

Firmy inwestycyjne w kontekście pięcioletniej działalności Komisji Nadzoru Finansowego

1. Wstęp

Przedmiotem niniejszego opracowania jest analiza dotychczasowych działań nadzorczych Komisji Nadzoru Finansowego względem podmiotów prowadzących działalność maklerską, a więc firm inwestycyjnych. Pięcioletnie działalności Komisji, obchodzone we wrześniu 2011 r., zachęca do podsumowań, a także sformułowania wniosków co do rozstrzygnięć nadzorczych oraz ich oceny. Interesująco kształtuje się próba odpowiedzi na pytanie jakie zmiany zaszły w zakresie nadzoru nad działalnością maklerską oraz jaką skalę stanowią sprawy podejmowane w przedmiocie działalności maklerskiej na ok. 2,5 tys. decyzji administracyjnych wydawanych rocznie przez polski organ nadzoru.

2. Pojęcie firmy inwestycyjnej

Podstawowym aktem prawnym regulującym podejmowanie i prowadzenie działalności maklerskiej jest ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi¹. Zgodnie z dyspozycją art. 3 pkt 33 u.o.i.f. firma inwestycyjna oznacza 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. Działalność maklerska na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej może być podejmowana również przez zagraniczne firmy inwestycyjne² w oparciu o zasadę jednej licencji (tzw. paszpor-

¹ Dz. U. Nr 183, poz. 1538 ze zm., zwana dalej u.o.i.f.

² Stosownie do art. 3 pkt 32 ustawy o ofercie przez zagraniczną firmę inwestycyjną rozumie się osobę prawną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej z siedzibą na terytorium innego państwa członkowskiego, a w przypadku gdy przepisy danego państwa nie wymagają ustanowienia siedziby – z centralą na terytorium innego państwa członkowskiego, albo osobę fizyczną z miejscem zamieszkania na terytorium innego państwa członkowskiego, prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru działalność maklerską na terytorium innego państwa członkowskiego, jak również zagraniczną instytucję kredytową.

tu europejskiego)³ oraz zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa należącego do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD – ang. *Organisation for Economic Co-operation and Development*) lub Światowej Organizacji Handlu (WTO – ang. *World Trade Organization*).

Działalność maklerska została zdefiniowana w art. 69 ust. 2 u.o.i.f. i obejmuje wykonywanie czynności polegających na: przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych; wykonywaniu tych zleceń na rachunek dającego zlecenie; nabywaniu lub zbywaniu na własny rachunek instrumentów finansowych; zarządzaniu portfelami, w których skład wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych; doradztwie inwestycyjnym; oferowaniu instrumentów finansowych; świadczeniu usług w wykonaniu zawartych umów o subemisję inwestycyjne i usługowe lub zawieraniu i wykonywaniu innych umów o podobnym charakterze, jeżeli ich przedmiotem są instrumenty finansowe; organizowaniu alternatywnego systemu obrotu. Ponadto ustawodawca wskazał dodatkowy katalog czynności klasyfikowanych jako działalność maklerska w art. 69 ust. 4 u.o.i.f.⁴

Firmy inwestycyjne są objęte zakresem nadzoru od samego początku działalności UKNF, tj. od dnia 19 września 2006 r., będącego dniem wejścia w życie przepisów ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym⁵. Utworzony wówczas organ nadzoru przejął w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym zadania zniesionej przepisami ustawy o nadzorze n.r.f. Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Nadzór nad działalnością inwestycyjną jest sprawowany także w oparciu o przepisy *sui generis* szczegółowej ustawy nadzorczej – ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad ryn-

³ Zasada jednej licencji oznacza, że firma inwestycyjna, która uzyskała zgodę na świadczenie usług w kraju członkowskim UE, będącym krajem jej siedziby, może prowadzić działalność także na terenie innych państw członkowskich UE bez uzyskiwania zezwolenia, a jedynie po notyfikacji tego faktu organowi nadzoru państwa przyjmującego. Działalność może być podjęta w formie oddziału, albo działalności transgranicznej.

⁴ Działalnością maklerską jest również wykonywanie przez firmę inwestycyjną czynności polegających na: przechowywaniu lub rejestrowaniu instrumentów finansowych, w tym prowadzeniu rachunków papierów wartościowych oraz prowadzeniu rachunków pieniężnych; udzielaniu pożyczek pieniężnych w celu dokonania transakcji, której przedmiotem jest jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, jeżeli transakcja ma być dokonana za pośrednictwem firmy inwestycyjnej udzielającej pożyczki; doradztwie dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej, strategii przedsiębiorstwa lub innych zagadnień związanych z taką strukturą lub strategią; doradztwie i innych usługach w zakresie łączenia, podziału oraz przejmowania przedsiębiorstw; wymianie walutowej, w przypadku gdy jest to związane z działalnością maklerską; sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych; świadczeniu usług dodatkowych związanych z subemisją usługową lub inwestycyjną; wykonywaniu czynności określonych w art. 69 ust. 2 i 4 pkt 1–7, których przedmiotem są instrumenty bazowe instrumentów pochodnych, wskazanych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. d–f oraz i ustawy o obrocie, jeżeli czynności te pozostają w związku z działalnością maklerską.

⁵ Dz. U. Nr 157, poz. 1119 ze zm.

kiem kapitałowym⁶. Celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego. Podejmowane działania monitorujące, analityczne i nadzorcze mają na celu zapewnienia ochrony interesów uczestników rynku finansowego, zwłaszcza tych nieprofesjonalnych (konsumentów).

3. Licencjonowanie działalności firm inwestycyjnych

Do zakresu kompetencji organu nadzoru należy licencjonowanie podmiotów ubiegających się o zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej lub prowadzenie rachunków papierów wartościowych. Urząd KNF (UKNF) także przyjmuje i analizuje notyfikacje o zamiarze rozpoczęcia prowadzenia działalności maklerskiej na terytorium RP przez podmioty zagraniczne, a ponadto przekazuje notyfikacje podmiotów polskich, które zamierzają prowadzić działalność maklerską na terytorium innych niż Rzeczpospolita Polska państw członkowskich Unii Europejskiej. Funkcja licencyjna organu nadzoru wobec firm inwestycyjnych wchodzi w zakres nadzoru prewencyjnego (zapobiegawczego) związanego z badaniem wniosków o utworzenie firmy inwestycyjnej pod względem ich zgodności z przepisami prawa, przede wszystkim w zakresie wysokości kapitału zakładowego i źródeł jego pochodzenia, formy organizacyjnej, struktury własnościowej, przygotowania kadrowego, wyposażenia technicznego, organizacji⁷. Podstawowe elementy wniosków o utworzenie firmy inwestycyjnej enumeratywnie wymieniają przepisy u.o.i.f. Urząd KNF sprawdza pod względem merytorycznym zgodność zaproponowanych rozwiązań z przepisami prawa w kontekście należytego uwzględniania interesów uczestników rynku mając na celu zwłaszcza eliminację ryzyka prawnego i finansowego dla potencjalnych inwestorów.

Warunkiem prowadzenia firmy inwestycyjnej jest obowiązek zatrudniania, na podstawie umowy o pracę, co najmniej: jednego maklera papierów wartościowych – do wykonywania każdej z czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1–3, 6 i 8 oraz ust. 4 pkt 1 u.o.i.f.; dwóch doradców inwestycyjnych – do zarządzania portfelami, w których skład wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych; jednego doradcę inwestycyjnego lub jednego maklera papierów wartościowych – do wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego (art. 83 ust. 1 u.o.i.f.).

Od początku swej działalności do końca 2010 r. Komisja udzieliła 17 zezwoleń na rozpoczęcie działalności maklerskiej, a tym samym liczba podmiotów prowadzących

⁶ Dz. U. Nr 183, poz. 1537 ze zm.

⁷ Szerzej: U. Banaszczyk-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Warszawa 2008, s. 158.

działalność maklerską i rachunki papierów wartościowych wzrosła z 61 w 2006 r. do 78 na koniec 2010 r.⁸

Warto zauważyć, iż ustawodawca nie zapewnił ochrony prawnej nazwie „dom maklerski”, jak to zostało uczynione w odniesieniu do innych podmiotów poddanych nadzorowi KNF, np. banków, funduszy inwestycyjnych, towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, czy zakładów ubezpieczeń. W praktyce zdarzają się przypadki używania przez podmioty w sposób nieuprawniony określeń zarezerwowanych dla licencjonowanych firm inwestycyjnych⁹. *De lege ferenda* zasadnym wydaje się postulat zastrzeżenia przez prawodawcę nazwy „dom maklerski” lub „firma inwestycyjna”.

4. Nadzór nad bieżącą działalnością firm inwestycyjnych

Celem bieżącego nadzoru nad działalnością istniejących już firm inwestycyjnych jest eliminacja działań będących naruszeniem prawa. Do nadzoru bieżącego odnosi się **funkcja regulacyjna** jak i kontrolna organu nadzoru. Pierwsza z nich dotyczy określania przez instytucję nadzoru minimalnych standardów bezpieczeństwa w działalności instytucji finansowych, np. reguły zarządzania ryzykiem, ocena praktyk dokonywania inwestycji. Komisja podejmuje w tym zakresie działania, które urzeczywistniają cele implementowanej na grunt prawa polskiego Dyrektywy 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych (CRD III)¹⁰. Mimo iż dotychczasowy nadzór KNF nad firmami inwestycyjnymi nie wykazuje w tym zakresie istotnych problemów, na etapie projektu znajduje się Dyrektywa CRD IV, która będzie stanowiła kolejne wyzwanie dla organów nadzoru państw członkowskich.

Komisja, nadzorując instytucje finansowe, dokonuje ich oceny w systemie ciągłym na bazie ryzyka, z wykorzystaniem metodyki „badania i oceny nadzorczej” (BION), wspierającej nadzór ostrożnościowy oparty na analizie ryzyka. Ocena BION bezpośrednio przekłada się na skalę działań nadzorczych, w szczególności o charakterze inspekcyjnym, co znacznie ułatwia kierowane działań nadzorczych w stosunku do obszarów

⁸ Komisja Nadzoru Finansowego. *Pięć lat działalności*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2011, s. 8.

⁹ Komisja na liście ostrzeżeń publicznych zamieściła 12 podmiotów, które bez zezwolenia KNF na prowadzenie działalności maklerskiej dokonują czynności maklerskich; źródło: http://www.knf.gov.pl/o_nas/ostrezenia_publiczne/index.html [dostęp: 15.11.2011 r.].

¹⁰ *Dz.Urz. L 177 z 30.6.2006, s. 201. Dyrektywa 2006/49/WE wraz z Dyrektywą 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe (Dz.Urz. L 177 z 30.6.2006, s. 1) zawierają wytyczne Nowej Umowy Kapitałowej (Bazylii II) i są określane mianem Dyrektyw CRD III (ang. Capital Requirement Directives).*

i podmiotów generujących najwyższe ryzyko. Dokonywanie oceny BION następuje w oparciu o informacje pozyskane przez pracowników UKNF m.in. w czasie kontroli, spotkań nadzorczych, procedur licencyjnych, kontaktów z właścicielami, analizy sprawozdawczości okresowej i odpowiedzi na dodatkowe zapytania UKNF (kwestionariusze, wezwania nadzorcze, ankiety itp.)¹¹.

Funkcja kontrolna odnosi się do przeprowadzania kontroli na miejscu (inspekcja) i nadzoru analitycznego („zza biurka”) oraz stosowania środków nadzoru w stosunku zarówno do podmiotu nadzorowanego (środki *ad rem*) jak i osób wchodzących w skład jego organu odpowiedzialnych za wystąpienie określonych nieprawidłowości (środki *ad personam*). Nadzór można rozpatrywać w odniesieniu do konkretnej instytucji finansowej, ale też w znaczeniu szerokim – jako nadzór nad całym rynkiem finansowym – obejmujący działalność analityczną.

Jednym z podstawowych zadań UKNF w obszarze nadzoru wobec podmiotów prowadzących działalność maklerską jest przeprowadzanie kontroli, które mają na celu ustalenie, czy podmiot kontrolowany działa zgodnie z przepisami prawa, nie narusza zasad uczciwego obrotu oraz interesów zleceniodawców. Monitorowanie działalności podmiotów nadzorowanych i informowanie właściwych komórek organizacyjnych UKNF o ujawnionych nieprawidłowościach w działaniach podmiotów nadzorowanych, a także współdziałanie z jednostkami organizacyjnymi UKNF w podejmowanych czynnościach nadzorczych jest wykonywany w ramach funkcji kontrolnej organu nadzoru. Liczbę przeprowadzonych kontroli w latach 2006-2010 obrazuje tabela nr 1.

Tabela nr 1. Liczba zakończonych kontroli nad podmiotami prowadzącymi działalność maklerską.

Liczba zakończonych kontroli w poszczególnych latach	2006	2007	2008	2009	2010
- w domach maklerskich,	4	13	12*	12	8
- w bankach prowadzących działalność maklerską	-	3	3	2	3
- w banku powierniczym	1	-	-	1	-
- w oddziale zagranicznej firmy inwestycyjnej	1	-	*	1	-
Ogółem:	6	16	15	16	11

*Dane za 2008 r. zawierają zestawienie kontroli w domach maklerskich, w tym oddziałach zagranicznych firm inwestycyjnych.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF¹².

¹¹ Wynikiem oceny BION jest przyznanie firmie inwestycyjnej punktacji stanowiącej wypadkową ocen kluczowych ryzyk, jak również jakości zarządzania tymi ryzykami (w skali od 1 do 4 za poszczególne rodzaje ryzyka, przy czym 1 jest oceną najlepszą, a 4 – najgorszą, wskazującą na wysoki poziom ekspozycji podmiotu na określony rodzaj ryzyka).

¹² *Sprawozdanie z działalności KNF za okres 19 września – 31 grudnia 2006 r.*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2007, s. 48; *Sprawozdanie z działalności KNF w 2007 r.*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008, s. 44; *Sprawozdanie z działalności KNF*

Przeprowadzenie kontroli działalności firm inwestycyjnych i zagranicznych firm inwestycyjnych prowadzących na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską w formie oddziału skutkuje zastosowaniem środka nadzorczego, w tym zaleceń pokontrolnych, a następnie monitorowaniem sposobu ich wykonania. Wśród środków podejmowanych w ramach nadzoru indywidualnego nad uczestnikami rynku kapitałowego w oparciu o kryterium dotkliwości środków względem podmiotu nadzorowanego można wyróżnić: upomnienia, nakazy/zakazy, kary pieniężne, przekazanie do publicznej wiadomości informacji o podejrzeniu naruszenia przepisów prawa oraz o podjętych środkach i sankcjach¹³, ograniczenie zakresu działalności, cofnięcie zezwolenia na prowadzenie działalności. Najbardziej radykalną sankcją jest eliminacja podmiotu z rynku finansowego. Jeżeli firma inwestycyjna rażąco narusza przepisy prawa, zwłaszcza u.o.i.f. lub ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹⁴, statutu lub warunków określonych w zezwoleniu, KNF może, w drodze decyzji, cofnąć zezwolenie na prowadzenie działalności. Komisja może także nakazać firmie inwestycyjnej zmianę statutu w określonym terminie.

Tabela nr 2. Przykładowe decyzje wydane w ramach autoryzacji i nadzoru nad podmiotami prowadzącymi działalność maklerską.

Rodzaje decyzji w poszczególnych latach	2006*	2007	2008	2009	2010
udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej	4	7	5	1	6
udzielenie zezwolenia na prowadzenie rachunków papierów wartościowych (działalność powiernicza)					1
decyzje dotyczące niezgłoszenia sprzeciwu wobec objęcia/nabycia akcji domu maklerskiego	6	9	3	4	5
decyzje dotyczące zgłoszenia sprzeciwu wobec objęcia/nabycia akcji domu maklerskiego	-	-	3	1	1
decyzje dotyczące nałożenia kar pieniężnych na domy maklerskie	4	3	-	-	-

w 2008 r., Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 32; *Sprawozdanie z działalności KNF w 2009 r.*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 94; *Sprawozdanie z działalności KNF w 2010 r.*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2011, s. 114.

¹³ Informacja nie może zawierać danych osobowych osób, chyba że zapadło w stosunku do tych osób prawomocne orzeczenie lub wydana została ostateczna decyzja w sprawie naruszenia przez te osoby przepisów wymienionych w art. 25 ust. 1 pkt 1 ustawy z dnia 29.07.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. Nr 183, poz. 1537 ze zm.; zwana dalej u.n.r.k.) ustaw lub decyzji w sprawie naruszenia przez te osoby przepisów ustaw został nadany rygor natychmiastowej wykonalności.

¹⁴ Dz. U. Nr 184, poz. 1539 ze zm.

decyzje dotyczące skreślenia maklera papierów wartościowych z listy maklerów papierów wartościowych	2	2	1	3	1
---	---	---	---	---	---

*Od powołania KNF, tj. 19.09.2006 r. do 31.12.2006 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF¹⁵.

W zakresie wykonywania działalności regulowanej istotne znaczenie mają powinności informacyjne podmiotu nadzorowanego. Przybierają one – w ogólności – wymiar pozytywny (obowiązek udzielania informacji) oraz wymiar negatywny (obowiązek zachowania tajemnicy)¹⁶. Kontrola kondycji finansowej firm inwestycyjnych następuje poprzez analizę sprawozdań miesięcznych, półrocznych i rocznych sprawozdań finansowych oraz półrocznych sprawozdań z działalności i funkcjonowania nadzoru wewnętrznego w podmiotach prowadzących działalność maklerską, które firmy inwestycyjne obligatoryjnie przesyłają do Urzędu KNF. Ponadto firmy inwestycyjne mają obowiązek przestrzegania obowiązków informacyjnych związanych z ujawnianiem stanu posiadania akcji (udziałów) w domach maklerskich. W przedmiocie zachowania tajemnicy zawodowej i informacji poufnej oraz ochrony przed manipulacją na rynku Komisja dąży do zapewnienia efektywności funkcjonowania rynku kapitałowego poprzez eliminację działań niezgodnych z prawem, poprzez stosowanie środków nadzorczych w postaci kar pieniężnych oraz cofania licencji winnym osobom. Od początku działalności KNF odebrano dziesięć licencji maklerom papierów wartościowych, sześć licencji doradcy inwestycyjnego (w tym trzy skreślenia z listy doradców inwestycyjnych), sześciu maklerom papierów wartościowych zawieszono uprawnienia do wykonywania zawodu¹⁷. Ponadto, rozpatrując całokształt kar pieniężnych względem podmiotów prowadzących działalność maklerską, Komisja zastosowała 11 sankcji pieniężnych względem firm inwestycyjnych w wysokości ponad 1,6 mln zł¹⁸.

W ramach nadzoru nad bieżącą działalnością firm inwestycyjnych KNF monitoruje reklamy podmiotów nadzorowanych, mając na celu eliminację tych, które mogą wprowadzać w błąd klientów. Ponadto, na podstawie skarg od klientów organ nadzoru może

¹⁵ *Sprawozdanie z działalności KNF za okres 19 września ...*, s. 44; *Sprawozdanie z działalności KNF w 2007 ...*, s. 10; *Sprawozdanie z działalności KNF w 2008 ...*, s. 129; *Sprawozdanie z działalności KNF w 2009 ...*, s. 172; *Sprawozdanie z działalności KNF w 2010 ...*, s. 216-217.

¹⁶ K. Zacharzewski, *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2008, s. 122 i cyt. tam C.J. Johnson, Jr, J. McLaughlin, *Corporate Finance and the Securities Law*, New York 1997, s. 368-374 oraz N. S. Poser, *Broker-Dealer Law and Regulation*, Boston-New York-Toronto-London, s. 165.

¹⁷ Źródło: http://www.knf.gov.pl/Images/kary_KNF_wg_naruszen_08-11-2011_tcm75-25457.pdf [dostęp: 15.11.2011 r.].

¹⁸ *Ibidem*.

dokonywać kontroli. Analiza składanych skarg odbywa się w trzystopniowej procedurze¹⁹. Po pierwsze, skargi są poddawane wstępnej analizie, podczas której emitowane są te, które nie wskazują na naruszenie przez podmiot przepisów prawa lub interesów nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego. Po drugie, następuje analiza skargi pod kątem ustalenia, czy dotyczy indywidualnego przypadku, czy też może stanowić negatywną praktykę występującą w danym podmiocie lub w sektorze rynku finansowego, a także czy działania podmiotu nadzorowanego naruszają przepisy prawa lub interesy uczestników rynku. Po trzecie, na podstawie ustaleń z przeprowadzonych analiz podejmowana jest decyzja co do zainicjowania dalszych działań służących szczegółowemu zbadaniu dostrzeżonych problemów (korespondencja interwencyjna z podmiotem, wnioski o nałożenie kary, zalecenia itp.).

Organ nadzoru pełni także funkcję informacyjną, polegającą na przygotowywaniu odpowiedzi na zapytania w sprawach z zakresu działalności nadzorowanych podmiotów, w tym interpretacji obowiązujących przepisów. Warto zaznaczyć, iż w maju 2011 r. Komisja wydała wytyczne w przedmiocie zasad rozpatrywania reklamacji przez podmioty objęte nadzorem (szeroko rozumiane instytucje finansowe), które mają ujednolicić ten proces.

5. Prace legislacyjne w przedmiocie działalności maklerskiej

Przedstawiciele UKNF od samego początku jego działalności w aktywny sposób uczestniczą w przygotowywaniu oraz opiniowaniu kilkudziesięciu projektów ustaw i rozporządzeń z zakresu rynku kapitałowego. Mimo, iż szczegółowe omówienie prac legislacyjnych i ich efektów przekracza jednak ramy niniejszego opracowania, wydaje się, że warto zwrócić uwagę na kilka z nich – tych najbardziej istotnych w ocenie autora.

Spośród szeregu projektów ustaw o zmianie u.o.i.f. należy podkreślić te związane z implementacją do prawa polskiego przepisów Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniające dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylające dyrektywę Rady 93/22/EWG (tzw. Dyrektywa MiFID)²⁰, rozporządzenia wykonawczego nr 1287/2006 do Dyrektywy MiFID²¹ oraz Dyrektywy 2006/49/WE (tzw. Dyrektywy CRD III). W następstwie trans-

¹⁹ *Komisja Nadzoru Finansowego. Pięć lat działalności*, KNF, Warszawa 2011, s. 23.

²⁰ Dz. U. L 145 z 30.4.2004 r., s. 1.

²¹ Rozporządzenie 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

pozycji wskazanych regulacji prawnych nastąpiło m.in. poszerzenie katalogu instrumentów finansowych, uszczegółowienie zasady zawierania transakcji przez firmy inwestycyjne bezpośrednio z dającym zlecenie (w ramach usługi wykonywania zleceń), zmiany w zakresie regulacji dotyczących systemu rozliczeniowego.

Wdrożenie Dyrektywy MiFID ustawą z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw²² spowodowało poszerzenie katalogu instrumentów finansowych m.in. o instrumenty niektóre instrumenty pochodne, uproszczenie instytucji „krótkiej sprzedaży”, tym samym objęcie ich systemem rekompensat oraz nadzorem KNF. Ponadto rozszerzony został zakres obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych, w tym w zakresie zawierania umów zlecenia nabycia lub zbycia akcji bezpośrednio z dającym zlecenie. Firmy inwestycyjne zostały zobligowane do przedstawiania organowi nadzoru informacji w przedmiocie obliczania i utrzymywania wymogów kapitałowych oraz zostały objęte nadzorem KNF w oparciu o występujące ryzyko w ich działalności, przede wszystkim w aspekcie badania i kontroli procesu oceny adekwatności kapitałowej stosowanego przez dom maklerski oraz analizy jakości systemu zarządzania ryzykiem wewnątrz firmy inwestycyjnej.

Implementacja Dyrektywy MiFID odniosła skutek w postaci podniesienia standardu świadczonych usług, w tym zwiększenia ochrony klientów nieprofesjonalnych. Badanie wiedzy i doświadczenia klienta nieprofesjonalnego (detalicznego), będące realizacją zasady adekwatności wynikającej z Dyrektywy MiFID²³ w praktyce polega na wypełnieniu ankiety zawierającej pytania dotyczące: znanych klientowi rodzajów usług inwestycyjnych, transakcji i instrumentów finansowych; charakteru, wielkości i częstotliwości dokonywanych transakcji; poziomu wykształcenia, wykonywanego obecnie lub w przeszłości zawodu. Celem oceny adekwatności jest dobór instrumentów finansowych, które są adekwatne dla klienta przy uwzględnieniu jego wiedzy i doświadczenia w zakresie zawierania transakcji na instrumentach finansowych²⁴. W przypadku, gdy

z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejsze dyrektywy (Dz.U. L 241 z 2.9.2006, s. 1).

²² Dz.U. z 2009 r. Nr 165, poz. 1316. Nowelizacja weszła w życie z dniem 21.10.2009 r.

²³ Zgodnie z art. 19 ust. 5 Dyrektywy MiFID przedsiębiorstwa inwestycyjne świadcząc usługi inwestycyjne, inne niż usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania pakietem akcji (art. 19 ust. 4 MiFID) mają obowiązek uzyskania od klienta lub potencjalnego klienta informacji i przeprowadzenia oceny adekwatności w zakresie jego wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji, odpowiedniej do określonego rodzaju oferowanego lub wymaganego produktu lub usługi, tak aby przedsiębiorstwo inwestycyjne mogło dokonać oceny, czy przewidziana usługa inwestycyjna lub produkt są odpowiednie dla klienta.

²⁴ Ocena adekwatności nie jest obowiązkowa i klient może z niej zrezygnować. Wiąże się to jednak z brakiem możliwości zidentyfikowania przez firmę inwestycyjną instrumentów finansowych adekwatnych dla klienta zgodnie z zadeklarowaną przez niego wiedzą oraz doświadczeniem. Klient, który zrezygnuje z oceny adekwatności powinien podpisać w firmie

w oparciu o otrzymane informacje produkt lub usługa nie są odpowiednie dla klienta lub potencjalnego klienta, firma inwestycyjna ma obowiązek ostrzec o tym klienta (lub potencjalnego klienta).

Na początkowym etapie wiele firm inwestycyjnych, przygotowując test adekwatności *de facto* przenosiło ciężar oceny na klienta²⁵. Oceny w przedmiocie doboru adekwatnego dla określonego klienta instrumentu finansowego powinien dokonać profesjonalista, a więc firma inwestycyjna, co stanowczo podkreślał UKNF podczas szeregu szkoleń przeprowadzanych w środowisku firm inwestycyjnych, a następnie kontroli w praktyce – podniosło to standard usług.

Do implementacji Dyrektywy MiFID czynności maklerskie nie mogły być outsourcingowane²⁶. Po wprowadzeniu przepisów art. 81a-81 g u.o.i.f. nastąpił znaczny wzrost notyfikacji outsourcingowych. Ponadto, skróceniu uległ okres rejestracji agentów firm inwestycyjnych – średnio z 4 miesięcy w 2007 r. do 1-2 miesięcy w 2011 r.; doradców inwestycyjnych – średnio z 22 dni w 2007 r. do 7 dni w 2010 r., maklerów papierów wartościowych – średnio z 15 dni w 2007 r. do 8 dni w 2011 r.²⁷

W odniesieniu do inicjatywy Ministerstwa Gospodarki w zakresie odbiurokratyzowania gospodarki, Urząd UKNF zgłosił propozycję odejścia od państwowych egzaminów na maklerów papierów wartościowych, maklerów giełd towarowych i doradców inwestycyjnych oraz przymusowego zatrudniania osób z licencjami w instytucjach finansowych. Podstawowymi założeniami projektu są: □ zwiększenie odpowiedzialności firm inwestycyjnych za jakość kadr oraz □ wprowadzenie stałego monitorowania jakości kadr w miejsce państwowych licencji dla maklerów i doradców²⁸. Zgodnie z projektem nad jakością kompetencji kadr mają czuwać firmy inwestycyjne we własnym zakresie,

inwestycyjnej oświadczenie, że podejmuje decyzje na podstawie własnej oceny instrumentu finansowego i na własną odpowiedzialność. W odniesieniu do klienta zakwalifikowanego do kategorii klientów detalicznych albo profesjonalnych, który korzysta z usługi zarządzania portfelem, w którego skład wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, lub usługi doradztwa inwestycyjnego jest przeprowadzana **ocena odpowiedniości**.

²⁵ W oparciu o nieprawidłowo skonstruowane testy klient sam miał ocenić np. poziom swojej wiedzy w zakresie inwestowania w instrumenty finansowe, wiedzę o rynku kapitałowym.

²⁶ Dyrektywa MiFID dopuszcza możliwość świadczenia usług przez przedsiębiorstwa inwestycyjne za pośrednictwem innego przedsiębiorstwa inwestycyjnego. Przedsiębiorstwo inwestycyjne świadczy usługi inwestycyjne i dodatkowe w imieniu klienta za pośrednictwem innego przedsiębiorstwa inwestycyjnego, w oparciu o informacje w sprawie klienta przekazane przez to przedsiębiorstwo (art. 20 zd. 1 Dyrektywy MiFID).

Na gruncie prawa polskiego outsourcing działalności maklerskiej jest możliwy od wejścia w życie ustawy z dnia 4.9.2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2009 r. Nr 165, poz. 1316), tj. od dnia 21.10. 2009 r.

²⁷ Komisja..., s. 24.

²⁸ http://www.knf.gov.pl/Images/KNF_Q%26A%20_maklerzy_i_doradcy_5_08_2010_tcm75-23591.pdf [dostęp: 20.11.2011 r.]

a KNF w ramach nadzoru bieżącego nad działalnością firm inwestycyjnych, której proponuje się przyznać uprawnienie do przeprowadzania tzw. egzaminu interwencyjnego. Zdaniem UKNF proponowane regulacje mają się przyczynić do sprawowania efektywniejszego nadzoru nad firmami inwestycyjnymi²⁹.

W ciągu pierwszych pięciu lat działalności KNF znacznie usprawniony został nadzór nad rynkiem ofert publicznych, co dodatkowo wzmocnione jest faktem, iż od momentu powstania KNF liczba spółek notowanych na GPW wzrosła o ok. 40 %³⁰. W tym kontekście warto zauważyć, że do 2008 r. organ nadzoru szczegółowo weryfikował prospekty oraz wielokrotnie zgłaszał uwagi mające na celu „wypracowanie” – wspólnie z emitentem i doradcami – prospektu wolnego od błędów i spełniającego wymogi prawa, w maju 2008 r. przyjęto, że pełną odpowiedzialność za treść prospektu ponoszą emitent oraz podmioty sporządzające prospekt, co wymusiło lepszą pracę doradców i o połowę skróciło czas oczekiwania na zatwierdzenie prospektu³¹.

6. Wnioski

Komisji Nadzoru Finansowego, jako organowi administracji państwowej o dużym stopniu niezależności³², przysługuje szereg kompetencji względem firm inwestycyjnych, zarówno na etapie ich autoryzacji, jak i bieżącego nadzoru, ale także względem zatrudnianych w firmach inwestycyjnych maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych. W pięcioletnim okresie działalności Komisji najbardziej widoczne są działania o charakterze *stricte* nadzorczym, związane z przeprowadzaniem kontroli w odniesieniu do bieżącej działalności firm inwestycyjnych, ale także – niezaprzeczalnie – ogrom pracy Komisji zauważalny jest w przedmiocie podniesienia standardów obsługi klientów nieprofesjonalnych domów maklerskich, zwłaszcza wywołanych implementa-

²⁹ Obecnie UKNF nadzoruje jednocześnie firmy inwestycyjne i ich pracowników. Taka podwójna kontrola stwarza złudne wrażenie dodatkowego bezpieczeństwa, a w rzeczywistości zdarza się, że jeśli makler i doradca naruszy prawo, to pracodawca składa na niego skargę do UKNF i czuje się zwolniony z odpowiedzialności. Jednocześnie znane są przypadki, gdy nieprawidłowości w działaniu pracowników były tolerowane przez firmy inwestycyjne dopóki przynosiły zyski lub nie zostały ujawnione. Często dla firmy wygodne jest zrzucenie odpowiedzialności na pracownika, którego następnie zwalnia z pracy i „powierza” UKNF prowadzenie postępowania administracyjnego w jego sprawie. Z kolei osoby bez licencji są „poza zasięgiem” nadzoru. Zniesienie dublowania reglamentacji będzie sprzyjać jednoznacz-
nemu określeniu odpowiedzialności za nadużycia. Źródło: strona internetowa KNF: http://www.knf.gov.pl/Images/KNF_Q%26A%20_maklerzy_i_doradcy_5_08_2010_tcm75-23591.pdf [dostęp: 20.11.2011 r.].

³⁰ Komisja..., s. 18.

³¹ *Ibidem*.

³² TK z 15.06.2011, sygn. K 2/09.

cją Dyrektywy MiFID, kwestiami outsourcingu oraz audytu wewnętrznego w firmach maklerskich. Komisja aktywnie uczestniczyła w procesach legislacyjnych, ale także organizowała liczne szkolenia adresowane do pracowników firm inwestycyjnych. Przyspieszone zostały procedury licencyjne względem podmiotów środowiska maklerskiego.

Standardy przestrzegania regulacji prawnych, w tym norm ostrożnościowych nie budzą większych wątpliwości, co dodatkowo zdaje się umacniać fakt, iż w okresie od utworzenia KNF żaden podmiot nadzorowany nie znalazł się w stanie upadłości. Pozostaje żywić nadzieję, że Dyrektywa CRD IV nie przekreśli możliwości uzyskania pełnego obrazu działalności podmiotów nadzorowanych przez UKNF, która jest niezwykle istotna z punktu widzenia organu nadzoru. Wrażliwe obszary występują więc przede wszystkim w obszarze działalności transgranicznej. Skuteczny nadzór nad strukturami transgranicznymi musi być poparty pełną i sprawną współpracą organów nadzorczych państw członkowskich, a – jak wskazuje praktyka – kooperacja KNF z właściwymi organów nadzoru jest stale wzmacniana.