojowi pod względem liczby funduszy, których portfelami zarządzała oraz pod względem wartości aktywów zarządzanych funduszy.

Dodatkowo, w raporcie bieżącym GetBack S.A. z 26 czerwca 2017 r. Spółka poinformowała, że otrzymała od jednego z TFI oświadczenie o wypowiedzeniu z powodu utraty zaufania zawartej ze Spółką 30 grudnia 2015 r. umowy zlecenia zarządzania całością portfela inwestycyjnego jednego z funduszy inwestycyjnych<sup>29</sup>. Wydaje się, że taki komunikat dawał już wówczas podstawy do podjęcia przez UKNF wnikliwych badań nad prawidłowością działania Spółki. Wskazuje na to także NIK w Informacji o wynikach kontroli w sprawie GetBack. Jednak zdaniem Urzędu ta sytuacja również nie mogła stanowić dla organu nadzoru podstaw do stwierdzenia występowania nieprawidłowości w Spółce<sup>30</sup>.

Akcje GetBack S.A. serii A-D zostały dopuszczone przez GPW do obrotu 14 lipca 2017 r., natomiast akcje serii E 23 października 2017 roku<sup>31</sup>.

<sup>27</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK ws. GetBack, s. 52.

<sup>28</sup> Prospekt emisyjny akcji GetBack, s. 157.

<sup>29</sup> <<http://biznes.pap.pl/espi/pl/reports/view/2,358582>>, dostęp 8.6.2020.

<sup>30</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK ws. GetBack, s. 48.

<sup>31</sup> Ibidem, s. 52-53.



## Pismo sygnalisty

19 grudnia 2017 roku do UKNF, GPW i UOKiK wpłynęło zawiadomienie sygnalisty, które wskazywało na praktyki zniekształcania sprawozdań finansowych przez Spółkę, a także przedstawianie przez nią dobrych wyników w krótkim terminie, z pominięciem prawdopodobnych problemów w okresie 2-3 lat. W zawiadomieniu poinformowano, że działalność GetBack S.A. może mieć cechy piramidy finansowej. Nie zareagował na nie UOKiK, co wynikało z przyjętego przez Urząd założenia, że ocena wskazanych przez sygnalistę problemów należała do zadań KNF, która jak wynikało z treści pisma również otrzymała to zawiadomienie. Z taką argumentacją nie zgodziła się NIK, stojąc na stanowisku, że uprawnienia dotyczące eliminowania praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów przyznano bezpośrednio Prezesowi UOKiK, a nie KNF. Zdaniem NIK podjęcie czynności kontrolnych wobec Spółki na początku 2018 r. mogłoby ograniczyć grono osób nabywających obligacje GetBack S.A. a tym samym późniejsze straty tych inwestorów<sup>32</sup>.

Trzy miesiące po otrzymaniu zawiadomienia sygnalisty GPW sporządziła opinię do wniosku o dopuszczenie ostatniej serii obligacji publicznych (PP6), w której nie zawarto zastrzeżeń w sprawie zdolności GetBack S.A. do obsługi rosnącego zadłużenia. GPW uznała, że zawiadomienie

sygnalisty nie odnosiło się do zagadnień podlegających bezpośrednio jej nadzorowi, z czym również nie zgodziła się NIK wskazując, że działania opisane w zawiadomieniu sygnalisty można było rozpatrywać w kontekście sytuacji finansowej Spółki oraz bezpieczeństwa obrotu, a więc zagadnień, jakie zgodnie z §10 pkt 1 i 5 Regulaminu Giełdy powinien brać pod uwagę Zarząd Giełdy, rozpoznając wniosek o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu giełdowego<sup>33</sup>.

## Przyznanie nagrody i kontrole UKNF

Zarząd GPW 1 lutego podjął decyzję o przyznaniu Spółce nagrody za rok 2017 w kategorii „Optymalne wykorzystanie możliwości rynków prowadzonych przez Giełdę”, co mogło przyczynić się do dalszego budowania jej pozytywnego wizerunku<sup>34</sup>. W tym samym dniu UKNF rozpoczął kontrolę w Spółce w zakresie zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszy sekurytyzacyjnych. Urząd stwierdził szereg nieprawidłowości w działalności GetBack S.A., m.in. zawyżanie wyceny portfeli wierzytelności, wprowadzającą w błąd prezentację przychodów, brak danych dotyczących płynności, brak rzetelnych informacji dotyczących zobowiązań, jak również nierzetelną wycenę nabytej spółki EGB Investments S.A.<sup>35</sup>

Dodatkowo, w wyniku przeprowadzonej przez UKNF w okresie od czerwca

<sup>32</sup> Ibidem, s. 88.

<sup>33</sup> Ibidem, s. 82.

<sup>34</sup> <[https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn\\_id=106640&title=Liderzy+polskiego+rynku+kapita%C5%82owego+2017](https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=106640&title=Liderzy+polskiego+rynku+kapita%C5%82owego+2017)>, dostęp 8.6.2020.

<sup>35</sup> Patrz szerzej: Informacja o wynikach kontroli NIK, s. 58-61.

do września 2018 r. kontroli w Idea Banku S.A., ustalono, że dochodziło do nieuprawnionego uczestnictwa tego banku w procesie sprzedaży obligacji GetBack S.A. Czynności te nie zostały wykryte podczas wcześniejszej kontroli nadzorcy w tym banku prowadzonej od listopada 2017 r. Kompleksowa inspekcja UKNF w innym banku wykazała dodatkowo, że pełniąc rolę agenta firmy inwestycyjnej, przeprowadzał on z klientami ankietę MiFID i zawierał umowy związane z zakupem obligacji oraz pozyskiwał oświadczenie klienta zainteresowanego nabyciem obligacji za pośrednictwem jednego z domów maklerskich. Dzięki kanałom sprzedażowym banków spółka GetBack pozyskiwała bazę inwestorów, która pozwoliła jej na emisję obligacji prywatnych na szeroką skalę.

Warto również podkreślić, że do września 2018 r. UKNF nie analizował warunków zbywania przez poszczególne banki pakietów wiarytelności z utratą wartości, które były nabywane m.in. przez fundusze zarządzane przez GetBack S.A. Transakcjom tym w bankach towarzyszyła na ogół poprawa podstawowego wskaźnika obrazującego jakość portfela kredytowego, co było korzystne z punktu widzenia sytuacji finansowej tych banków oraz całego sektora bankowego. NIK wskazała, że informacji na ten temat nie przekazywano do innych pionów nadzoru, a w szczególności do kapitałowego, co oznaczało nieskuteczną integrację nadzoru i stało w sprzeczności z koncepcją utworzenia KNF jako organu nadzorującego wszystkie

segmenty rynku finansowego. Dodatkowo, UKNF nie dokonywał również analiz wpływu agresywnej polityki inwestycyjnej Spółki na ceny aktywów na rynku wiarytelnościami ani w krótkim, ani w długim okresie oraz nie monitorował ryzyka, które wynikało z takiej polityki dla samej Spółki oraz funduszy inwestycyjnych. Tego typu analizy mogłyby być podstawą wcześniejszego skierowania inspekcji do GetBack S.A. jako serwisera funduszy obciążonych wyższym ryzykiem rynkowym<sup>36</sup>.

## Zakończenie

Jednoznaczna odpowiedź, na którym etapie rozwoju spółki GetBack konieczne było podjęcie wnikliwych badań nad prawidłowością jej działania jest bardzo trudna.

Z jednej strony każda z kontrolowanych przez NIK jednostek przedstawiała stanowisko, że do momentu ujawnienia problemów finansowych Spółki nie istniały jednoznaczne przesłanki podjęcia wobec niej działań kontrolnych.

Z drugiej jednak strony, jak wykazała kontrola NIK, organy i instytucje państwowe nie wykorzystały w pełni swoich uprawnień wobec GetBack S.A. Podmioty państwowe nie reagowały na dynamicznie powiększającą się na kolejnych etapach rozwoju Spółki sumę bilansową oraz stan zadłużenia z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych.

Z pewnością ówczesny stan prawny mógł utrudniać wykrycie nieprawidłowości w Spółce na wczesnym etapie jej

---

<sup>36</sup> Informacja o wynikach kontroli NIK, s. 46-47.



funkcjonowania. Korzystała ona z niedoskonałych przepisów dotyczących oferty publicznej, a skala i struktura jej finansowania nie były w pełni znane nadzorcy i innym podmiotom państwowym, które mogłyby zapobiec stratom inwestorów. Wiele sygnałów docierających do organów i instytucji państwowych przed ujawnieniem

problemów finansowych GetBack S.A. dawało jednak podstawy do bliższego przyjrzenia się działaniom tego podmiotu.

**KAMIL MOSER**

Departament Budżetu i Finansów NIK

**Słowa kluczowe:** GetBack, obligacje korporacyjne, fundusze inwestycyjne, rynek wierzytelności, KNF, GPW, UOKiK, Ministerstwo Finansów.

#### ABSTRACT

##### **Ineffective Supervision of GetBack S.A. – State’s Measures with Regard to the Liability Managing Company**

Once the financial problems of GetBack S.A. were disclosed, the value of its corporate bonds that had been issued and unsold exceeded PLN 2.5 billion. The company’s shareholders lost money, as they did not have reliable information on the company when they decided to invest. State institutions and bodies promptly launched numerous checks, which disclosed various irregularities in the company’s activity. It was too late, though, to prevent the investors who acquired corporate bonds from making losses. The main objective of the NIK audit was to verify whether state bodies and institutions’ activities towards GetBack S.A. were legal, appropriate, effective and sufficient to provide protection for non-experts in the finance market. Due to the broad scope of the audit, in the article some selected findings have been presented only. The activities of state bodies and institutions towards the company have been discussed in chronological order, focusing, in the first place, on the events that preceded the time when its financial problems were disclosed. Such a presentation brings the reader closer to answer the question whether it was possible to prevent the investors who had purchased corporate bonds from losses, or to reduce those losses. In his article, the author also discusses the most important information about GetBack S.A.

**Kamil Moser**, Supreme Audit Office, Department of Budget and Finance

**Key words:** GetBack, corporate bonds, investment funds, debt market, Polish Financial Supervision Authority, Warsaw Stock Exchange, Office of Competition and Consumer Protection, Ministry of Finance