

Obowiązek badania wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego klienta według MiFID a możliwe działania nadzorcze

1. Wstęp

Artykuł przedstawia określony w dyrektywach 2004/39 i 2006/73 obowiązek badania przez firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne wiedzy i doświadczenia klienta (także potencjalnego) w dziedzinie inwestycji w celu oceny, czy proponowane usługi inwestycyjne lub instrumenty finansowe są dla danego klienta odpowiednie (adekwatne). W pierwszej kolejności zostaną przedstawione podstawy prawne tego obowiązku, zarówno w prawodawstwie unijnym, jak i polskim. Następnie zostaną omówione pewne praktyczne kwestie związane z konstrukcją kwestionariuszy, które są najczęściej wykorzystywanym instrumentem do badania wiedzy i doświadczenia klienta w dziedzinie inwestycji. W końcu zostaną zaprezentowane możliwe środki nadzoru w przypadku nie wywiązywania się przez firmy inwestycyjne lub fundusze inwestycyjne z nałożonego na nie obowiązku.

2. Obowiązek badania wiedzy i doświadczenia klienta w celu oceny odpowiedniości (adekwatności) usług inwestycyjnych i instrumentów finansowych

Rynek usług finansowych charakteryzuje się ogólną asymetrią informacji między firmami inwestycyjnymi i funduszami inwestycyjnymi a ich klientami (inwestorami). Co do zasady, klienci chcący zainwestować swoje środki w instrumenty finansowe nie posiadają specjalistycznej wiedzy o specyfice tych instrumentów. Taką specjalistyczną wiedzę powinny posiadać firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne, które świadczą usługi na rzecz klientów. Asymetria informacyjna dotyczy przede wszystkim klientów nieprofesjonalnych, to znaczy takich, którzy nie zajmują się zawodowo transakcjami dotyczącymi instrumentów finansowych. Klientami takimi mogą być zarówno konsu-

menci, jak i przedsiębiorcy prowadzący działalność gospodarczą na rynku innego rodzaju niż rynek instrumentów finansowych¹.

Zagadnienie asymetrii informacji między klientem a firmami inwestycyjnymi i funduszami inwestycyjnymi zostało dostrzeżone i stało się przedmiotem regulacji prawnej na poziomie Unii Europejskiej. Regulacja unijna, której podstawowym celem jest ochrona klienta dokonującego inwestycji na rynku instrumentów finansowych, składa się z trzech aktów prawnych:

- dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (od skrótu angielskiego tytułu „*Markets in Financial Instruments Directive*” dyrektywę tę określa się powszechnie jako „MiFID I”, tak też dalej)²,
- dyrektywy Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającej środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (dyrektywę tę nazywa się też „MiFID II”, tak też dalej)³,
- rozporządzenia Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającego środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy⁴.

Jednym z obowiązków firm inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych wynikających z MiFID I jest nakaz uzyskania od klienta lub potencjalnego klienta informacji o jego wiedzy i doświadczeniu w dziedzinie inwestycji w celu oceny czy dane usługi inwestycyjne lub instrumenty finansowe są dla niego odpowiednie (adekwatne)⁵. Dyrek-

¹ T. Czech, *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej oraz instrumentów finansowych według MiFID*, Przegląd Prawa Handlowego 2009, nr 7, s. 17.

² Dz. U. UE nr L 145 z 30 kwietnia 2004 r., s. 1-44.

³ Dz. U. UE nr L 241 z 2 września 2006 r., s. 26-58.

⁴ *Ibidem*, s. 1-25.

⁵ Art. 19 ust. 4 i 5 MiFID I. Dodatkowo MiFID I oraz MiFID II nakładają na firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne obowiązek badania sytuacji finansowej oraz celów inwestycyjnych klienta, co jednak nie jest przedmiotem niniejszego opracowania.

tywy MiFID I i MIFID II odróżniają pojęcia „odpowiedniości” (ang. „*suitability*”) i „adekwatności” (ang. „*appropriateness*”), wiążąc pierwsze z usługami doradztwa inwestycyjnego i zarządzania pakietem akcji, a drugie z pozostałymi usługami inwestycyjnymi⁶.

W polskim porządku prawnym podstawowe znaczenie dla obowiązku uzyskania informacji o wiedzy i doświadczeniu klienta w dziedzinie inwestycji mają dwa rozporządzenia wdrażające regulacje MiFID I i MiFID II. Pierwsze rozporządzenie dotyczy firm inwestycyjnych (dalej: rozporządzenie o firmach inwestycyjnych)⁷, a drugie funduszy inwestycyjnych (dalej: rozporządzenie o funduszach inwestycyjnych)⁸. Warto wskazać, że przyjęte na gruncie MiFID I i MiFID II rozróżnienie na badanie odpowiedniości i badanie adekwatności nie jest konsekwentnie stosowane w obu rozporządzeniach.

Przepisy obu rozporządzeń wdrażają do polskiego prawa obowiązek badania przez firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne wiedzy i doświadczenia klienta w dziedzinie inwestycji w celu rekomendowania mu odpowiednich (adekwatnych) usług inwestycyjnych i instrumentów finansowych⁹. Obowiązek ten ma charakter obowiązku rezultatu, co oznacza, że podmiot zobowiązany musi wspomniane dane rzeczywiście posiadać, a nie jedynie zwrócić się do klienta o ich przedstawienie¹⁰.

Przepisy prawa wskazują, że informacje o wiedzy i doświadczeniu klienta w dziedzinie inwestycji muszą zawierać dane dotyczące:

⁶ Oba powyższe terminy występują w polskiej wersji językowej MiFID II. Brak jednak takiego rozróżnienia w polskiej wersji językowej MiFID I.

⁷ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 listopada 2009 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 2009 r. Nr 204, poz. 1577). Art. 3 pkt 33 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2010 r. Nr 211, poz. 1384 ze zm.) (dalej: u.o.i.f.) stanowi, że ilekroć w ustawie jest mowa o firmie inwestycyjnej rozumie się przez to dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczną firmę inwestycyjną prowadzącą działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczną osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 listopada 2009 r. w sprawie postępowania towarzystw funduszy inwestycyjnych wykonujących działalność w zakresie zarządzania portfelami, w których skład wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych lub doradztwa inwestycyjnego (Dz. U. z 2009 r. Nr 207, poz. 1595). Art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. 2004 r. Nr 164, poz. 1546 ze zm.) (dalej: u.f.i.) stanowi, że fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe.

⁹ § 15 ust. 1 i § 16 ust. 1 rozporządzenia o firmach inwestycyjnych oraz § 13 ust. 1 rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych.

¹⁰ T. Czech, *op. cit.*, s. 20.

- rodzajów usług, transakcji i instrumentów finansowych, które są znane klientowi,
- charakteru, wielkości i częstotliwości transakcji instrumentami finansowymi dokonywanych przez klienta oraz okresu, w którym były dokonywane,
- poziomu wykształcenia, wykonywanego obecnie zawodu lub zawodu wykonywanego poprzednio, jeżeli jest to istotne dla dokonania oceny¹¹.

W przypadku firm inwestycyjnych, które świadczą usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem¹² oraz funduszy inwestycyjnych, podmioty te nie mogą świadczyć usług na rzecz klienta, jeżeli nie uzyskają informacji dotyczących jego wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji¹³.

Informacje o wiedzy i doświadczeniu klienta firmy inwestycyjnej i fundusze inwestycyjne muszą uzyskać przed zawarciem z nim umowy¹⁴. Podmioty zobowiązane mają prawo polegać na informacjach przedstawionych przez swoich klientów, chyba że są świadome lub powinny być świadome, że informacje takie są zdecydowanie nieaktualne, niedokładne lub niepełne¹⁵. Firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne nie mogą bezpośrednio lub pośrednio podejmować działań zachęcających klienta lub potencjalnego klienta do nieprzedstawiania wskazanych informacji¹⁶. Obowiązek badania wiedzy i doświadczenia dotyczy przede wszystkim klientów nieprofesjonalnych, to bowiem w ich przypadku asymetria informacji jest największa. W przypadku klienta profesjonalnego¹⁷ firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne mogą nie zwracać się o przedstawienie informacji dotyczących poziomu wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego uznając, że podmiot profesjonalny jest w stanie ponieść ryzyko związane z usługami inwestycyjnymi¹⁸.

¹¹ Elementy te wymienia art. 37 ust. 1 MiFID II, który zawiera przepisy wspólne dla oceny odpowiedniości i oceny adekwatności.

¹² W którego skład wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych.

¹³ § 16 ust. 5 rozporządzenia o firmach inwestycyjnych oraz § 13 ust. 8 rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych.

¹⁴ § 15 ust. 1 i § 16 ust. 1 rozporządzenia o firmach inwestycyjnych oraz § 13 ust. 1 rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych.

¹⁵ § 21 ust. 2 rozporządzenia o firmach inwestycyjnych oraz § 14 ust. 1 rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych.

¹⁶ § 21 ust. 1 rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych oraz § 13 ust. 10 rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych.

¹⁷ O którym mowa w art. 3 pkt 39b lit. a-m u.o.i.f. oraz § 2 pkt 10 lit. a-m rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych.

¹⁸ § 18 rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych; § 13 ust. 3 i 4 rozporządzenia o funduszach inwestycyjnych; por. pkt 44 preambuły MiFID II i art. 35 ust. 2 MiFID II.

3. Kwestionariusz do badania wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji

W praktyce wykonanie obowiązku badania wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego klienta przybiera najczęściej postać przygotowanego wcześniej przez podmioty zobowiązane kwestionariusza, który klient wypełnia przed rozpoczęciem świadczenia usług¹⁹. Jak to już zostało wspomniane, ustawodawca unijny i polski wskazał jedynie ogólny zakres informacji, których powinny dotyczyć pytania w kwestionariuszu. Są to więc dane dotyczące znanych klientowi usług i instrumentów finansowych, dokonywanych przez niego transakcji instrumentami finansowymi wraz z określeniem okresu, w którym były dokonywane, oraz informacje o poziomie wykształcenia i wykonywanym obecnie lub poprzednio zawodzie. Kwestia konstrukcji kwestionariusza i doboru konkretnych pytań pozostaje w gestii podmiotu zobowiązanego.

Wydaje się, że warto w tym miejscu wskazać na badania empiryczne dotyczące wpływu sposobu formułowania pytań w kwestionariuszu na uzyskiwane odpowiedzi. Takie informacje mogą pomóc firmom inwestycyjnym i funduszom inwestycyjnym przygotować bardziej trafne kwestionariusze, a więc badające rzeczywistą wiedzę i doświadczenie klientów na rynku instrumentów finansowych.

Badanie wpływu sposobu formułowania pytań na uzyskiwane odpowiedzi zostało przeprowadzone na gruncie oceny sprawiedliwości różnych stawek podatkowych²⁰. W badaniu autorzy przedstawili osobom badanym kwestionariusz zawierający pytania o sprawiedliwe stawki podatkowe. Kwestionariusz ten składał się z dwóch części. W pierwszej pytania były formułowane w sposób abstrakcyjny. Proszono w nich o porównanie ze sobą dwóch stawek podatkowych i wskazanie stawki bardziej sprawiedliwej. Przykładowe pytanie z tej części brzmiało: „Czy podatek progresywny jest bardziej czy też mniej sprawiedliwy niż podatek proporcjonalny (liniowy)?”. W odpowiedzi badani wskazywali jedną z pięciu możliwości: „dużo mniej sprawiedliwy”, „trochę mniej sprawiedliwy”, „tak samo sprawiedliwy”, „trochę bardziej sprawiedliwy”, „dużo bardziej sprawiedliwy”²¹. W drugiej części pytania były formułowane w sposób konkretny. W tych pytaniach badanym przedstawiano krótki opis określonego stanu faktycznego dotyczącego dochodów dwóch różnych osób albo tej samej osoby w różnym czasie. Następnie proszono o porównanie kwoty podatku, która powinna być zapłacona przez

¹⁹ W opracowaniu używam słowa kwestionariusz, ale w praktyce występują także inne określenia, np. test, formularz.

²⁰ M. L. Roberts, P. A. Hite, C. F. Bradley, *Understanding attitudes towards progressive taxation*, *Public Opinion Quarterly* 1994, nr 58, s. 165 i n.

²¹ *Ibidem*, s. 187; tłumaczenie własne.

przedstawione w stanie faktycznym osoby. Przykładowe pytanie konkretne brzmiało: „Andy i Bob są w tym samym wieku. Andy zarabia 40 000 \$ rocznie, a Bob 20 000 \$ rocznie. O ile więcej podatku powinien zapłacić Andy, aby podatek był, twoim zdaniem, sprawiedliwy?”. W przypadku pytań konkretnych badani zaznaczali swoje odpowiedzi na odcinku opisanym pięcioma punktami orientacyjnymi: „tyle samo”, „dwa razy więcej”, „trzy razy więcej”, „cztery razy więcej”, „pięć razy więcej”²². Na pierwszy rzut oka może wydawać się, że tylko pytania abstrakcyjne odnosiły się do celu badania, czyli porównania sprawiedliwości różnych stawek podatkowych. Jednak również w pytaniach konkretnych badani ujawniali swoje preferencje dotyczące sprawiedliwości poszczególnych stawek podatkowych. Wracając do przytoczonego pytania konkretnego można zauważyć, że badany, który w odpowiedzi zazaczył fragment odcinka między „tyle samo” a „dwa razy więcej”, opowiedział się w rzeczywistości za stawką regresywną. Jeżeli zazaczył punkt oznaczony jako „dwa razy więcej”, za najbardziej sprawiedliwą uznał stawkę proporcjonalną (liniową), a jeżeli jego odpowiedź znalazła się na odcinku między „dwa razy więcej” a „pięć razy więcej”, był zwolennikiem progresji podatkowej.

Opisane badanie wykazało wpływ sposobu formułowania pytań na uzyskiwane odpowiedzi. Gdy pytania w kwestionariuszu były zadawane w sposób abstrakcyjny, zdecydowana większość badanych za najbardziej sprawiedliwą uznawała stawkę progresywną (w porównaniu do stawek proporcjonalnej i regresywnej). Ciekawe okazały się wnioski płynące z analizy odpowiedzi na pytania konkretne. Ci sami badani, którzy w przypadku pytań abstrakcyjnych zdecydowanie opowiadali się za stawką progresywną, w pytaniach konkretnych wskazywali na stawki proporcjonalną (liniową) i regresywną jako bardziej sprawiedliwe. Wracając do przedstawionych wyżej przykładowych pytań z kwestionariusza, w przypadku pytania abstrakcyjnego za stawką progresywną opowiedziało się 79% badanych, a za porównywaną z nią stawką liniową 21%. Z kolei w przytoczonym wyżej pytaniu konkretnym za stawką progresywną było już tylko 12% badanych, za stawką proporcjonalną (liniową) 61% badanych, a na stawkę regresywną wskazało 27% badanych. Badanie wykazało więc istotny dysonans w przypadku odpowiedzi na pytania abstrakcyjne i konkretne dotyczące tego zagadnienia²³.

Wnioski płynące z opisanego wyżej badania mogą stanowić cenną wskazówkę dla firm inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych przy konstruowaniu własnych kwestionariuszy do badania wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego klientów. Wydaje się, że takie kwestionariusze powinny zawierać przede wszystkim pytania konkretne, a nie abstrakcyjne. Odpowiedzi na pytania konkretne są bowiem bardziej trafne, a więc w więk-

²² *Ibidem*; tłumaczenie własne.

²³ M. L. Roberts, P. A. Hite, C. F. Bradley, *op. cit.*, s. 171-174.

szym stopniu odpowiadające rzeczywistości. Przykładowo, w zakresie ustawowego kryterium „oceny charakteru, wielkości i częstotliwości transakcji instrumentami finansowymi dokonywanych przez klienta oraz okresu, w którym były dokonywane”, pytanie abstrakcyjne mogłoby być sformułowane w następujący sposób: „Czy w ostatnim okresie inwestował/a Pan/Pani w akcje?”, z możliwymi odpowiedziami: „często”, „czasami”, „nigdy”. W tak sformułowanym pytaniu określenia: „w ostatnim okresie” oraz „często”, „czasami” i „nigdy” są nieostre. Mogą być więc rozumiane przez różnych klientów w odmienny sposób. I tak dla jednego klienta wyrażenie „w ostatnim okresie” może oznaczać ostatnie 3 miesiące, a dla innego ostatnie 5 lat. Podobnie w przypadku gdy dwóch klientów ma kilka akcji odziedziczonych przed kilku laty, jeden z nich może uznać, że powinien zaznaczyć odpowiedź „czasami”, a drugi że „nigdy”. Wydaje się, że lepszym rozwiązaniem jest sformułowanie pytania w sposób konkretny, na przykład: „Jaką kwotę zainwestował/a Pan/Pani w akcje w ciągu ostatniego roku?”. Proponowane odpowiedzi mogłyby brzmieć: „powyżej 100 000 zł”, „50 000-100 000 zł”, „poniżej 50 000 zł” i „nie inwestowałem/am wcale”. W tak sformułowanym pytaniu nie ma określeń nieostrych. Wskazany jest bowiem okres, którego dotyczy pytanie („w ciągu ostatniego roku” zamiast nieostrego „w ostatnim okresie”), oraz skonkretyzowane zostają możliwe warianty odpowiedzi.

4. Nadzór nad wykonywaniem obowiązku badania wiedzy i doświadczenia klienta w dziedzinie inwestycji

Nadzór nad wykonywaniem przez firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne opisanego wyżej obowiązku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawa o funduszach inwestycyjnych zawierają katalog sankcji, które Komisja może nałożyć na firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne w przypadku naruszenia przepisów prawa (u.o.i.f. wskazuje, że naruszenie takie musi mieć istotny charakter). Do sankcji tych obie ustawy zaliczają²⁴:

1. cofnięcie zezwolenia (w przypadku firm inwestycyjnych może być to także ograniczenie zakresu działalności) oraz
2. karę pieniężną²⁵.

²⁴ W odniesieniu do firm inwestycyjnych: art. 167 ust. 1 i 2 oraz art. 168 ust. 1 i 2 u.o.i.f., a w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych: art. 228 ust. 1 i 3, art. 233 ust. 1, art. 234 u.f.i.

²⁵ W przypadku firm inwestycyjnych kara ta wynosi, co do zasady, do 10% przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym, nie więcej jednak niż 10 000 000 zł, a w przypadku banków powierniczych i funduszy inwestycyjnych kara pieniężna może wynosić do 500 000 zł.

Komisja może również zastosować łącznie obie te kary. Zgodnie z u.o.i.f. kara pieniężna lub zastosowanie obu sankcji jednocześnie jest możliwe tylko jeżeli jest to uzasadnione charakterem naruszenia, którego dopuściła się firma inwestycyjna²⁶. Warto wskazać, że u.o.i.f. warunkuje odpowiedzialność firm inwestycyjnych od istotności naruszenia prawa. Pojęcie istotnego naruszenia prawa nie jest jednak zdefiniowane w u.o.i.f. Oznacza to, że termin ten ma charakter klauzuli generalnej, która jest konkretyzowana przez Komisję w indywidualnych przypadkach.

Dodatkowo w przypadku firm inwestycyjnych środkiem karnym jest również zakaz ponownego wystąpienia z wnioskiem o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej w przypadku jego utraty, przed upływem 5 lat od dnia, w którym decyzja o cofnięciu zezwolenia stała się ostateczna. Komisja może jednak wyrazić zgodę na skrócenie tego terminu²⁷.

Wszczęcie postępowania administracyjnego w sprawie zastosowania sankcji wobec firmy inwestycyjnej lub funduszu inwestycyjnego następuje z urzędu. Zawiadomienie Komisji przez inwestora o fakcie dopuszczenia się przez dany podmiot czynu podlegającego sankcji może być jedynie podstawą do wszczęcia postępowania, ale samo w sobie nie inicjuje postępowania. Inwestor nie jest bowiem w takim postępowaniu stroną, ponieważ nie ma w tym interesu prawnego²⁸. Wydanie decyzji następuje po przeprowadzeniu rozprawy²⁹. W przypadku firm inwestycyjnych w razie konieczności zabezpieczenia interesu publicznego Komisja może, od chwili wszczęcia postępowania, zawiesić na okres nie dłuższy niż miesiąc możliwość wykonywania w całości lub w części działalności maklerskiej³⁰. Również ze względu na konieczność zabezpieczenia interesu publicznego Komisja może w decyzji w sprawie cofnięcia zezwolenia wskazać termin, w którym następuje zakończenie prowadzenia działalności maklerskiej³¹. Decyzja Komisji podlega ogłoszeniu w Dzienniku Urzędowym Komisji Nadzoru Finansowego. Komisja może także nakazać jej ogłoszenie w dwóch dziennikach ogólnopolskich lub w inny sposób na koszt firmy inwestycyjnej lub funduszu inwestycyjnego³².

²⁶ Art. 167 ust. 2 u.o.i.f.

²⁷ Art. 167 ust. 4 u.o.i.f.

²⁸ A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009, s. 102.

²⁹ Art. 167 ust. 7 u.o.i.f., art. 228 ust. 5 u.f.i.

³⁰ Art. 167 ust. 5 u.o.i.f.

³¹ Art. 167 ust. 5a u.o.i.f.

³² Art. 167 ust. 8 u.o.i.f., art. 228 ust. 6 u.f.i.