



Dorota Nowalińska
Wojciech Pietrzyk
Mariusz Wojciechowski

KNF

KOMISJA
NADZORU
FINANSOWEGO

**Prawa obligatariusza
- poradnik dla nieprofesjonalnych
uczestników rynku finansowego**

KNF

KOMISJA
NADZORU
FINANSOWEGO

Dorota Nowalińska

Wojciech Pietrzyk

Mariusz Wojciechowski

**PRAWA OBLIGATARIUSZA
– PORADNIK DLA
NIEPROFESJONALNYCH
UCZESTNIKÓW RYNKU
FINANSOWEGO**

Warszawa 2022

Publikacja została wydana nakładem Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego

© Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
ul. Piękna 20
00-549 Warszawa
www.knf.gov.pl

Warszawa 2022
Wydanie I

ISBN 978-83-66322-12-7 (wersja papierowa)
ISBN 978-83-66322-13-4 (wersja elektroniczna)

Nakład: 2 500 szt.
Stan prawny: 1 lipca 2022 r.

Przygotowanie do druku i druk:
Drukarnia Biały Kruk Milewscy sp. j.

Publikacja wydana została w celach edukacyjnych w ramach projektu Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku – CEDUR. Autorskie prawa majątkowe do publikacji są własnością Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF). Rozpowszechnianie, kopiowanie, utrwalanie, publiczne wykorzystywanie całości lub części dozwolone jest wyłącznie w granicach określonych przez przepisy prawa, w szczególności ustawę z dnia 4 lutego 1994 r. o prawach autorskich i prawach pokrewnych. Publikacja ma charakter ogólny i wyłącznie informacyjny, a informacje w niej zawarte nie stanowią porady prawnej oraz inwestycyjnej. UKNF nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje podjęte przez czytelnika na rynku finansowym, na podstawie informacji zawartych w tej publikacji, ponieważ decyzje te powinny być każdorazowo przeanalizowane w ramach konkretnego stanu faktycznego, który w zależności od okoliczności, podmiotu, który decyzje podejmuje, potrzeb, założonych celów oraz posiadanych środków będzie uzasadniał zastosowanie adekwatnych działań, w tym przyjęcie konkretnego ryzyka, w celu osiągnięcia oczekiwanych skutków, które decyzja ma wywołać.

SPIS TREŚCI

WYKAZ SKRÓTÓW AKTÓW PRAWNYCH	7
SŁOWNIK SKRÓTÓW I POJĘĆ	8
WSTĘP	9
I. WPROWADZENIE. OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA OBLIGACJI.	11
II. OBOWIĄZKI EMITENTA W ZWIĄZKU Z EMISJĄ OBLIGACJI.	17
III. ROLA ADMINISTRATORA ZABEZPIECZEŃ	20
IV. CHARAKTER USŁUG MAKLERSKICH, W RAMACH KTÓRYCH OFEROWANE I NABYWANE SĄ OBLIGACJE	22
4.1. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	23
4.2. Oferowanie instrumentów finansowych	24
4.3. Wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	26
4.4. Doradztwo inwestycyjne	27
V. OPIS RYNKU PIERWOTNEGO I WTÓRNEGO OBLIGACJI	29
5.1. Rynek pierwotny obligacji to transakcje nabycia obligacji nowej emisji przez inwestorów wprost od emitenta	29
5.2. Rynek wtórny dla obligacji można opisać jako transakcje kupna i sprzedaży obligacji już wyemitowanych, zawierane pomiędzy obligatariuszami (zbywcami) oraz inwestorami (nabywcami)	30
VI. ZMIANY W TRYBIE PRZEPROWADZANIA OFERT	31
6.1. Zmiana definicji oferty publicznej	33
VII. SPOSOBY EWIDENCJONOWANIA OBLIGACJI.	35
VIII. WYMOGI DOBRYCH STANDARDÓW SPRZEDAŻY	38

IX.	SPOSOBY DOCIERANIA DO INWESTORÓW. PRAKTYKI SPRZEDAŻOWE I KONIECZNOŚĆ ZACHOWANIA OSTROŻNOŚCI NA RYNKU	45
9.1.	Kanał bezpośredni	47
9.2.	Kanał telefoniczny	47
9.3.	Kanał internetowy.	48
9.4.	Sprzedaż z wykorzystaniem technik wywierania wpływu	49
9.5.	Tak zwane „Spółki Marketingowe”	51
9.6.	Wykorzystywanie stron internetowych dla celów oszustwa	52
9.7.	Tak zwane „family office”	53
X.	DZIAŁALNOŚĆ PODMIOTÓW NIEUPRAWNIONYCH DO OFEROWANIA OBLIGACJI	54
10.1.	Spółka „family office”	54
10.2.	Spółka marketingowa	55
10.3.	Pracownicy firmy inwestycyjnej, jej agenta lub banku, którzy we własnym zakresie współpracują z emitentem	56
XI.	WYBRANE RYZYKA ZWIĄZANE Z INWESTOWANIEM W OBLIGACJE	57
11.1.	Ryzyka związane z emitentem i jego sytuacją finansową	58
11.1.1.	Ryzyko płynności emitenta	58
11.1.2.	Ryzyka związane ze strukturą akcjonariatu/udziałów w spółce	59
11.1.3.	Ryzyka związane z kapitałami spółki	60
11.1.4.	Ryzyko związane z zadłużeniem emitenta	61
11.1.5.	Ryzyko związane z brakiem bieżącej informacji na temat sytuacji finansowej emitenta	61
11.1.6.	Ryzyko związane ze źródłem finansowania wykupu obligacji	62

11.2. Ryzyka związane z otoczeniem działalności prowadzonej przez emitenta	62
11.2.1. Ryzyko wynikające z zagranicznych czynników politycznych, społecznych i ekonomicznych.....	62
11.2.2. Ryzyko związane z prowadzeniem działalności regulowanej	63
11.2.3. Ryzyko związane z wystąpieniem negatywnej koniunktury gospodarczej.....	63
11.3. Ryzyka związane z procesem emisji obligacji.	64
11.3.1. Ryzyko związane z działaniem przez firmę inwestycyjną w konflikcie interesów	64
11.3.2. Ryzyko związane z powiązaniem pomiędzy emitentem a firmą inwestycyjną	65
11.3.3. Ryzyko braku płynności obligacji	66
11.3.4. Ryzyka związane z zabezpieczeniem obligacji.....	66
11.3.5. Ryzyko braku ustanowienia przewidzianych zabezpieczeń..	67
11.3.6. Ryzyko dewaluacji przedmiotu zabezpieczania.....	67
11.3.7. Ryzyko ustanowienia zabezpieczenia na dalszych miejscach w księdze wieczystej lub rejestrze zastawów	68
11.3.8. Ryzyko związane z działaniami administratora zabezpieczeń.....	68

XII. DOSTĘPNE INWESTOROM NARZĘDZIA PRAWNE W ZWIĄZKU Z NIEZGODNYM Z PRAWEM DZIAŁANIEM PODMIOTÓW EMITUJĄCYCH I OFERUJĄCYCH OBLIGACJE ORAZ POŚREDNIKÓW, A TAKŻE OSÓB TRZECICH	70
12.1. Zagadnienia organizacyjno-strukturalne	70
12.2. Zgłaszanie przestępstw popełnionych na szkodę inwestora	73
12.3. Dochodzenie roszczeń majątkowych	74
12.4. Informacja o celowości korzystania z usług profesjonalnych pełnomocników	80

WYKAZ SKRÓTÓW AKTÓW PRAWNYCH

Dyrektywa MiFID II – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE

KPC – ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. z 2021 r. poz. 1805, z późn. zm.)

Rozporządzenie prospektowe – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE

Ustawa o obligacjach – ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2022 r. poz. 454)

Ustawa o obrocie – ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2021 r. poz. 328, z późn. zm.)

Ustawa o ofercie publicznej – ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2021 r. poz. 1983, z późn. zm.)

SŁOWNIK SKRÓTÓW I POJĘĆ

EURIBOR – Euro Interbank Offered Rate. Referencyjna wysokość oprocentowania depozytów i kredytów na rynku międzybankowym strefy euro

KDPW, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych – centralny depozyt papierów wartościowych, prowadzący i nadzorujący system rejestracji papierów wartościowych oraz system rozrachunku transakcji zawieranych w obrocie instrumentami finansowymi

KNF – Komisja Nadzoru Finansowego

Kowenant – (potocznie) klauzula umowna, która nakłada na emitenta ograniczenie lub ograniczenia (nakazy i zakazy). Termin pochodzi z języka angielskiego *Financial covenants* oznaczający zobowiązania finansowe

KRS – Krajowy Rejestr Sądowy

Rejestr Zobowiązań Emitentów – usługa świadczona przez KDPW na podstawie ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. z 2018 poz. 2243, z późn. zm.)

Rynek Catalyst – system obrotu instrumentami finansowymi, na którym zawierane są transakcje na obligacjach w ramach dwóch platform: giełdowej oraz BondSpot. Platforma giełdowa prowadzona jest dla inwestorów detalicznych zaś BondSpot jest platformą przeznaczoną dla inwestorów instytucjonalnych

Rynek Regulowany – działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany

UKNF – Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

WIBOR – Warsaw Interbank Offered Rate. Referencyjna wysokość oprocentowania pożyczek na polskim rynku międzybankowym

WSTĘP

Publikacja adresowana jest do nabywców lub potencjalnych nabywców obligacji korporacyjnych, którzy nie są profesjonalnymi uczestnikami rynku dłużnych papierów wartościowych, posiadającymi podstawową wiedzę o funkcjonowaniu rynku kapitałowego. Treść publikacji jednakże nie stanowi jedyne źródła wiedzy, niezbędnego do dokonania w pełni świadomej decyzji inwestycyjnej i nie może w tym względzie być postrzegana jako kompletna i zupełna. Wynika to z faktu, że prezentowana treść ma przybliżyć czytelnikowi wybrane i najpewniej najistotniejsze zagadnienia związane z inwestowaniem w obligacje.

Inwestowanie w obligacje cieszy się w Polsce sporym zainteresowaniem. Szerokie spektrum potencjalnych inwestorów, stosunkowa łatwość pozyskania finansowania i możliwość elastycznego ukształtowania stosunku obligacyjnego zachęca emitentów do tej formy pozyskiwania kapitału. Obligacje jako takie charakteryzują się zróżnicowaną stopą zwrotu, co skorelowane jest z wypadkową indywidualnych ryzyk z nich wynikających.

W ostatnich latach pierwotny rynek obligacji korporacyjnych zmagał się z istotnymi problemami emitentów oraz nadużyciami w procesie ich dystrybucji. Przeżyło się to na utratę zaufania potencjalnych inwestorów dla tego rodzaju instrumentów. Należy podkreślić, że generalna ocena całego rynku obligacji formułowana na przykładzie jednostkowych emitentów oraz uchybień w procesie dystrybuowania obligacji jest nieuprawniona i krzywdząca. Istnieje bowiem znaczna grupa emitentów, którzy w prowadzonej działalności muszą wspomagać się zewnętrznym finansowaniem (oraz z różnych względów nie korzystają z finansowania bankowego), co wynika z przyjętego modelu biznesowego wymagającego zewnętrznego kapitału i czynią to z poszanowaniem zasad należytej staranności.

W minionych latach zasady emitowania obligacji ulegały licznym przeobrażeniom. Zmiany dotyczyły zarówno ustroju prawnego samej relacji obligacyjnej, jak i zasad ich oferowania. Część z wprowadzonych zmian była efektem implementacji do polskiego porządku prawnego przepisów dyrektywy MiFID II oraz Rozporządzenia prospektowego, które wzmocniły pozycję nieprofesjonalnych klientów firm inwestycyjnych. Intensywność krajowych zmian legislacyjnych wpłynęła przede wszystkim na minimalizację ryzyk, które zmaterializowały się w 2018 r. Wprowadzone nowelizacje z jednej strony zapewniły niezbędne zabezpieczenie interesu osób zapisujących się na obligacje nowej emisji za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, jak i poprawiły transparentność oferty, nakładając na emitentów szereg obowiązków, w tym informacyjnych.

Nie ulega wątpliwości, że najistotniejszym elementem procesu inwestycyjnego jest świadomość podejmowanej decyzji. Nawet najlepiej rozwinięte rozwiązania legislacyjne mogą okazać się niewystarczające w chwili, gdy nieprofesjo-

nalny uczestnik rynku nie dochowa należytej staranności i nie rozważy wszystkich ryzyk związanych z zainwestowaniem kapitału. Dlatego też w ocenie Autorów niezwykle istotne jest edukowanie uczestników rynku, zwłaszcza tych, którzy w podejmowanych decyzjach polegają wyłącznie na własnej wiedzy i doświadczeniu, oraz tych, którzy w podejmowanych decyzjach całkowicie zdają się na sugestie pośredników finansowych wynagradzanych za osiągnięty wynik sprzedaży. Nie ulega wątpliwości, że lektura tej publikacji, przez wzgląd na jej formę i objętość nie może zapewnić w pełni świadomego lokowania kapitału w obligacje. Istnieje jednak realna szansa, że w trakcie podejmowania decyzji inwestycyjnej, weryfikowania dokumentacji ofertowej lub ostatecznie płacenia ceny za obligacje, czytelnik będzie miał większą świadomość, jaki instrument nabywa oraz jakie wiąże się z tym jego prawa i obowiązki, a także ryzyka. Doświadczenie UKNF w nadzorze nad firmami inwestycyjnymi, w tym bankami prowadzącymi działalność maklerską wskazuje, że kluczowym problemem w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych jest brak dostatecznej wiedzy o istotnych cechach nabywanego instrumentu finansowego.

Przedstawione informacje mogą przyczynić się do podjęcia świadomej decyzji inwestycyjnej.

I. WPROWADZENIE. OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA OBLIGACJI

„Obligacją” jest papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego „obligatariuszem” i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Taką definicją (tak zwaną „definicją legalną”, bo zamieszczoną w akcie prawnym) posługuje się ustawa o obligacjach.

Na bazie tej definicji legalnej, można prościej i przystępniej stwierdzić, że obligacja:

- to papier wartościowy, a zatem (w ujęciu tradycyjnym) dokument lub (obecnie) zapis elektroniczny, z którym m.in. wiążą się sprecyzowane uprawnienia dla jego posiadacza
- jest emitowana w serii, co oznacza, że w ramach jednego procesu emisji powstaje wiele takich papierów wartościowych i są one podzielone na określoną liczbę równych jednostek
- jej kreacja skutkuje powstaniem określonej relacji prawnej pomiędzy emitentem (podmiotem, który chcąc pozyskać kapitał, „emituje”, czyli tworzy ten papier wartościowy) a obligatariuszem (czyli osobą nabywającą obligację)
- emitent stwierdza, że jest dłużnikiem obligatariusza i zobowiązuje się spełnić na jego rzecz określone świadczenie, sprecyzowane w dokumencie – „warunkach emisji”. Najczęściej spotykane są świadczenia majątkowe – co do zasady prawo do otrzymania w przyszłości wartości nominalnej wraz z odsetkami (kuponem)

Obligacja to dłużny instrument finansowy. Emitent przekazuje obligatariuszowi obligację i zobowiązuje się do spełnienia jakiegoś świadczenia w przyszłości (najczęściej zwrotu otrzymanej kwoty wraz z odsetkami), a w zamian uzyskuje finansowanie. Istotą obligacji jest pozyskanie kapitału przez emitenta, bez przekazywania uprawnień korporacyjnych (takich, jak na przykład prawo głosu na zgromadzeniu akcjonariuszy) inwestorom, co miałyby miejsce w przypadku emisji akcji. Bardzo upraszczając omawiane zagadnienie, można powiedzieć, że jest to swego rodzaju „pożyczka” udzielona przez obligatariusza emitentowi.

Najczęściej spotyka się obligacje, w których emitent zobowiązuje się wypłacać obligatariuszowi oprocentowanie (odsetki). Oprocentowanie obligacji stanowi zachętę do udzielenia emitentowi finansowania przez obligatariuszy. Wynika to z faktu, że potencjalny inwestor lokując swoje wolne środki (oszczędności)

w obligacje, zrzeka się swojego prawa do dysponowania nimi przez jakiś czas. Z tego tytułu otrzymuje „wynagrodzenie” właśnie w postaci odsetek. **Zdarza się, że emitenci muszą konkurować poziomem oprocentowania na przykład z bankami i oprocentowaniem lokat, tym samym oprocentowania obligacji jest zazwyczaj korzystniejsze, co skłania wielu inwestorów do takiej formy lokowania kapitału.** Dla obligatariuszy, obligacje to forma lokowania swojego kapitału (nadwyżek finansowych), która może wygenerować dochody z odsetek w pewnym horyzoncie czasowym.

Niejednokrotnie, oprocentowanie, jakie emitent musi wypłacić obligatariuszom jest też niższe, aniżeli oprocentowanie/koszty związane z finansowaniem pozyskiwanym w inny sposób (np. kredyt bankowy), co czyni je atrakcyjnym również dla emitentów.

Zanim przejdziemy do omówienia najczęściej spotykanych typów obligacji (nie są one instrumentem jednorodnym), tytułem wprowadzenia, przedstawione zostaną podstawowe pojęcia dotyczące tego papieru wartościowego wraz z ich krótkim wyjaśnieniem:

- **Dematerializacja** – pozbawienie papieru wartościowego formy dokumentu na rzecz zapisu elektronicznego. Oznacza to, że dany instrument nadal jest papierem wartościowym, ale istnieje już jako zapis elektroniczny. Forma zapisu elektronicznego jest bardziej trwała, zaś jego przechowywanie bezpieczniejsze. Obrót zdematerializowanymi papierami wartościowymi jest łatwiejszy i bezpieczniejszy, gdyż dla zawarcia określonej transakcji nie jest niezbędne wydanie dokumentu. Transakcja przeprowadzana jest znacznie szybciej (np. brak konieczności spotkania się zbywającego i nabywającego w jednym miejscu lub korzystania z usług fizycznych pośredników)
- **Cena emisyjna** – jest to kwota pieniężna, którą trzeba zapłacić za obligację w momencie emisji
- **Wartość nominalna** – kwota pieniężna, od której kalkuluje się wysokość odsetek; podlega spłacie w chwili wykupu przez emitenta
- **Oprocentowanie** – (zwane także „kuponem”), stopa procentowa, określana liczbowo¹, pozwalająca ustalić kwotę pieniężną wypłacaną przez emitenta obligatariuszowi z tytułu „wynagrodzenia” za udzielone finansowanie. Wypłacane cyklicznie (np. co rok), w terminach płatności odsetek, lub w dacie wykupu obligacji
- **Termin wykupu** – moment, w którym emitent zobowiązany jest zwrócić obligatariuszowi kwotę główną (kapitał), oraz (często) ostatnią transzę oprocentowania

¹ Bardzo często spotyka się też zapisy „mieszane”, np. przy oprocentowaniu zmiennym – WIBOR 3M + 5%. Oznacza to, że oprocentowanie będzie zmienne i uzależnione od kształtowania się wskaźnika WIBOR.

- ➔ **Warunki emisji** – jednolity dokument, sporządzony w języku polskim (dopuszcza się w pewnych sytuacjach sporządzenie w języku angielskim), określający świadczenia (takie, jak np. odsetki) wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy

PAMIĘTAJ!

Warunki emisji to wymagany prawem, kluczowy dokument regulujący Twoje prawa wynikające z nabywanych obligacji. Niezależnie od jego rozmiaru, **BEZWZGLĘDNIE** należy go przeczytać ze zrozumieniem przed złożeniem zapisu na obligacje (lub przyjęcia propozycji nabycia obligacji)! Jeżeli w Twojej ocenie dokument ten jest zbyt skomplikowany, skorzystaj z pomocy profesjonalnych doradców lub samodzielnie poszerz swoją wiedzę z zakresu rynku kapitałowego.

Pamiętaj, że inwestujesz **TWOJE** pieniądze!

Obligacje nie są instrumentem jednorodnym. Wyróżnia się wiele podziałów oraz podtypów. Najczęstszymi z wymienianych podziałów są:

- ➔ **Z uwagi na podmiot obligatariusza – imienne lub na okaziciela**

Obligacje mogą być imienne, a zatem związane z osobą, której dane identyfikacyjne widnieją w treści dokumentacji emisyjnej (lub samej obligacji, w przypadku obligacji mających formę dokumentu) lub na okaziciela – to jest każdorazowego posiadacza obligacji.

- ➔ **Z uwagi na podmiot emitenta – obligacje skarbowe, komunalne oraz korporacyjne**

Obligacje skarbowe są obligacjami emitowanymi przez Skarb Państwa. Cechują się teoretycznie najwyższym bezpieczeństwem inwestycji. Pozy-skane w toku emisji środki najczęściej przeznaczane są na finansowanie zadań niedających się pokryć w danym okresie z przychodów budżetowych państwa.

Obligacje komunalne są emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego (np. gminy) lub ich związki. Środki pozyskane z emisji służą najczęściej finansowaniu działań użyteczności publicznej danej jednostki samorządu terytorialnego. Obligacje komunalne i skarbowe pozostają poza zakresem tego opracowania.

Obligacje korporacyjne (obligacje przedsiębiorstw) to duża i bardzo niejednorodna grupa obligacji, których emitentami nie są podmioty sektora

publicznego. **Z reguły inwestycje w te papiery obciążone są najwyższym ryzykiem.** Wynika to z faktu, że podmioty prawa prywatnego mogą utracić płynność znacznie częściej, szybciej i wskutek bardziej nieprzewidywalnych zdarzeń. Środki pozyskiwane z emisji z reguły służą finansowaniu działalności tych podmiotów.

➔ **Z uwagi na rodzaj oprocentowania – obligacje o oprocentowaniu stałym, zmiennym, zerokuponowe**

Oprocentowanie stałe, czyli takie, które w czasie trwania relacji pomiędzy emitentem a obligatariuszem nie ulega zmianie, wyrażone jest poprzez liczbowe wskazanie poziomu oprocentowania, np. 5% w skali roku.

Oprocentowanie zmienne, a zatem takie, które w czasie trwania relacji pomiędzy emitentem a obligatariuszem może ulegać zmianie, wskazuje się przez podanie zmiennego wskaźnika referencyjnego, na przykład często w praktyce spotyka się dla obligacji emitowanych przez polskich emitentów wskaźnik WIBOR.

Obligacje zerokuponowe to takie, gdzie dla określonej wartości nominalnej nie wypłaca się oprocentowania. Najczęściej, aby zapewnić ich atrakcyjność dla potencjalnych inwestorów, sprzedaje się je z dyskontem, tj. poniżej wartości nominalnej. Różnica pomiędzy ceną emisyjną a ceną wykupu, stanowi dochód inwestora.

➔ **Z uwagi na termin wykupu – obligacje krótkoterminowe, średnioterminowe, długoterminowe i wieczyste**

Przyjęto się, że obligacje krótkoterminowe są emitowane (potem podlegają wykupowi) na okres do 1 roku, średnioterminowe na okres 1-5 lat, zaś długoterminowe na okres powyżej 5 lat. Obligacje wieczyste to specyficzny instrument, który zakłada że nie będą one podlegały wykupowi i będą uprawniały do otrzymywania odsetek przez czas nieoznaczony. Stają się one jednak wymagalne w przypadku ogłoszenia upadłości albo otwarcia likwidacji emitenta, jego zwłoki w wypłacie wynikających z obligacji świadczeń pieniężnych przysługujących obligatariuszom lub innych przypadkach określonych w warunkach emisji.

➔ **Z uwagi na poziom ryzyka – obligacje sektora instrumentów wolnych od ryzyka (właściwsze byłoby użycie terminu: niższego ryzyka) oraz obligacje sektora instrumentów określonego ryzyka**

Przyjęto się, że inwestycje w obligacje skarbowe są pozbawione ryzyka. Na podobnym poziomie ryzyka często stawia się obligacje emitowane przez organizacje ponadnarodowe. Wskazać jednak należy, że znane są przypadki historyczne, gdy państwa nie były w stanie obsługiwać swojego zadłużenia. Jednak przy założeniu, że inwestycja dotyczy ma obligacji państwa zarządzanego w sposób zrównoważony, ryzyko niewykupienia obligacji jest niskie.

Obligacje emitowane przez podmioty sektora prywatnego grupowane są w określone kategorie „ratingowe”. Rating to nic innego, jak przeprowadzona przez zewnętrzne podmioty ocena wypłacalności i zdolności regulowania zobowiązań przez danego emitenta. Poziom ratingu (a co za tym idzie: ryzyka inwestycji) zależy w pewnej mierze od subiektywnej oceny analityków, jednak najczęściej poziomowi ryzyka da się przypisać zobiektywizowane określenie, takie jak: „wysoki”, „umiarkowany”, lub „niski”, według przyjętej przez daną agencję ratingową metodologii. **Rating przypisany danemu instrumentowi finansowemu nigdy nie powinien stanowić wyłącznej podstawy dla podejmowanych przez inwestora decyzji inwestycyjnych.**

➔ **Z uwagi na zabezpieczenie – wyróżnia się obligacje zabezpieczone i niezabezpieczone**

Za zobowiązania wynikające z obligacji, emitent odpowiada całym swoim majątkiem. To oznacza, że niezależnie od tego, czy obligacje są zabezpieczone, czy nie – za zobowiązania wynikające z obligacji emitent odpowiada całym swoim majątkiem. Zabezpieczenie obligacji stanowi zaś dodatkowy, obok majątku emitenta (np. zabezpieczenie udzielone przez osoby trzecie), lub zapewniający preferencyjną kolejność, sposób zaspokojenia swoich roszczeń przez obligatariusza. Emitent może ustanowić zabezpieczenie wiarygodności wynikających z obligacji, lecz nie ma takiego obowiązku.

PAMIĘTAJ!

Jeżeli zetkniesz się z określeniem, że obligacje są zabezpieczone na majątku emitenta, zweryfikuj stan tego majątku. Za samo zobowiązanie z tytułu obligacji emitent już odpowiada całym swoim majątkiem. Jeżeli zatem zostało na nim ustanowione zabezpieczenie, to warto zweryfikować, czy w przypadku konieczności zaspokojenia się z przedmiotu zabezpieczenia inwestor będzie miał realne szanse na odzyskanie zainwestowanego kapitału. W kontekście samego zabezpieczenia sprawdzaj i oceniaj też jego płynność (to, jak łatwo można je spieniężyć w sytuacjach, gdy będzie to wymagane).

Weryfikuj ponadto skuteczność ustanowienia danego zabezpieczenia, gdyż samo zobowiązanie emitenta zawarte w dokumentacji emisyjnej nie musi jeszcze każdorazowo oznaczać, że zabezpieczenie to definitywnie zostało ustanowione.

W ramach obligacji możemy także wyróżnić pewne ich kwalifikowane podtypy. Do takich podtypów, zdefiniowanych w ustawie o obligacjach zalicza się:

- **obligacje partycypacyjne** – które przyznają obligatariuszom prawo do udziału w zysku emitenta. Szczegółowe zasady takiej partycypacji określone są w warunkach emisji
- **obligacje zamienne** – uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje. Oznacza to, że dotychczasowy wierzyciel może stać się „właścicielem” emitenta, wraz z powiązanymi z tym uprawnieniami (prawa korporacyjne)
- **obligacje z prawem pierwszeństwa** – uprawniające obligatariusza, oprócz innych świadczeń, do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami
- **obligacje podporządkowane** – dla których w warunkach emisji emitent stwierdza, że wierzytelności z nich wynikające (o ile nie zostały zabezpieczone), w przypadku upadłości lub likwidacji, będą zaspokojone po zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności przysługujących wierzycielom wobec tego emitenta (czyli w ostatniej kolejności). Co zrozumiałe, obligacje takie są bardziej ryzykowne dla obligatariuszy, tym samym ryzyko obligatariusza rekompensowane jest przede wszystkim zwiększonym oprocentowaniem
- **obligacje przychodowe** – uprawniające obligatariusza do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta. Zwrócić uwagę należy, że ustawa o obligacjach ogranicza prawo do emitowania takich obligacji do określonego rodzaju podmiotów

Jak widać już po lekturze tego rozdziału, choć u podstaw obligacji leży prosty mechanizm długu i wierzytelności, są one instrumentem stosunkowo skomplikowanym, z wieloma podtypami i możliwością kreacji zróżnicowanego stosunku prawnego pomiędzy emitentem a obligatariuszem. **Efektywne inwestowanie w ten papier wartościowy wymaga zatem wieloobszarowej i pogłębionej wiedzy.**

II. OBOWIĄZKI EMITENTA W ZWIĄZKU Z EMISJĄ OBLIGACJI

Jak wskazano we wstępie publikacji, emitent to kluczowy podmiot w procesie emisji obligacji. To jego zobowiązanie, inkorporowane w obligacji, stanowi przedmiot inwestycji inwestorów. Biorąc pod uwagę jego rolę, przepisy prawa stwarzają pewnego rodzaju „ramy”, w których musi działać.

Ustawa o obligacjach oraz ustawa o ofercie publicznej przewidują szereg obowiązków lub uprawnień dla emitentów w związku z ofertą obligacji².

Do kluczowych spośród obowiązków emitenta obligacji należą:

- ➔ sporządzenie w języku polskim dokumentu (nazywanego warunkami emisji) zawierającego prawa i obowiązki emitenta, w tym terminy i sposób ustalania wartości kuponów (odsetek) oraz kowenanty, tj. warunki, których emitent zobowiązuje się przestrzegać. W przypadku ich złamania emitent jest zobowiązany do natychmiastowego wykupu obligacji lub obligatariusze mogą wystąpić do emitenta z takim żądaniem
- ➔ wcześniejsze zawarcie umowy z firmą inwestycyjną lub bankiem powierniczym w zakresie pełnienia funkcji agenta emisji dla emisji obligacji, które nie będą notowane na rynku regulowanym lub ASO

Tabela 1. Możliwości emitenta

Emitent ma możliwość:		
określenia celu emisji, czyli sposobu zagospodarowania środków pozyskanych z emisji obligacji. Jeżeli cel emisji został określony, emitent nie może przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inny cel	ustanowienia zabezpieczenia wiarygodności wynikających z obligacji, które co do zasady nie mogą być wydawane przed ustanowieniem zabezpieczeń przewidzianych w warunkach emisji	zawarcia umowy z administratorem zabezpieczeń, który wykonuje prawa i obowiązki wierzyciela z tytułu zabezpieczeń we własnym imieniu, lecz na rachunek obligatariuszy. Funkcję tę sprawują najczęściej: firmy inwestycyjne, kancelarie prawne, spółki doradcze

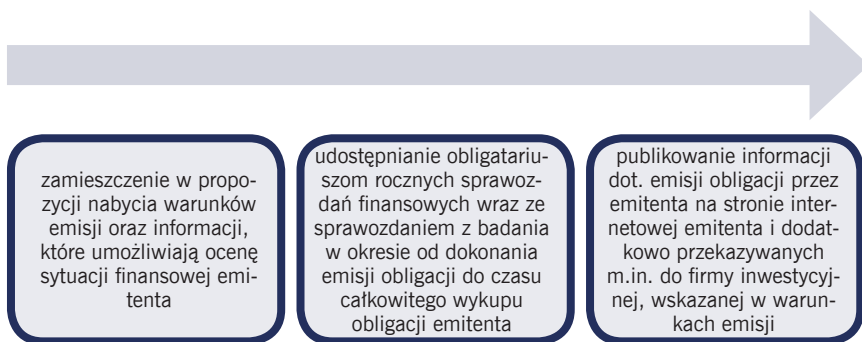
Źródło: opracowanie własne

² Z wyłączeniem obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski.

Obowiązki emitenta związane z wyemitowaniem obligacji:

- przydzielenie obligacji nabywcom
- ustanowienie zabezpieczenia obligacji, jeżeli emitent przewidział je w warunkach emisji
- przeznaczenie przez emitenta środków pochodzących z emisji obligacji na cel określony w warunkach emisji
- terminowa wypłata odsetek
- wykup obligacji
- wpisanie emisji obligacji do Rejestru KDPW za pośrednictwem agenta emisji (por. rozdział VII. *Sposoby ewidencjonowania obligacji*) oraz systematyczna aktualizacja informacji o emisji
- odpowiedzialność emitenta za zobowiązania wynikające z obligacji całym majątkiem
- realizacja obowiązków informacyjnych wynikających z ustawy o obligacjach oraz z treści dokumentu emisyjnego

Schemat 1. Obowiązki emitenta związane z informowaniem o jego sytuacji finansowej



Źródło: opracowanie własne

Ograniczenia uprawnień emitenta:

- możliwość jednostronnej zmiany warunków emisji przez emitenta w zakresie: ustanowienia administratora zabezpieczeń oraz podjęcia działań mających na celu ustanowienie przez emitenta dodatkowego zabezpieczenia wiarytelności wynikających z obligacji. Zmiana innych warunków emisji wymaga uchwały zgromadzenia obligatariuszy oraz zgody emitenta albo jednobrzmiących porozumień zawartych przez emitenta z każdym z obligatariuszy
- możliwość obrotu obligacjami „zdefaultowanymi”, to znaczy takimi, których termin wykupu minął bez dokonania tego wykupu, czyli bez uregulowania zobowiązania emitenta – jedynie przez klientów profesjonalnych w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³

PAMIĘTAJ!

W przypadku gdy warunki emisji przewidują zgromadzenie obligatariuszy, warto zapoznać się z jego uprawnieniami opisanymi w warunkach emisji. Zgromadzenie to zwołuje emitent, również na żądanie obligatariuszy i na swój koszt. Zgromadzenie może podjąć ważne decyzje, m. in. w zakresie wysokości lub sposobu ustalania wysokości świadczeń wynikających z obligacji, w tym warunków wypłaty oprocentowania. Decyzje podejmowane są w trybie uchwał, zaś w głosowaniu każda obligacja daje prawo do jednego głosu.

³ Podmioty będące profesjonalnymi uczestnikami obrotu finansowego, dysponujące doświadczeniem i wiedzą pozwalającą na podejmowanie decyzji inwestycyjnych i ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami.

III. ROLA ADMINISTRATORA ZABEZPIECZEŃ

W przypadku obligacji zabezpieczonych nie sposób pominąć roli administratora zabezpieczeń. Występuje on obowiązkowo w przypadku emisji zabezpieczonych na nieruchomościach (administrator hipoteki) lub może wystąpić (co jest uzależnione od woli emitenta) w przypadku zastawu ustanowionego na innych prawach. Informacje o zawartej umowie z administratorem zastawu lub administratorem hipoteki wraz ze wskazaniem podmiotu pełniącego tę rolę powinny zostać zawarte w treści warunków emisji.

Jaka jednak jest rola administratora zabezpieczeń? Wykonuje on prawa i obowiązki obligatariuszy w imieniu własnym, ale na rachunek obligatariuszy. Oznacza to, że administrator zabezpieczeń nie jest pełnomocnikiem obligatariuszy, ale działa na ich rzecz. Kluczowe jest jednak określenie, co należy do kompetencji administratora zabezpieczeń. Często bowiem w przypadku niewykupienia obligacji lub zaległości emitenta w wypłacie kuponów administrator zabezpieczeń jest błędnie utożsamiany przez obligatariuszy jako gwarant lub poręczyciel emitenta. Administrator zabezpieczenia nie jest również odpowiedzialny za to, na jakim przedmiocie zabezpieczanie zostało ustanowione oraz za jego wartość. Nie odpowiada również za ewentualne nieskuteczne ustanowienie zabezpieczania. Rola administratora zabezpieczeń jest natomiast zupełnie inna. Podejmuje on działania wówczas gdy emitent zalega ze spłatą zobowiązań względem obligatariuszy. Sam administrator za ten dług nie odpowiada, co więcej, najczęściej w takich przypadkach sam jest wierzycielem emitenta. Jak sama nazwa wskazuje, rola, jaką odgrywa administrator zabezpieczeń jest administracyjna. Administrator z założenia winien zastąpić działania obligatariuszy, których jest z reguły większa liczba po to, aby każdy z nich nie dochodził samodzielnie egzekucji z przedmiotu zabezpieczenia. W prawidłowym i skutecznym wywiązaniu się z tego obowiązku administrator zabezpieczeń jest częstokroć uzależniony od samych obligatariuszy i wykazywanej przez nich postawy. Należy pamiętać, że zarówno administrator zastawu, jak i administrator hipoteki są stroną umowy z emitentem, a nie z obligatariuszami i to emitent jest zobowiązany do zapłaty wynagrodzenia za świadczoną usługę. Co istotne, w chwili wystąpienia problemów z płynnością emitenta niejednokrotnie zaprzestaje on regulowania swoich zobowiązań względem administratora zabezpieczeń. Mamy zatem sytuację, w której został wyznaczony administrator zabezpieczeń, który może nie być wynagradzany w chwili, w której właśnie powinien podejmować działania. Dodatkowo, obligatariusze nie są stroną umowy z administratorem zastawu, zatem nie są oni również zobowiązani do pokrywania jego wynagrodzenia. Jednym z rozwiązań jest takie skonstruowanie wynagrodzenia, którego wysokość, struktura oraz sposób wypłaty będzie uwzględniała okoliczność w której emitent stanie się niewypłacalny. Warto podkreślić, że nie ma

utartej praktyki w zakresie ponoszenia kosztów postępowania sądowego przez administratora zastawu. Problem w zasadzie nie występuje w przypadku gdy administrator zabezpieczył taką okoliczność w umowie zawartej z emitentem. W przypadku jednak, gdy umowa nie przewiduje takiej okoliczności, obligatariusze najpewniej spotkają się z sytuacją, w której administrator nie będzie wyrażał gotowości do ponoszenia tego rodzaju kosztów. Jednym z argumentów jaki może być wówczas podnoszony jest ten, że administrator zabezpieczeń działa na rachunek obligatariuszy, ale na mocy zawartej umowy nie jest zobowiązany do ponoszenia kosztów ew. postępowań zaś emitent nie zgodził się na utworzenie depozytu środków, które zostałyby przeznaczone na ten cel.

IV. CHARAKTER USŁUG MAKLERSKICH, W RAMACH KTÓRYCH OFEROWANE I NABYWANE SĄ OBLIGACJE

Chcąc uczestniczyć w obrocie na rynku kapitałowym jako inwestor, powinno⁴ się zawrzeć umowę z podmiotami pośredniczącymi – firmami inwestycyjnymi (należy, jeżeli przedmiotem zainteresowania jest inwestowanie na rynku regulowanym). Są to domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską, zagraniczne firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej i zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie, prowadzące na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską. Mogą to być również banki niewykonywujące działalności maklerskiej, ale upoważnione na podstawie szczególnych przepisów do wykonywania określonych czynności na rynku kapitałowym (nazywane niekiedy „bankami wykonującymi czynności z art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie”)⁵.

PAMIĘTAJ!

Strona internetowa Komisji Nadzoru Finansowego, znajdująca się pod adresem www.knf.gov.pl⁶, zawiera szereg informacji na temat podmiotów uprawnionych do wykonywania działalności maklerskiej lub uprawnionych na szczególnych zasadach do wykonywania określonych czynności w tym zakresie (wspomniane wcześniej banki). Przed rozpoczęciem współpracy z podmiotem zawsze upewnij się w tym serwisie, czy podmiot ma zezwolenie, jest nadzorowany i uprawniony do wykonywania czynności, które Cię interesują!

Korzystanie z pośrednictwa firm inwestycyjnych lub banków uprawnionych do wykonywania określonych czynności na rynku kapitałowym powinno być jedynym sposobem podejmowania działalności inwestycyjnej na tym rynku. Podmioty nadzorowane przez KNF muszą spełniać szereg rygorystycznych

⁴ Znane są przypadki plasowania emisji bezpośrednio przez emitenta. Z uwagi jednak na uczestnictwo w rynku w charakterze podmiotów nieprofesjonalnych, warto każdorazowo rozważyć pośrednictwo instytucji finansowej. W tym tonie utrzymane są też dalsze informacje.

⁵ Wykonywanie czynności na podstawie art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie przez banki nie będzie w dalszej części publikacji, dla potrzeb zwięzłości, wyraźnie oddzielane. Autorzy posługują się dalej określeniem „banki” lub „banki wykonujące czynności oferowania instrumentów finansowych”. Jest to uproszczony zapis, podyktowany redakcyjną koniecznością zachowania syntetycznego przekazu dla szerszego grona odbiorców.

⁶ A w jej ramach, na przykład wyszukiwarka podmiotów znajdująca się pod adresem https://www.knf.gov.pl/dla_konsumenta/wyszukiwarka_podmiotow [dostęp 17.03.2022]

standardów postępowania (w tym postępowania wobec klienta/inwestora), które w sposób znaczący zmniejszają ryzyko dla nieprofesjonalnego uczestnika obrotu.

Nawiązanie współpracy z wymienionymi wyżej podmiotami, rozpoczyna się od zawarcia umowy o świadczenie usług maklerskich. Zawarcie umowy z uprawnionym podmiotem stanowi pierwszy krok na drodze do inwestycji na rynku kapitałowym. Jednak istnieje wiele rodzajów czynności maklerskich – a w konsekwencji umów, jakie można zawrzeć z firmami inwestycyjnymi. Jakże zatem są podstawowe rodzaje czynności maklerskich, które powinien znać inwestor chcący inwestować w obligacje?

4.1. PRZYJMOWANIE I PRZEKAZYWANIE ZLECEŃ NABYCIA LUB ZBYCIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

W przypadku inwestora zainteresowanego uczestnictwem w rynku pierwotnym obligacji, będzie to z pewnością usługa najczęściej wykorzystywana. Na czym polega?

Zgodnie z przepisami, przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych polega na zobowiązaniu się firmy inwestycyjnej do przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez:

- 1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego taki instrument, w celu ich wykonania lub;
- 2) kojarzenie dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami.

Istota omawianej usługi sprowadza się zatem do tego, że firma inwestycyjna przyjmuje „zlecenia” – oświadczenia klienta ukierunkowane na nabycie („kupno”) lub zbycie („sprzedaż”) instrumentu finansowego. Następnie takie zlecenia kieruje do innego podmiotu, który może je zrealizować (np. do emitenta danego papieru wartościowego). Oznacza to, że firma inwestycyjna nie musi sama posiadać instrumentu finansowego (np. obligacji), który inwestor chce nabyć. Może jednak pośredniczyć w transakcji między inwestorem a np. emitentem i przekazać takie zlecenie nabycia do podmiotu, będącego drugą stroną transakcji.

W przypadku inwestora chcącego nabyć obligacje nowej emisji, firma inwestycyjna może przyjąć zapis⁷ na obligacje, a następnie przekazać taki zapis emitentowi, sama nie obejmując uprzednio danej emisji (to jest bez wcześniejszego „kupowania” od emitenta takiego papieru wartościowego).

⁷ Przez „zapis” rozumieć także należy „przyjęcie propozycji nabycia obligacji”, o którym mowa w ustawie o obligacjach.

PAMIĘTAJ!

Złożenie firmie inwestycyjnej zapisu na obligacje emitenta będącego kimś innym niż ta firma, stanowi właśnie korzystanie z usługi przyjmowania i przekazywania zleceń.

Nawet, jeżeli o samym instrumencie dowiesz się w wyniku innej działalności firmy (patrz rozdziały: 4.2 *Oferowanie instrumentów finansowych* lub 4.4 *Doradztwo inwestycyjne*), to w momencie, gdy za jej pośrednictwem składasz zapis na takie obligacje, stajesz się klientem usługi przyjmowania i przekazywania zleceń. O ile firma posiada zezwolenie na wykonywanie takich czynności (pamiętaj o wyszukiwarce podmiotów na stronie internetowej KNF), automatycznie przysługują Ci prawa i ochrona wynikająca z przepisów dotyczących klientów usługi przyjmowania i przekazywania zleceń.

Stronami umowy o przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych są inwestor i firma inwestycyjna.

4.2. OFEROWANIE INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Usługa ta jest świadczona przez firmę inwestycyjną na rzecz emitenta, wystawcy lub oferującego instrument finansowy. Nie jest to usługa świadczona na rzecz inwestora zainteresowanego nabyciem instrumentów finansowych, lecz na rzecz szeroko rozumianych „zbywców”⁸ takich instrumentów.

Jej istotę, stanowi podejmowanie na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego instrument finansowy czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych.

Czynności te zostały określone jako:

- 1) prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów lub,
- 2) pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji, o których mowa w pkt 1, lub
- 3) prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego informacji w celu:

- a) promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub

⁸ Chociaż w przypadku emisji papierów wartościowych i wystawiania instrumentów finansowych właściwsze byłoby określenie „kreatorów” lub „twórców”.

b) zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych.

Przy czym każdy z tych trzech punktów to tak zwana „alternatywa rozłączna” – wystarczy wykonywanie którejkolwiek z wymienionych wyżej czynności, aby uznać ją za oferowanie instrumentów finansowych.

Zrozumienie tej działalności przez każdego potencjalnego inwestora jest istotne, z powodu konieczności zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, o które powinien dbać każdy uczestnik rynku kapitałowego. Najczęściej to właśnie inwestor detaliczny zidentyfikuje działania stanowiące ofertę instrumentów finansowych, gdyż to wobec niego będą one kierowane.

Warto wskazać na katalog podmiotów, które mogą podejmować się świadczenia usługi, lub wykonywania czynności oferowania instrumentów finansowych. Na wstępie rozdziału wskazano, że uprawnienie takie posiada firma inwestycyjna. Autorzy wskazali wcześniej ponadto, że z uwagi na konieczność syntetycznego zapisu, nie wszystkie podmioty będą uwzględniane wprost w publikacji. Z uwagi na wagę poprawnej identyfikacji podmiotów uprawnionych do oferowania instrumentów finansowych, pamiętaj jednak, że poza firmą inwestycyjną może to robić także bank oraz agent firmy inwestycyjnej.

Sposoby legalnego oferowania instrumentów finansowych:

- firma inwestycyjna, która posiada zezwolenie na oferowanie instrumentów finansowych i działa w imieniu, i na rzecz emitenta na podstawie umowy o oferowanie
- agent firmy inwestycyjnej, działając na zlecenie firmy inwestycyjnej, która zawarła umowę o oferowanie z emitentem
- bank, który na podstawie art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie zgodnie ze statutem może wykonywać czynności oferowania instrumentów finansowych

PAMIĘTAJ!

W przypadku gdy będziesz adresatem działań stanowiących oferowanie instrumentów finansowych, upewnij się, czy podmiot je wykonujący ma zezwolenie na taką działalność. Wykorzystaj w tym celu wyszukiwarkę podmiotów na stronie internetowej KNF. Jeżeli stwierdzisz, że czynność ta była wykonywana przez podmiot bez zezwolenia (a w szczególności tak zwane „family office”, o których dowiesz się w dalszej części publikacji), zgłoś takie działanie właściwej jednostce prokuratury oraz Komisji Nadzoru Finansowego!

Pamiętaj, że także od Ciebie, Twoich działań i Twojej postawy zależy bezpieczeństwo całego rynku.

Z uwagi na fakt, że oferowanie instrumentów finansowych (w tym obligacji), jako działalność maklerska nie skutkuje zawieraniem umowy o wykonywanie tych czynności maklerskich z inwestorami detalicznymi, nie zostanie szerzej rozwinięta w tej publikacji. Wskazać należy na aktualne stanowisko KNF w tej materii, które w kompleksowy sposób rozwija to zagadnienie⁹. Stanowisko zawiera wiele wyjaśnień dotyczących interpretacji przepisów regulujących tę usługę, z którymi warto się zapoznać, a które z uwagi na przedmiot tej publikacji oraz niecelowość ich ponawiania, uzasadniają takie odesłanie.

4.3. WYKONYWANIE ZLECEŃ NABYCIA LUB ZBYCIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Kolejnym z omawianych rodzajów umowy, jakie inwestor może zawrzeć z firmą inwestycyjną, jest umowa wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Umowa ta dotyczy sytuacji, w których firma inwestycyjna:

- nabywa („kupuje”) lub zbywa („sprzedaje”) instrumenty finansowe (lub wykonuje czynności wywołujące równoważne skutki) na rachunek inwestora, lub
- zawiera z inwestorem na własny rachunek umowy kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, lub
- przyjmuje od inwestora zapisy na emitowane lub wystawiane przez siebie instrumenty finansowe

Zgodnie z założeniami tej usługi, inwestor może wejść w posiadanie określonego instrumentu finansowego „w ramach” samej firmy inwestycyjnej. Zlecenie inwestora (w jego imieniu i na jego rachunek) nie jest przekazywane do innych podmiotów, lecz wykonywane przez firmę inwestycyjną (a jeżeli kierowane „dalej”, to już w imieniu firmy i na rachunek inwestora). Odbywa się to przykładowo przez nabywanie instrumentów na rynku regulowanym, zbywanie posiadanych przez firmę na własny rachunek instrumentów finansowych (takich, jak zakupione wcześniej papiery wartościowe), czy też przyjęcie zapisu na wystawiany instrument finansowy (na przykład opcje).

⁹ Stanowisko UKNF z 17 marca 2022 r. dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/IMG/Stanowisko_oferowanie_instrumentow_finansowych_77479.pdf [dostęp 12.03.2022]

PAMIĘTAJ!

W przypadku usługi wykonywania zleceń, instrumenty finansowe emitowane lub wystawiane mogą być przez samą firmę inwestycyjną, której jesteś klientem. Dochodzić tu zatem może do inherentnego konfliktu interesów – w interesie firmy inwestycyjnej jest zbyć („sprzedać”) dany instrument, skoro zdecydowała się na jego emisję lub wystawienie. **Należy w takich sytuacjach zachować większą ostrożność i wnikliwiej przeanalizować rozważaną transakcję.**

4.4. DORADZTWO INWESTYCYJNE

Umowa o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego zawierana jest pomiędzy firmą inwestycyjną a klientem-inwestorem.

Polega ona na przygotowywaniu, z inicjatywy firmy inwestycyjnej albo na wniosek klienta, oraz przekazywaniu klientowi rekomendacji, dotyczącej:

- nabycia lub zbycia jednego instrumentu finansowego lub większej ich liczby, albo
- dokonania innej czynności wywołującej równoważne skutki, której przedmiotem są instrumenty finansowe, albo
- rekomendacji dotyczącej powstrzymania się od wykonania takiej czynności w formie:
 - pisemnej
 - ustnej (na przykład telefonicznie albo w czasie spotkania)
 - lub w innej formie, w szczególności elektronicznej, spełniającej wymóg trwałego nośnika (np. zapisana lokalnie wiadomość pocztą e-mail)

przygotowanej w oparciu o potrzeby i sytuację klienta (czyli uwzględniającej sytuację klienta; „porada” znajdująca się na ogólnodostępnej stronie internetowej firmy inwestycyjnej nie będzie stanowiła doradztwa inwestycyjnego – rekomendacja musi być zindywidualizowana).

Usługa doradztwa inwestycyjnego sama w sobie nie będzie skutkowałą nabyciem przez inwestora instrumentu finansowego, na przykład obligacji. Polegać będzie ona na tym, że (w dużym uproszczeniu) pracownik firmy inwestycyjnej, lub jakaś odpowiednia funkcjonalność techniczna (np. strona w indywidualnym profilu serwisu internetowego firmy) przy uwzględnieniu indywidualnej sytuacji inwestora, będzie komunikować inwestorowi, racjonalność dokonania określonego działania inwestycyjnego (np. „Kup akcje spółki X po cenie

10 złotych za akcję, ponieważ pasuje do Twoich założeń inwestycyjnych i obecnego składu portfela”).

PAMIĘTAJ!

Rekomendacja inwestycyjna w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego zostaje zrealizowana („kończy się”) z chwilą przekazania takiej rekomendacji inwestorowi. Inwestor nie ma obowiązku podejmowania decyzji inwestycyjnej zgodnie z treścią rekomendacji. Dalsze działania inwestora podejmowane są już w ramach jego indywidualnej decyzji inwestycyjnej.

Oczywiście, nie wyłącza to odpowiedzialności firmy inwestycyjnej za rzetelność rekomendacji, w określonych sytuacjach.

V. OPIS RYNKU PIERWOTNEGO I WTÓRNEGO OBLIGACJI

Obligacje korporacyjne jako papier wartościowy są przedmiotem obrotu zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym.

5.1. RYNEK PIERWOTNY OBLIGACJI TO TRANSAKCJE NABYCIA OBLIGACJI NOWEJ EMISJI PRZEZ INWESTORÓW WPROST OD EMITENTA

Rynek pierwotny do 30 listopada 2019 r. dzielił się na oferty prowadzone w trybie publicznego i niepublicznego oferowania. Po tej dacie zmianie uległo definiowanie oferty, która – w przypadku obligacji – każdorazowo jest już ofertą publiczną, z rozróżnieniem tych, które wymagają publikacji prospektu oraz takich, dla których nie jest to konieczne. Niezależnie od trybu oferowania obligacji, można powiedzieć, że potencjalny nabywca otrzymuje dokument informacyjny (prospekt, memorandum informacyjne, warunki emisji itp.) oraz propozycję nabycia. Dokładne zapoznanie się z tymi dokumentami powinno być punktem wyjścia w podjęciu decyzji o nabyciu danej obligacji. W praktyce dokumentacja ta jest obszerna – szczególnie w przypadku ofert, w których konieczne jest sporządzenie prospektu czy memorandum informacyjnego zatwierdzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego¹⁰. Niezależnie jednak od jej obszerności lektura dokumentów ofertowych jest konieczna. To z niej można zaczerpnąć informacji m. in. o emitencie i sposobie prowadzenia przez niego działalności, branży, w jakiej działa, jego sytuacji finansowej¹¹, celu emisji, ewentualnym zabezpieczeniu obligacji czy podmiotach trzecich uczestniczących w oferowaniu.

Decyzja o nabyciu obligacji nie może być podejmowana nagle i każdorazowo, powinna być poprzedzona analizą oferty, którą planuje się przyjąć.

Jeśli mowa o rynku pierwotnym, należy wspomnieć również o tych z ofert obligacji, które obligatoryjnie wymagają pośrednictwa firmy inwestycyjnej. **Firma inwestycyjna będzie obligatoryjnie uczestniczyć w ofertach publicznych obligacji, z wyjątkiem oferty:**

- o łącznej wartości emisji przeprowadzonej w państwach członkowskich Unii Europejskiej mniejszej niż 1 000 000 EUR, przy czym ograniczenie to oblicza się za okres 12 miesięcy¹²
- papierów wartościowych skierowanych wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych¹³

¹⁰ Oferty publiczne, tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonane w okresie poprzednich 12 miesięcy co do zasady skierowane do większej liczby osób niż 149, wymagają opublikowania memorandum informacyjnego lub prospektu.

¹¹ O czym szerzej w rozdziale XI. *Wybrane ryzyka związane z inwestowaniem w obligacje.*

¹² Art. 1 ust. 3 Rozporządzenia prospektowego.

¹³ Art. 1 ust. 4 lit. a Rozporządzenia prospektowego.

- skierowanej do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych na państwo członkowskie, innych niż inwestorzy kwalifikowani¹⁴
- obligacji, które są oferowane lub przydzielone, lub mają zostać przydzielone obecnym lub byłym dyrektorom lub pracownikom przez ich pracodawcę lub przez przedsiębiorstwo powiązane, pod warunkiem, że udostępniony jest dokument zawierający informacje na temat liczby i charakteru papierów wartościowych oraz przesłanek i szczegółów oferty lub przydziału¹⁵

W przypadku oferty, która nie wymaga sporządzenia prospektu lub memorandum informacyjnego oferta taka może być prowadzona przez samego emitenta bez udziału firmy inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmiany w trybie powadzenia ofert które weszły w życie 30 listopada 2019 r. można założyć, że liczba tego rodzaju ofert istotnie spadnie.

5.2. RYNEK WTÓRNY DLA OBLIGACJI MOŻNA OPISAĆ JAKO TRANSAKCJE KUPNA I SPRZEDAŻY OBLIGACJI JUŻ WYEMITOWANYCH, ZAWIERANE POMIĘDZY OBLIGATARIUSZAMI (ZBYWCAMI) ORAZ INWESTORAMI (NABYWCAMI)

Transakcje takie zawierane są z reguły bez udziału emitenta, zaś cenę kształtuje podaż i popyt. Obligacje korporacyjne mogą być nabywane i zbywane w obrocie wtórnym na rynku Catalyst prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Warunkiem jednak jest dopuszczenie obligacji danej emisji do obrotu na tej platformie. Nie wszystkie obligacje uczestniczą w obrocie na rynku Catalyst, a emitenci muszą spełnić szereg warunków, by ich obligacje zostały do niego dopuszczone. Warto wiedzieć, że w przypadku obligacji skarbowych, choć są one wyłączone z obrotu na rynku regulowanym, mogą być przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym. Problemem trapiącym rynek wtórny obligacji jest płynność znacząco niższa niż w przypadku np. akcji (zwłaszcza w przypadku niewielkich emisji oraz emitentów o mniej ugruntowanej pozycji). Oznacza to, że liczba transakcji zawieranych na rynku wtórnym obligacji, zarówno w ramach platformy Catalyst, jak i poza tą platformą jest stosunkowo niewielka. W obrocie wtórnym najczęściej uczestniczą podmioty trzecie. Samo zbycie obligacji jest rozumiane jako umowa sprzedaży pomiędzy stronami transakcji. Osoba posiadająca obligacje i wykazująca wolę ich zbycia może samodzielnie znaleźć osobę, której będzie mogła je zbyć. Może również udać się do firmy inwestycyjnej, która za nią zajmie się poszukiwaniem drugiej strony transakcji. Analogiczna sytuacja może zachodzić w sytuacji odwrotnej, kiedy to na rzecz osoby chcącej nabyć obligacje, firma inwestycyjna będzie poszukiwała osoby chcącej je zbyć. Istnieją firmy inwestycyjne, które posiadają bazy klientów na tyle duże, by móc takie kojarzenie stron transakcji skutecznie przeprowadzić.

¹⁴ Art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia prospektowego.

¹⁵ Art. 1 ust. 4 lit. i Rozporządzenia prospektowego.

VI. ZMIANY W TRYBIE PRZEPROWADZANIA OFERT

Do 30 listopada 2019 r. występowały dwa zasadnicze tryby przeprowadzania ofert obligacji ze względu na grono odbiorców, którym złożono propozycje nabycia. Były to oferty publiczne oraz te, które publicznymi nie były – zwane potocznie ofertami prywatnymi.

Treść przepisów obowiązujących do 30 listopada 2019 r. zawierała wyłącznie definicję oferty publicznej. Jako kryterium uznania oferty za publiczną przyjęto liczbę początkowo 100, a następnie 150 osób¹⁶, którym udostępniono informację o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia. Oznaczało to, że oferta stawiała się publiczną, gdy została skierowana do sto pięćdziesiątej osoby.

Część emitentów, których działalność gospodarcza w dużym stopniu finansowana była ze środków pochodzących z emisji obligacji, w celu zapewnienia stałych przepływów pieniężnych, emitowała znaczne ilości obligacji oferowanych w ramach wielu emisji niepublicznych przy jednoczesnym zwiększaniu stopnia zadłużenia. W efekcie tryb oferty publicznej, w której emitent mógł dotrzeć do znacznej liczby potencjalnych obligatariuszy stopniowo wypierany był przez prostszy i tańszy tryb niepubliczny. W przypadku gdy emitent za pośrednictwem podmiotów oferujących zyskiwał dostęp do dostatecznie obszernych baz potencjalnych nabywców, mógł złożyć im wiele odrębnych ofert obligacji różnych serii i różniących się parametrami (np. oprocentowaniem, wartością nominalną, zabezpieczeniem, wartością emisji itp.). Ten sposób emitowania papierów wartościowych zwany był również potocznie *ofertami kroczącymi* lub *pełzającymi*.

Obligatariusz i klient – jak zmieniło się podejście ustawodawcy do ochrony praw nabywców obligacji

Niezależnie od trybu oferowanych instrumentów istotna pozostaje definicja klienta. Do 21 kwietnia 2018 r. usługa oferowania mogła być świadczona niezależnie od innych usług maklerskich. W usłudze tej klientem był zawsze emitent, wystawca lub osoba zbywająca instrumenty w trybie oferowania, a nie nabywca (inwestor). Okoliczność taka wynika ze sposobu zdefiniowania tej usługi w ustawie o obrocie, która wskazywała, że w umowie o oferowanie instrumentów finansowych firma inwestycyjna zobowiązywała się do pośrednictwa m. in. w proponowaniu przez emitenta nabycia papierów wartościowych no-

¹⁶ Zmiana wynikała z nowelizacji ustawy o ofercie publicznej, która weszła w życie 23.04.2013 r. na mocy ustawy z dnia 8 marca 2013 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2013 poz. 433). Zmiana zwiększyła limit osób statujących ofertę publiczną ze 100 na 150.

wej emisji lub w zbywaniu tych papierów. Firma inwestycyjna występowała zatem w roli pośrednika, zaś nabywca obligacji nie miał statusu klienta w usłudze oferowania. Nabywca obligacji mógł oczywiście uzyskać status klienta, jednak wyłącznie wówczas, jeśli zdecydował się zawrzeć umowę obejmującą świadczenie usług maklerskich z tą konkretną firmą inwestycyjną, lub miał ją zawartą wcześniej. W przypadku braku zawartej umowy o świadczenie usług maklerskich, firma inwestycyjna nie miała obowiązku działać w najlepiej pojętym interesie nabywców obligacji. Co więcej, była zobowiązana działać w najlepiej pojętym interesie emitenta obligacji. Nie sposób nie dojść do przekonania, że najlepiej pojętym interesem emitenta było jak najpełniejsze uplasowanie emisji. Firma inwestycyjna jednakże jako podmiot profesjonalny z natury powinna postępować zgodnie z zasadami uczciwego obrotu. W wielu przypadkach zasady te są elementem limitującym działania firm inwestycyjnych, które w przeważającej mierze samodzielnie ukształtowały mechanizmy selekcji emitentów obligacji.

Obecnie ustawa o obrocie trwale wiąże usługę oferowania z usługą przyjmowania i przekazywania zleceń. Usługa maklerska przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych obejmuje przyjęcie zlecenia nabycia instrumentu do innego podmiotu, w tym do emitenta, wystawcy lub oferującego instrument finansowy. Osoba niebędąca klientem domu maklerskiego nie może zatem złożyć zapisu na obligacje w firmie inwestycyjnej. Firma inwestycyjna dalej może zaoferować nabycie obligacji osobie niebędącej klientem, jednak nie może przyjąć od niej zapisu bez zawartej umowy, bowiem ten może zostać złożony wyłącznie w ramach usługi przyjmowania i przekazywania zleceń. **Dla klientów oznacza to zwiększenie ochrony, jakiej mogą oczekiwać od firmy inwestycyjnej.** Co jednak najistotniejsze, firma inwestycyjna nie może przyjąć zapisu od osoby, dla której obligacja będzie nieodpowiednia biorąc pod uwagę jej indywidualną sytuację. Z tego względu znaczną przewagę w skutecznym plasowaniu obligacji mają banki uprawnione do oferowania instrumentów finansowych, ponieważ mają one łatwiejszy dostęp do aktualnej sytuacji finansowej swoich klientów. Posiadają one szczegółową wiedzę o produktach bankowych swoich klientów oraz ich planowanym zakończeniu, a co za tym idzie, o środkach pieniężnych, które zostaną zwrócone klientowi i w jakim czasie. Pozwala to „uproduktować klienta”, tj. wiązać go jak największą liczbą produktów danego banku, w tym przy udziale produktów inwestycyjnych, w omawianym przypadku również obligacji korporacyjnych oferowanych przez bank. Pozwala to wpłynąć na zatrzymanie klienta w banku („retencja”), zdywersyfikować jego produkty oraz przychody banku w ramach poszczególnych oferowanych produktów. Firmy inwestycyjne niebędące bankami muszą wiedzę o inwestorach czerpać bezpośrednio od klienta. Takie firmy inwestycyjne są wskutek tego niejako „zmuszone” do utrzymywania z nimi relacji. Na polskim rynku kapitałowym działają m. in. tzw. butikowe domy maklerskie, tj. takie, które utrzymują długotrwałe, zindy-

widualizowane relacje z potencjalnymi nabywcami oferowanych instrumentów. Ten sposób prowadzenia biznesu nie może być jednak, z przyczyn operacyjnych, skierowany do zbyt szerokiego grona inwestorów, zatem ograniczają się one do obsługi osób zamożnych.

6.1. ZMIANA DEFINICJI OFERTY PUBLICZNEJ

30 listopada 2019 r. weszła w życie zmiana ustawy o ofercie publicznej¹⁷. Od tego czasu za definicję oferty publicznej przyjęto tę wynikającą wprost z przepisów rozporządzenia prospektowego. W myśl tego oferta publiczna oznacza komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych. Definicja ta ma również zastosowanie do plasowania papierów wartościowych poprzez pośredników finansowych. Oznacza to, że w zasadzie każda oferta jest ofertą publiczną. Zasada wynikająca z Rozporządzenia prospektowego mówi, że papiery wartościowe są przedmiotem oferty publicznej jedynie po uprzednim opublikowaniu prospektu. Rozporządzenie ofertowe wprowadza również wyjątek, zgodnie z którym (w uproszczeniu) oferty papierów wartościowych skierowane do mniej niż 150 osób nie wymagają opublikowania prospektu. Niezależnie od powyższych rozwiązań Krajowy ustawodawca postanowił wprowadzić dodatkowe obostrzenie w art. 3 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej. W przypadku, w którym nabycie oferowanego instrumentu zaproponowano więcej niż 149 inwestorom, **ale w ramach wszystkich emisji tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonanych w okresie poprzednich 12 miesięcy konieczne jest opublikowanie memorandum informacyjnego, które podlega zatwierdzeniu przez Komisję**. Celem tego było wyeliminowanie oferowania na znaczną skalę papierów wartościowych w ramach tzw. *ofert kroczących*. Ustawodawca wyszedł z założenia, że wyjątek prospektowy w przypadku oferty skierowanej do mniej niż 150 osób nie może mieć zastosowania w przypadku częstego i wielokrotnego kierowania w krótkich odstępach czasu ofert do mniej niż 150 osób. Taka praktyka bowiem byłaby obejściem prawa¹⁸.

Wprowadzono również wyjątki od obowiązku opublikowania memorandum informacyjnego, które podlega zatwierdzeniu przez KNF. Nie ma on zastosowania w przypadku gdy oferta kierowana jest:

- wyłącznie do posiadaczy tego samego rodzaju papierów wartościowych tego samego emitenta lub

¹⁷ Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw.

¹⁸ W myśl uzasadnienia do Ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw.

- do podmiotów, którym zaoferowano obligacje emitenta w ramach zamiany wierzytelności z tytułu wykupu uprzednio wyemitowanych innych obligacji tego emitenta (*rolowanie obligacji*)

Przyjęte zmiany w ustawie o ofercie publicznej wymusiły zmianę w polityce pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Spowodowała ona bowiem skutek, jaki z założenia miał realizować uprzednio obowiązujący tryb niepublicznego oferowania, w tym obligacji, tj. zdecydowanie ograniczony krąg osób, którym zaoferowane są papiery wartościowe bieżącej, oraz poprzednich emisji obligacji w przeciągu 12 miesięcy. Oferty realizowane w ten sposób mają ekskluzywny charakter – znacząco bardziej niż funkcjonujące uprzednio oferty niepubliczne, zwłaszcza przez wzgląd na *oferty kroczące*.

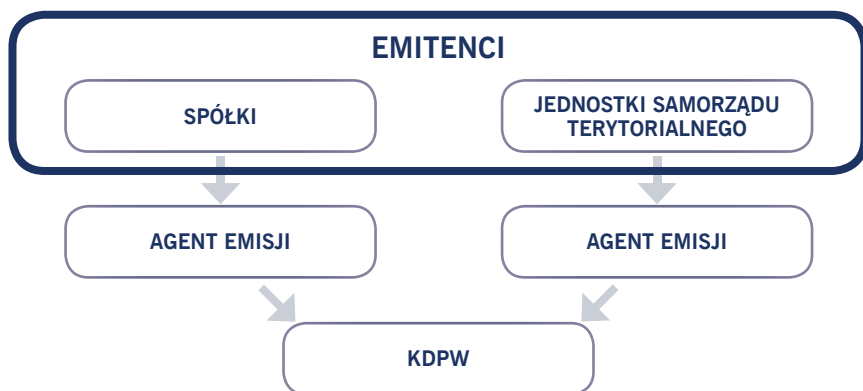
VII. SPOSOBY EWIDENCJONOWANIA OBLIGACJI

Do 1 lipca 2019 r. prowadzenie ewidencji obligacji korporacyjnych i komunalnych¹⁹ było zastrzeżone dla kilku określonych kategorii podmiotów. W efekcie jeden emitent mógł zapisywać kolejne serie swoich obligacji w różnych ewidencjach. Obecnie wszystkie obligacje wyemitowane po dniu 1 lipca 2019 r.²⁰ podlegają przymusowej dematerializacji i zgłaszane są obligatoryjnie do Rejestru Zobowiązań Emitentów²¹ prowadzonego przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Rozwiązanie to zapewnia:

- scentralizowaną informację o wszystkich wyemitowanych obligacjach
- większe bezpieczeństwo dla inwestorów poprzez łatwe i szybkie dotarcie do informacji na temat wielkości długu wyemitowanego przez poszczególnych emitentów oraz terminowości jego spłacania
- skuteczniejszy nadzór KNF nad emitentami oraz pośrednikami wprowadzającymi do obrotu instrumenty dłużne

Schemat 2. Prowadzenie ewidencji obligacji



Źródło: opracowanie własne

¹⁹ Obligacje emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, np. gminę.

²⁰ Obligacje wyemitowane przed dniem 1 lipca 2019 r. nie podlegają obowiązkowej dematerializacji. Jednak emitenci tych obligacji lub podmioty prowadzące ich ewidencje, byli zobowiązani do 31.03.2020 r. do przekazania Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. informacji o wszystkich wyemitowanych i nieumorzonych emisjach obligacji według stanu na 31 grudnia 2019 r. Od początku roku 2020 są oni zobowiązani do raportowania wszelkich zmian w warunkach emisji i stanie realizacji świadczeń do 15 dnia kolejnego miesiąca w stosunku do miesiąca, w którym doszło do zmiany.

²¹ Obok obligacji, Rejestr zawiera też informacje o wyemitowanych listach zastawnych oraz certyfikatach inwestycyjnych.

PAMIĘTAJ!

Publiczna, bezpłatna baza danych prowadzona przez KDPW pomaga inwestorom ocenić skalę zadłużenia emitentów, którzy wyemitowali obligacje, a **także sprawdzić, czy dług ten jest regulowany terminowo**. Baza ta dostępna jest na stronie internetowej rze.info²². Dane obejmują także obligacje zarejestrowane wcześniej w innych ewidencjach niż Rejestr KDPW. **Informacje w Rejestrze powinieneś sprawdzić zanim kupisz obligacje.** To bardzo ważne, żebyś wiedział, czy emitent spłaca swoje zobowiązania w terminie.

Dane, które na temat każdej emisji obligacji znajdują się w Rejestrze Zobowiązań Emitentów KDPW i są aktualizowane co najmniej raz dziennie, obejmują m.in.:

- ➔ oznaczenia emisji – seria i numer
- ➔ stan zobowiązań emitenta z tytułu obligacji
- ➔ stan zobowiązań emitenta w podziale na poszczególne emisje obligacji
- ➔ stan realizacji wymaganych wypłat świadczeń z tytułu obligacji na poziomie pojedynczych zdarzeń oraz poszczególnych emisji danego emitenta
- ➔ kalendarium wypłat oprocentowania i wykupów obligacji

PAMIĘTAJ!

Ochrona Twoich interesów jako inwestora będzie skuteczna wówczas, gdy będziesz aktywnie korzystać z informacji o emitencie i jego emisjach długu, które gromadzi i udostępnia KDPW.

²² <https://rze.info/>

Rejestr obligacji w KDPW nie ujawnia natomiast warunków emisji w zakresie oprocentowania długu, jego zabezpieczenia czy kowenantów. Jako inwestor możesz więc sprawdzić, czy emitent spłaca swoje zobowiązania systematycznie z tytułu wyemitowanych obligacji, nie możesz jednak porównać warunków emisji obligacji wpisanych do Rejestru oraz emisji, w której planujesz nabyć nowe obligacje.

VIII. WYMOGI DOBRYCH STANDARDÓW SPRZEDAŻY

Klient instytucji finansowych często oczekuje, że pracownik tej instytucji, zarekomenduje mu wyłącznie te produkty, które będą dla inwestora odpowiednie. Z podobnym oczekiwaniem inwestorzy zwracają się także do przedsiębiorców, którzy pośredniczą w sprzedaży produktów finansowych albo do spółek, które samodzielnie proponują kompleksową usługę doradczą w zakresie inwestowania pieniędzy, przypominającą swoim charakterem usługi maklerskie w zakresie doradztwa inwestycyjnego czy usługi bankowości prywatnej. Spółki takie potocznie nazywane są „family office” i szerzej zostały opisane w rozdziale X. *Działalność podmiotów nieuprawnionych do oferowania obligacji.*

W każdym z tych przypadków należy zwrócić uwagę na okoliczności i sposób, w jaki proponowany jest zakup obligacji korporacyjnych. Pozwoli to uniknąć zakupu obligacji wyemitowanej na wątpliwych warunkach, zbyt ryzykownych lub przez emitenta, który już posiada istotne zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji.

Sprawdź, kto proponuje Ci zakup obligacji!

Oferowanie instrumentów finansowych może być legalnie wykonywane tylko przez określony krąg podmiotów opisany w rozdziale 4.2 *Oferowanie instrumentów finansowych.*

PAMIĘTAJ!

Zanim zdecydujesz się kupić obligację, sprawdź, kogo reprezentuje osoba, która Ci to proponuje albo zachęca Cię podając informacje o emitencie. Powinien to być:

- ➔ pracownik emitenta
- ➔ pracownik firmy inwestycyjnej (domu maklerskiego lub banku, który wskazany jest w warunkach emisji jako podmiot, który oferuje obligacje)
- ➔ agent firmy inwestycyjnej lub pracownik agenta firmy inwestycyjnej, która oferuje obligacje
- ➔ pracownik banku, który może wykonywać czynności oferowania²³

²³ Por. przypis nr 5.

Emitent może samodzielnie sprzedawać swoje obligacje, ponieważ umowa zawierana jest bezpośrednio pomiędzy nim a inwestorem.

W przypadku firmy inwestycyjnej, agenta firmy inwestycyjnej i banku, który może wykonywać czynności oferowania jest to ważne dlatego, że podlegają nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i mogą oferować obligacje tylko przy zachowaniu standardów wynikających wprost z przepisów prawa oraz zgodnie z zasadami uczciwego obrotu.

Upewnij się, że oferowana obligacja znajduje się wśród produktów sprzedawanych przez firmę inwestycyjną lub jej agenta albo bank, który może wykonywać czynności oferowania!

Pracownicy podmiotów pośredniczących działających na rzecz emitentów mogą proponować nabycie, przyjmować zapisy na nabycie obligacji lub prezentować informacje tylko o tych emitentach, na rzecz których ich pracodawca świadczy usługi oferowania. Zdarza się jednak, że osoby te działają bez wiedzy i zgody swoich pracodawców na rzecz emitentów lub spółek typu „family office” i proponują nabycie obligacji spoza oferty firmy inwestycyjnej czy banku. Ocena prawna tych działań została w rozdziałach: IX. *Sposoby docierania do inwestorów (...)* oraz X. *Działalność podmiotów nieuprawnionych do oferowania obligacji*. Tu należy podkreślić, że mogą one wiązać się z negatywnymi konsekwencjami dla klientów. Po pierwsze, klient może nabyć obligację, która nie znajduje się w grupie produktów dla niego odpowiednich (por. z rozdziałem XI. *Wybrane ryzyka związane z inwestowaniem w obligacje*) i w ten sposób narazić się na większe ryzyko inwestycyjne niż to, które akceptuje. Po drugie, klient może nie otrzymać wszystkich wymaganych prawem informacji o ofercie i nie mieć wiedzy o tym, że jego prawa jako inwestora nie są odpowiednio chronione.

PAMIĘTAJ!

Zawsze upewnij się, czy obligacje, których nabycie proponują Ci pracownicy podmiotów pośredniczących, znajdują się wśród ich produktów. Jakkolwiek inne produkty sprzedawane bez ich wiedzy i profesjonalnego nadzoru, mogą wiązać się z ryzykiem poniesienia straty zainwestowanych środków pieniężnych.

Upewnij się, że proponowana obligacja mieści się w grupie produktów odpowiednich dla Ciebie!

Od 21 października 2018 r. nabycie obligacji, które oferowane są do sprzedaży po raz pierwszy, wymaga najpierw zawarcia z firmą inwestycyjną umowy o świadczenie usług maklerskich w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Dzięki temu przyszły inwestor – nabywca obligacji, staje się klientem firmy inwestycyjnej, która w imieniu emitenta oferuje zakup obligacji. W związku z tym, firma inwestycyjna może zaproponować klientowi nabycie obligacji korporacyjnej tylko wtedy, gdy jest ona odpowiednia dla niego, biorąc pod uwagę jego wiedzę o instrumentach finansowych i dotychczasowe doświadczenie w inwestowaniu na rynku kapitałowym. W tym celu firma inwestycyjna powinna przeprowadzić badanie, na podstawie którego ma obowiązek wyraźnie poinformować klienta, jakie instrumenty są dla niego odpowiednie.

PAMIĘTAJ!

Ocena, które instrumenty finansowe są dla Ciebie odpowiednie, jest wiążąca dla firmy inwestycyjnej lub banku i stanowi jeden z podstawowych mechanizmów chroniących Cię przed inwestycjami, których ryzyka ani mechanizmów nie rozumiesz lub nie znasz. Dlatego firma inwestycyjna lub bank, nie powinny w ogóle proponować Ci nabycia obligacji, gdy nie znajdujesz się w grupie docelowej dla oferowanej obligacji²⁴. W przypadku gdy jednak z własnej inicjatywy jesteś zainteresowany nabyciem takiej obligacji, nie powinienes decydować się na to bez poważnego namysłu.

Zwróć uwagę, czy zakup obligacji jest Ci oferowany czy rekomendowany!

Firma inwestycyjna lub jej agent czy bank, który wykonuje czynności oferowania, jako pośrednicy, mogą zwrócić się do Ciebie z:

- ➔ propozycją nabycia obligacji – czyli przekazać wszystkie dokumenty zawierające informacje, na podstawie których samodzielnie podejmiesz decyzję o ich ewentualnym zakupie (np. warunki emisji obligacji, zindywidualizowaną propozycję nabycia, dokumenty dodatkowe, jak sprawozdanie finansowe emitenta)
- ➔ prezentacją informacji o emitencie, które promują lub zachęcają do nabycia obligacji

²⁴ Grupa docelowa – określona grupa nabywców instrumentu finansowego, z których potrzebami, cechami lub celami instrument finansowy jest zgodny, niezależnie od sposobu nabycia lub objęcia przez nich tego instrumentu.

W każdym przypadku działania pośrednika w ramach oferowania nabycia obligacji powinny być skoncentrowane na obiektywnym i wyczerpującym przekazaniu informacji dotyczących emisji obligacji lub emitenta, nie zaś na przekonaniu Cię do ich zakupu.

Podobnie powinien postępować emitent, gdy samodzielnie oferuje swoje obligacje.

Jeśli firma inwestycyjna lub jej agent, bank czy emitent używa argumentów odwołując się do Twojej sytuacji finansowej czy potrzeb lub zainteresowań inwestycyjnych, nawet, jeśli ich dokładnie nie zna, działanie takie może być uznane za rekomendowanie nabycia oferowanych obligacji.

Takie sytuacje nie należą do rzadkości. Klienci instytucji finansowych z jednej strony oczekują pomocy w wyborze instrumentu finansowego i szukając lepszych możliwości zarobku, ufają w profesjonalną wiedzę pracowników firm inwestycyjnych lub ich agentów, często nazywanych doradcami. Z drugiej zaś – są poddawani różnym technikom sprzedaży. Najpopularniejsza z nich polega na tym, że sprzedawca w rozmowie z klientem wiąże korzyści płynące z zakupu produktu z jego potrzebami.

Takie „rekomendacje” niosą zwykle informacje o korzyściach z nabycia obligacji, np. większe zyski, systematyczne wpływy z wypłaty odsetek, możliwość zbycia w obrocie wtórnym bez obawy utraty zainwestowanego kapitału przed terminem wykupu, lecz pomniejszają lub wręcz pomijają ryzyka związane z tym instrumentem finansowym. „Rekomendacje” dodatkowo wzmocnione są określeniami takimi, jak: „gwarantowanie obligacji”, „bezpieczeństwo inwestycji”, „wyjątkowa okazja”, „ekskluzywna oferta”, „polecany emitent”. To wszystko może służyć tylko temu, aby skłonić Cię do zakupu, nie zaś rzetelnie poinformować o oferowanych obligacjach.

PAMIĘTAJ!

Jeśli oferowana obligacja jest przedstawiana jako produkt dopasowany, wybrany albo polecany właśnie dla Ciebie, to znaczy, że jest Ci rekomendowany. W ten sposób firma inwestycyjna lub jej agent czy bank nie tylko proponują Ci zakup obligacji, ale go doradzają. Takie działanie może mieć miejsce tylko wówczas, gdy firma inwestycyjna lub bank świadczy dla Ciebie usługę doradztwa inwestycyjnego. W ramach tej usługi pośrednicy mogą wyszukiwać i przedstawiać Ci propozycje nabycia konkretnych obligacji (a także innych instrumentów finansowych) jako rekomendowanych, tj. odpowiadających dokładnie Twoim potrzebom inwestycyjnym i możliwościom finansowym. Firma inwestycyjna lub bank wcześniej je poznały i biorą odpowiedzialność za to, co i jak Ci rekomendują. Agent może tylko przekazywać klientowi rekomendacje przygotowane przez firmę inwestycyjną. Samodzielnie nie może takich sporządzać.

Zwróć uwagę na to, aby dodatkowe korzyści i ułatwienia w nabyciu oferowanych obligacji ze strony firmy inwestycyjnej czy banku, nie zdominowały Twojego zainteresowania warunkami oferty i ryzykami inwestycyjnymi związanymi z obligacją!

Pośrednicy świadczący usługę oferowania obligacji, a w szczególności banki, które wykonują czynności oferowania, mogą proponować klientom pewne ważne ułatwienia, które mają ich zachęcić do ich zakupu. W pierwszej kolejności banki proponują utrzymanie oprocentowania z tytułu umowy lokaty terminowej środków pieniężnych pomimo jej wypowiedzenia przed czasem pod warunkiem, że środki te zostaną przeznaczone na opłacenie oferowanych przez bank obligacji. W ten sposób bank z jednej strony nie dopuszcza do wypłacenia środków pieniężnych z banku, przekierowując je w inny produkt, z drugiej zaś zapewnia klientom możliwość osiągnięcia wyższego zysku z oprocentowania obligacji niż lokaty terminowej.

Innym sposobem może być zastosowanie mechanizmu sprzedaży krzyżowej, w wyniku której – mówiąc w uproszczeniu – klient nabywa więcej niż jeden produkt jednocześnie, dzięki czemu otrzymuje dodatkowe korzyści. Przykładem może tu być nabycie oferowanej obligacji w połączeniu z lokatą terminową z podwyższonym oprocentowaniem. Sprzedaż krzyżowa wymaga spełnienia szeregu obowiązków informacyjnych i zawarcia z klientem odpowiednich umów. Powinieneś otrzymać jasną informację, że nabycie dwóch produktów następuje w ramach sprzedaży krzyżowej.

PAMIĘTAJ!

Jakiegokolwiek zachęty lub korzyści nie powinny rozstrzygać o podjęciu decyzji o nabyciu obligacji bez zapoznania się i oceny warunków emisji, a także ryzyk związanych z taką inwestycją. Opisane korzyści mogą bowiem nie zrekompenzować ewentualnych strat.

Nie opieraj się tylko na tych informacjach, które usłyszysz o emitencie i oferowanych obligacjach od sprzedawcy!

Oferowanie obligacji wiąże się z opracowaniem szeregu dokumentów, które zawierają opisy, dane i informacje o emitencie oraz warunkach, na jakich te instrumenty finansowe są emitowane i sprzedawane. Ich lektura na pewno

wymaga czasu i wysiłku, zwłaszcza dla mało doświadczonego inwestora. Dlatego pracownicy podmiotu, który oferuje obligacje zwykle dążą do osobistego spotkania z klientem, podczas którego stosują zasadę trzech elementów: informacja o ofercie przekazywana przyszłemu inwestorowi powinna być krótka, zobrazowana i przedstawiająca korzyści. W efekcie z takiego spotkania wychodzisz z jedną kartką, na której sprzedawca szybko wypisał lub narysował najważniejsze – w jego ocenie – informacje i zapadające w pamięć korzyści.

PAMIĘTAJ!

Jeśli inwestujesz swoje oszczędności lub wolne środki w zakup obligacji, to nie może zabraknąć Ci czasu i cierpliwości do rzetelnego zapoznania się z dokumentami, w których opisane są warunki emisji. Gdy brak Ci dostatecznej wiedzy, poproś sprzedawcę raczej o wskazanie ważnych informacji w tych dokumentach i ich wy tłumaczenie niż polegać na prezentacji sprzedawcy. Zachowaj umiar w myśleniu wyłącznie o korzyściach z inwestycji. Rozważanie oferty zacznij od analizy ryzyk towarzyszących inwestycji. Oszacuj na jakie ryzyko możesz sobie pozwolić. Nie poddawaj się presji czasu i „uciekającej okazji” na zakup korzystnej obligacji, bo może oznaczać to raczej szybką stratę.

Zwracaj uwagę na to, w jaki sposób komunikuje się z Tobą sprzedawca obligacji, zwłaszcza, czy rzetelnie informuje Cię o korzyściach i ryzykach związanych z inwestycją.

Jeżeli przedstawia wyłącznie korzyści z oferty – bądź ostrożny.

Pośrednicy mają obowiązek utrwalać czynności związane ze świadczeniem usług dla klientów. Dlatego nagrywają rozmowy telefoniczne z klientami, przechowują i archiwizują korespondencję, w tym także elektroniczną, wymagają, aby pracownicy sporządzali notatki ze spotkań z klientami. Pracownik pośrednika nie powinien zatem zmieniać telefonu na nieobjęty systemem nagrywania rozmów, aby przekazać Ci jakieś informacje, proponować spotkanie w innych miejscach niż jego miejsce pracy lub dotychczas akceptowane przez Ciebie, unikać przekazywania informacji o ofercie inaczej niż na osobistym spotkaniu tak, aby to, co mówi, nie zostało w żaden sposób zapisane czy utrwalone.

PAMIĘTAJ!

Spotkania i rozmowy na temat propozycji nabycia obligacji czy zaprezentowania emitenta, powinny odbywać się w sposób, który za każdym razem jest dokumentowany i utrwalany przez pośrednika. Umożliwia to lepszą ochronę praw klienta w ewentualnym sporze prawnym z pośrednikiem.

Wszystkie czynności w celu nabycia oferowanych obligacji oraz wszelkie terminy w tym zakresie określają dokładnie warunki emisji. Zdarza się, że zaufanie, jakie klienci mają do swoich doradców w instytucjach finansowych, dotyczy także przyjęcia przez pracowników w ich zastępstwie, ale bez umocowania, propozycji nabycia i złożenia zapisu na oferowane obligacje, w szczególności w formie elektronicznej. Ma to odciążyć klienta od „załatwiania formalności”. Takie sytuacje są jednak niedopuszczalne i mogą rodzić poważne trudności dowodowe w przypadku dochodzenia przez klienta odszkodowania z tytułu świadczonych usług maklerskich.

PAMIĘTAJ!

Pośrednik, który oferuje obligacje, ma obowiązek przedstawić Ci informacje czy przekazać odpowiednie dokumenty związane z zaferowaniem obligacji. Nie może jednak wyręczać Cię w tych czynnościach, które musisz wykonać jako inwestor – nabywca obligacji albo ustanowiony przez Ciebie pełnomocnik.

IX. SPOSOBY DOCIERANIA DO INWESTORÓW. PRAKTYKI SPRZEDAŻOWE I KONIECZNOŚĆ ZACHOWANIA OSTROŻNOŚCI NA RYNKU

Jak już wskazano, inwestor chcący podjąć aktywność na rynku kapitałowym, swoje pierwsze kroki powinien skierować do firmy inwestycyjnej lub uprawnionego do wykonywania określonych czynności banku. Istnieje jednak wiele kanałów komunikacji z tymi instytucjami. W tym rozdziale omówione zostaną najczęściej spotykane sposoby dystrybucji instrumentów finansowych, w tym obligacji, przez instytucje finansowe, a także praktyki sprzedażowe przez nie stosowane. Pokróćce wskazane też zostaną niewłaściwe praktyki podmiotów innych niż uprawnione do pośrednictwa instytucje.

Zanim omówione zostaną formy kontaktu, należy wskazać, że – niezależnie od formy kontaktu – wiedzę o możliwości inwestycji w instrument finansowy, w tym obligacje, inwestor może pozyskać od instytucji finansowej na dwa sposoby:

- z własnej inicjatywy – samodzielnie kontaktując się z instytucją finansową, aby wyrazić wolę nabycia danego instrumentu, o którym informację pozyskał z innego źródła (na przykład prasy), lub
- z inicjatywy instytucji finansowej – w sytuacji, gdy realizując usługę oferowania instrumentów finansowych dla emitenta/wystawcy/oferującego, wytypuje ona danego inwestora znajdującego się w jej bazie danych jako potencjalnie zainteresowanego danym instrumentem

Od tego, kto wychodzi z inicjatywą nabycia obligacji, wynikać mogą określone konsekwencje prawne, dlatego warto o tym pamiętać i – dla własnego dobra – zadbać o właściwą treść tworzonych przez instytucję dokumentów utrwalających informację o inicjatywie dotyczącej inwestycji!²⁵

²⁵ Niektóre instytucje utrwalają przebieg spotkania z klientem w postaci notatek, a następnie proszą osobę biorącą udział w spotkaniu o podpis pod treścią notatki. Jeżeli otrzymasz notatkę z przebiegu spotkania, w której będzie znajdował się zapis o tym, że nabycie instrumentów wynikało z Twojej inicjatywy, a było zupełnie inaczej – to instytucja finansowa zaproponowała dany walor lub zainteresowała Ciebie konkretną inwestycją – nie zgadzaj się z treścią takiej notatki i nie potwierdzaj jej swoim podpisem. Zażądaj dokonania sprostowania.

PRZYKŁAD 1

Z Panem Janem skontaktował się telefonicznie jego doradca bankowy, który zaprosił go na spotkanie w placówce banku. Podczas spotkania, pierwotnie dotyczącego lokat Pana Jana, doradca wspomniał o trwającej możliwości składania zapisów na obligacje emitowane przez spółkę X. Doradca przekazał, że X to lider swojej branży, zaś kapitał pozyskuje na nowe inwestycje, które według analityków są bardzo dobrym pomysłem. Wskazał na leżący na stole dokument opisujący działalność emitenta. Napomknął, że oprocentowanie lokat jest obecnie bardzo niskie i warto szukać alternatywnych rozwiązań o wyższym oprocentowaniu. Zapytał Pana Jana, czy nie chciałby zawrzeć umowy o usługi maklerskie, a następnie złożyć zapisu na te konkretne obligacje. Pan Jan, uznając argumentację doradcy, wyraził zgodę. Po udzieleniu odpowiedzi na ankietę dotyczącą jego sytuacji, podpisaniu umowy i otrzymaniu szeregu dokumentów, Pan Jan dostrzegł, że doradca sporządził także notatkę z przebiegu spotkania. W notatce widniała informacja, że to Pan Jan przyszedł do oddziału banku zainteresowany nabyciem obligacji X, zaś doradca jedynie spełnił jego oczekiwania i przeprowadził go przez niezbędną procedurę i formalności.

Pan Jan powinien zażądać sprostowania treści notatki. Inicjatywa nabycia obligacji przez Pana Jana wynikała ze strony doradcy.

Co należy zrobić?

Jeżeli Twoja interakcja z instytucją finansową dotyczyła działalności inwestycyjnej, tam gdzie to możliwe, sprawdzaj, w jaki sposób przebieg interakcji został przez nią utrwalony. **Instytucje finansowe mają obowiązek utrwalania treści rozmów telefonicznych, komunikacji elektronicznej oraz treści rozmów w bezpośredniej obecności klienta**, jeżeli dotyczyły one niektórych rodzajów działalności maklerskiej. Masz prawo wglądu do tych informacji, a zatem warto sprawdzić, w jaki sposób utrwalone zostały kluczowe interakcje dotyczące wybranej przez Ciebie inwestycji. Przede wszystkim, dla celów dowodowych, weryfikuj treść zapisów z odbytych rozmów (np. w formie notatek) z faktycznym ich przebiegiem. Bezwzględnie komunikuj wszelkie nieścisłości.

Rozważyć także można (zawsze za zgodą swojego rozmówcy) zarejestrowanie przez samego klienta instytucji finansowej rozmowy z jej pracownikiem, na przykład nagrywając ją dyktafonem. Pamiętaj, że relacja z firmą inwestycyjną/bankiem, to relacja usługowa (oparta o umowę), w której każda ze stron może (nawet w sposób niezamierzony) naruszyć prawa drugiej strony. Wskazane jest zatem zachowanie pewnej asertywności i troski o własne interesy. Ich przejawem będzie właśnie utrwalanie, dla ewentualnych celów dowodowych, odbytych kontaktów. Bez odpowiednich dowodów, przeprowadzenie procedury reklamacyjnej, czy – w ostateczności – dochodzenie roszczeń na drodze sądowej, może okazać się utrudnione.

Niezależnie od strony inicjującej dany kontakt, instytucje finansowe udostępniają swoim klientom wiele metod takiego kontaktu, służących jednocześnie jako kanały dystrybucji ich produktów.

Tabela 2. Metody kontaktów z klientami

Wśród tradycyjnych już sposobów kontaktu wymienia się następujące kanały	➔ Kanał bezpośredni (fizycznej/stacjonarnej sieci dystrybucji)
	➔ Kanał telefoniczny
Oprócz tradycyjnych kanałów, coraz częściej stosowany jest także kanał internetowy, który jest bardzo niejednorodny	➔ Zróżnicowane rozwiązania wykorzystujące sieć Internet, takie jak: ➔ serwisy internetowe ➔ aplikacje na telefon ➔ chatboty ➔ inne

Źródło: opracowanie własne

9.1. KANAŁ BEZPOŚREDNI

Tradycyjny kanał kontaktu. Polega na bezpośredniej interakcji klienta lub potencjalnego klienta z zatrudnionymi przez daną instytucję finansową pracownikami, na terenie lokalu danej instytucji finansowej.

Obserwuje się obecnie odchodzenie od tego kanału, jako nieefektywnego kosztowo. Tym niemniej, wiele instytucji finansowych nadal utrzymuje niektóre placówki (głównie w dużych miastach) jako symbol ich statusu i fizycznej obecności, jak również z uwagi na uwarunkowania biznesowe – bezpośredni kontakt z drugim człowiekiem jest istotnym czynnikiem psychologicznym brany pod uwagę w procesie inwestycyjnym przez niedoświadczonych inwestorów, a także przez osoby wykluczone cyfrowo.

9.2. KANAŁ TELEFONICZNY

Drugi tradycyjny kanał kontaktu, stosowany w polskich realiach na szerszą skalę przed wdrożeniem rozwiązań internetowych, jako wygodna zdalna forma dokonywania transakcji. Polega na kontakcie telefonicznym pracownika instytucji finansowej z klientem tej instytucji – a zatem, gdy już dana osoba zawarła umowę o świadczenie usług maklerskich.

Spotyka się często wykorzystywanie ustalonych wcześniej haseł w celu dokonania identyfikacji stron rozmowy. Zgodnie z obowiązującymi przepisami, instytucje finansowe zobowiązane są do rejestrowania rozmów telefonicznych, jeżeli dotyczą one wykonywanych usług maklerskich.

PAMIĘTAJ!

Institucje finansowe mogą stosować tę formę kontaktu wyłącznie, jeżeli inwestor wyraził na nią zgodę. Nie warto zatem prowadzić rozmów z osobami podającymi się za przedstawicieli firm, z którymi nie zawarło wcześniej umowy.

Jeżeli zatem dzwoniącym jest osoba podająca się za przedstawiciela instytucji finansowej, chcąc przekonać Cię do inwestycji, a nie zawierać umowy o świadczenie usług maklerskich z żadną (lub tą konkretną, której przedstawiciel dzwoni) instytucją finansową, należy zachować czujność z uwagi na prawdopodobieństwo, że dzwoniącymi są oszuści. Kanał telefoniczny jest głównym z kanałów zdalnych, który jest preferowany przez zorganizowane grupy przestępcze, z uwagi na możliwość bezpośredniej komunikacji połączoną z dużą anonimowością i możliwością posłużenia się fałszywą tożsamością przez dzwoniącego.

9.3. KANAŁ INTERNETOWY

Coraz częściej stosowany, innowacyjny i niejednorodny kanał kontaktu.

Opiera się na łączności za pośrednictwem sieci Internet. Uważa się, że dostrzegalna będzie coraz większa ekspansja (i przypuszczalnie także innowacyjność) tego kanału.

Spośród wykształconych już rozwiązań warto wspomnieć o:

- wykorzystywaniu poczty e-mail do kontaktu oraz podejmowania decyzji
- czacie (wymianie pisemnej korespondencji) w czasie rzeczywistym z pracownikiem instytucji finansowej
- video/audio połączeniach z pracownikiem instytucji finansowej
- serwisach internetowych lub aplikacjach instalowanych na urządzeniach mobilnych (np. na smartfonie) umożliwiających inwestycje bez udziału pracownika instytucji finansowej, po zalogowaniu na konto klienta (inwestora), dzięki dynamicznie generowanej, dostosowanej do każdorazowego klienta treści

Większość z powyższych kanałów (może z wyjątkiem internetowego, przy zastosowaniu rozwiązań automatyzujących), opiera się na interakcjach międzyludzkich (inwestor/klient – pracownik firmy inwestycyjnej). Omawiając sposoby kontaktu z innymi podmiotami na rynku kapitałowym, omówić też należy pokrótce zidentyfikowane złe praktyki sprzedażowe stosowane w tych kanałach, a także sytuacje, na które należy uważać.

9.4. SPRZEDAŻ Z WYKORZYSTANIEM TECHNIK WYWIERANIA WPŁYWU

Decyzja inwestycyjna podejmowana przez inwestorów niedoświadczonych często podpierana jest nieuświadomionym wpływem osób trzecich. Czynniki merytoryczne, które powinny grać pierwszą rolę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej (np. jaki instrument ma być przedmiotem inwestycji, za jaką cenę, jakie korzyści może przynieść, jakie są z nim związane ryzyka) przestają być przez czynniki pozamerytoryczne.

Dużą rolę gra tutaj tak zwana „psychologia sprzedaży”. Należy mieć świadomość, że istnieją metody sprzedażowe, które wykorzystują cechy psychiki ludzkiej do wpływania na decyzje innych.

Do takich manipulacyjnych metod zaliczyć można:

- ➔ Przekonywanie inwestora o „ekskluzywności” określonego rozwiązania finansowego

PRZYKŁAD 2

Pan Zbigniew jest w trakcie spotkania z przedstawicielem firmy inwestycyjnej. Przedstawiciel prezentuje „okazję” inwestycyjną – spółkę publiczną, na której emisję obligacji można składać zapisy. Emisja jest kierowana wyłącznie do wybranych, pewnych inwestorów, z którymi doradcę wiążą osobiste i dobre relacje.

Pan Zbigniew, czując się doceniony i ufając swojemu doradcy, podejmuje decyzję o złożeniu zapisu, pomimo nieprzeczytania warunków emisji.

Pan Zbigniew powinien zapoznać się z całością dokumentacji dotyczącej potencjalnej inwestycji przed podjęciem decyzji inwestycyjnej.

- ➔ Wskazywanie, że decyzję inwestycyjną trzeba podjąć szybko, albowiem emisja nie będzie trwała długo

PRZYKŁAD 3

Do Pani Jadwigi zadzwoniła jej doradczyni bankowa, z cyklicznym sprawozdaniem o stanie rachunku bankowego i zapadalności lokat. Pani Jadwiga wspomniała w czasie rozmowy, że oprocentowanie lokat jest ostatnimi czasy bardzo niskie. Doradczyni poinformowała o trwającej emisji obligacji podmiotu Z, wskazując że oprocentowanie tych obligacji jest wyższe niż obecnie oferowane oprocentowanie lokat w banku. Decyzję trzeba jednak podjąć natychmiast, bowiem przyjmowanie zapisów kończy się nazajutrz, a niezbędne jest jeszcze zaksięgowanie wpłaty.

Pani Jadwiga nie powinna podejmować decyzji inwestycyjnej pod wpływem emocji i „przymusu” czasowego, bez zapoznania się z dokumentacją dotyczącą takiej inwestycji.

- Uzasadnianie decyzji inwestycyjnej podejmowaniem takich samych decyzji przez innych klientów instytucji finansowej. Potwierdzanie słuszności decyzji inwestycyjnej klienta

PRZYKŁAD 4

Przedstawiciel domu maklerskiego wspomina w rozmowie z Panem Adamem, że obecnie obligacje mają „duże wzięcie” i wszyscy jego klienci portfelowi są zainteresowani tym walorem. Między słowami sugeruje, że tak wielu skutecznych inwestorów nie może się mylić. Inwestycja musi być dobra.

Pan Adam nie powinien podejmować decyzji inwestycyjnej w oparciu wyłącznie o tzw. „społeczny dowód słuszności”.

- Pośrednie odwoływanie się do poprzednich sukcesów inwestycyjnych klienta ze wskazaniem na przewidywalne powtórzenie takiego sukcesu na kolejnym instrumencie

PRZYKŁAD 5

Doradca telefoniczny firmy inwestycyjnej w rozmowie z Panią Katarzyną powołuje się na wykup obligacji, w jakie Pani Katarzyna zainwestowała przed paroma laty. Sugeruje, że skoro inwestorka ma już pozytywne doświadczenia z wykupowaniem obligacji przez przedsiębiorstwa, to nie ma się czego bać; brak zabezpieczenia jej środków ze strony Bankowego Funduszu Gwarancyjnego to tylko formalność, skoro i tak emitenci realizują swoje zobowiązania.

Pani Katarzyna powinna podjąć decyzję inwestycyjną z uwzględnieniem ryzyka, jakim chce obciążyć swój kapitał. Nie może zakładać, że poprzednia inwestycja zrealizowana z zyskiem to gwarancja podobnych efektów w przyszłości. Powinna także uwzględnić fakt, że w przypadku tej inwestycji, jej kapitał nie będzie objęty systemem gwarantowania depozytów.

Podane powyżej przykłady to oczywiście tylko najbardziej typowe sytuacje, z jakimi można się spotkać. Choć nie jest celem tej publikacji szersze opisywanie problematyki psychologii sprzedaży wraz z jej aplikacjami w branży finansowej, to Autorzy zachęcają czytelnika do samodzielnego poszerzania wiedzy w tym zakresie.

Co należy zrobić:

1. zawsze podejmuj decyzję inwestycyjną w sposób przemyślany, po lekturze całej dokumentacji dotyczącej obligacji
2. nie opieraj swojej decyzji wyłącznie o oświadczenia osób trzecich
3. nie ulegaj presji czasu w podejmowaniu takiej decyzji

4. miej świadomość, kiedy podejmujesz decyzję pod wpływem emocji, a kiedy pod wpływem chłodnej kalkulacji
5. uświadom sobie, czy działasz pod wpływem jakiegokolwiek presji, czy swobodnie

Pamiętaj, że prędzej czy później pojawi się kolejna okazja inwestycyjna i jeżeli nie czujesz się z obecną komfortowo, warto ją przemyśleć i nie działać w sposób impulsywny.

Choć mówi się, że na rynku kapitałowym królują tylko dwie emocje – chciwość i strach, to warto wkraczając na ten rynek (lub będąc już na nim) pracować nad tym, aby własne decyzje inwestycyjne były przemyślane i profesjonalne, o silnych merytorycznych podstawach.

Jeżeli zaś nie rozumiesz otrzymanej dokumentacji instrumentu finansowego, warto poszerzyć swoją wiedzę w tym zakresie i ewentualną decyzję inwestycyjną odwlec nieco w czasie.

9.5. TAK ZWANE „SPÓŁKI MARKETINGOWE”

Przedsiębiorstwa te najczęściej działają bez zezwolenia na wykonywanie działalności maklerskiej. Bardzo często pozyskują one w sposób niezgodny z prawem dane osobowe i dane kontaktowe osób fizycznych odznaczających się sporymi oszczędnościami. Kontaktują się z takimi osobami telefonicznie, namawiając je na „inwestycje”.

W tle rozmowy bardzo często słychać zamieszanie, rozmówca jest pobudzony i sugeruje, że dzwoni z niepowtarzalną okazją inwestycyjną. Przekonuje, że inwestycji należy dokonać natychmiast. Cała oprawa rozmowy sugerować ma kontakt z zapracowanymi „maklerami”.

W wielu przypadkach tego typu działanie stosowane jest przez zorganizowane grupy przestępcze mające na celu wyłudzenie środków finansowych od mających osób. Dzwoniący, odczytując przygotowane wcześniej skrypty rozmów, podają się za ekspertów rynku kapitałowego, posiadających doskonałe rozeznanie w istniejących możliwościach inwestycyjnych. Naciskają na szybkie podpisanie umowy (najczęściej zawieranej przez Internet i bez fizycznego kontaktu z oszustem), lub szybkie dokonanie przelewu środków „na inwestycję”, przez przyszłego poszkodowanego.

Z reguły kontakt urywa się w momencie, gdy inwestor żąda zwrotu środków lub nie ma już więcej pieniędzy na dalsze inwestycje. Wówczas okazuje się, że oszuści działali spoza terenu RP lub w ogóle nie da się ustalić miejsca ich pobytu, zaś podmiot, który rzekomo reprezentowali albo nigdy nie istniał albo był fikcyjną spółką (tzw. „skorupa”).

Co należy zrobić?

Należy pamiętać, że tak zwane „okazje inwestycyjne”, z którymi dzwonią nieznani wcześniej „profesjonaliści”, z reguły nie są prawdą. Jeżeli istnieje dochodowy model inwestycyjny, to zarabiający na nim inwestor nie dzieli się tym modelem z osobami trzecimi, lecz sam czerpie z niego korzyści.

Profesjonalne instytucje finansowe nie inicjują kontaktu, w sposób uporczywy namawiając inwestorów na określone przedsięwzięcia. W przypadku gdy chcesz rozpocząć działalność inwestycyjną na rynku kapitałowym, samodzielnie wybierz odpowiedniego pośrednika. Najlepiej, jeżeli pośrednikiem jest instytucja finansowa odpowiadająca Tobie z uwagi na indywidualne okoliczności (np. liczba punktów obsługi). Koniecznie trzeba też upewnić się, że jest to podmiot nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Zawsze sprawdzaj na stronie internetowej KNF, czy podmiot, który oferuje Ci zakup instrumentu finansowego podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Jeśli o sprawowanym nadzorze zapewnia Cię ten, kto oferuje, zawsze zweryfikuj wiarygodność tych twierdzeń.

9.6. WYKORZYSTYWANIE STRON INTERNETOWYCH DLA CELÓW OSZUSTWA

Wielu oszustów wykorzystuje sieć Internet jako kanał umożliwiający anonimową działalność. Odbywa się to na wiele zróżnicowanych sposobów, zaś ich opis wykracza poza ramy tej publikacji. Tym niemniej bądź ostrożny, gdyż bardzo często:

- strony internetowe podmiotów zagranicznych, nieposiadających licencji na prowadzenie działalności maklerskiej w miejscu zamieszkania potencjalnego inwestora, są tłumaczone na ojczysty język takiego inwestora, stwarzają profesjonalne wrażenie, wskazujące na ich legalność
- strony internetowe łudząco przypominają wyglądem strony nadzorowanych instytucji finansowych („phishing” – podszywanie się pod te instytucje). Oszuści wysyłają odnośniki do takich stron w odpowiednio spreparowanych wiadomościach e-mail (np. „uwaga, ktoś próbował włamać się na Twoje konto, zaloguj się aby zmienić hasło”), licząc, że w ten sposób ofiara poda prawdziwe dane logowania oszustowi, za pośrednictwem spreparowanej przezeń strony

Co należy zrobić?

Należy logować się na konto prowadzone w serwisie instytucji finansowej wyłącznie samodzielnie wpisując jej adres. Warto upewnić się, czy połączenie ze stroną jest bezpieczne (szyfrowane), klikając ikonę kłódki przy adresie strony, a nawet sprawdzając prawdziwość certyfikatu strony – dla jakiej strony jest wystawiony.

Należy też zachować szczególną ostrożność w przypadku kontaktu z nowymi serwisami oferującymi pośrednictwo w zakresie inwestycji.

Zapoznaj się z treścią regulaminu strony, w tym nazwą podmiotu odpowiedzialnego za jej działanie, ale też spróbuj upewnić się co do prawdziwości podanych informacji. Jeśli cokolwiek budzi Twoje wątpliwości, zasięgnij dodatkowych informacji w kilku źródłach.

Nie instaluj pochopnie dodatkowego oprogramowania na komputerze i urządzeniach mobilnych, szczególnie w przypadku gdy takie żądanie otrzymujesz w wiadomościach otrzymanych rzekomo od instytucji finansowej.

Możliwości popełnienia błędu jest sporo, dlatego zawsze upewnij się, że masz do czynienia z firmą inwestycyjną lub bankiem uprawnionym do oferowania instrumentów finansowych. W przypadku agenta firmy inwestycyjnej upewnij się, że działa on na zlecenie firmy inwestycyjnej, która posiada takie zezwolenie (dane o podmiotach nadzorowanych są zawarte na stronie internetowej KNF).

9.7. TAK ZWANE „FAMILY OFFICE”

Dostrzega się obecnie na rynku rosnącą liczbę podmiotów oferujących usługi „zarządzania majątkiem”, tak zwanego „wealth management”, w tym reklamujących swoją działalność jako tzw. „family office”.

Działalność gospodarczą takie podmioty opierają o indywidualne relacje z (najczęściej) majątynymi osobami fizycznymi. Zarządzanie majątkiem, jako usługa, którą oferują, obejmuje bardzo szeroki katalog czynności, takich jak doradztwo podatkowe, planowanie sukcesji, strukturyzowanie transakcji, działalność inwestycyjna.

Niestety, istnieje ryzyko, że w zakresie ostatniego elementu z oferowanych usług, to jest w ramach działalności inwestycyjnej, podmioty te nie ograniczają swoich działań do rynków nieregulowanych (np. nieruchomości, dzieła sztuki), lecz wykonują czynności zastrzeżone do sfery działalności maklerskiej, której wykonywanie jest możliwe dopiero po uzyskaniu zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Podmioty te nie posiadają zezwolenia na wykonywanie działalności maklerskiej, tym samym ich pośrednictwo w procesie inwestycyjnym może być dla inwestora obciążone zbyt dużym ryzykiem.

Szczegółowe informacje o działalności tego typu podmiotów, znajdują się w następnym rozdziale.

X. DZIAŁALNOŚĆ PODMIOTÓW NIEUPRAWNIONYCH DO OFEROWANIA OBLIGACJI

Oferowanie instrumentów finansowych to sposób pozyskania finansowania działalności gospodarczej przez przedsiębiorców. Jego atrakcyjność polega m. in. na możliwości dotarcia do wielu inwestorów, w tym instytucjonalnych, zebrania większej kwoty środków pieniężnych niż w przypadku uzyskania kredytu bankowego, elastycznego zarządzania długiem. Z kolei inwestorzy mają możliwość uzyskania wyższej stopy zwrotu, czy zdywersyfikowanie swoich długoterminowych inwestycji.

W wyniku zmiany definicji usługi oferowania, od 21 października 2018 r., rozszerzony został zakres czynności kwalifikowanych do tej działalności (por. rozdział IV. *Charakter usług maklerskich (...)*). Wpłynęło to na poszerzenie kategorii podmiotów, które mogą podlegać odpowiedzialności karnej za prowadzenia działalności bez zezwolenia lub bez upoważnienia.

10.1. SPÓŁKA „FAMILY OFFICE”

Spółki te zajmują się szeroko pojętym doradztwem biznesowym, prawnym, finansowym dla przedsiębiorców. Doradzają w kwestiach strategiczno-financeowych, optymalizacji struktury kapitałowej oraz możliwych sposobów finansowania dalszej działalności, w tym poprzez emisję długu. W przypadku osób prywatnych, spółki family office zajmują się opracowaniem tzw. rozwiązań inwestycyjnych. W ich ramach proponują nabywanie m. in. instrumentów finansowych, w tym obligacji dostępnych w ramach ofert kierowanych do ograniczonej liczby inwestorów.

Bardzo często jednak działalność tych podmiotów jest trudna do wykrycia. Relacje pomiędzy „family office” a inwestorem są oparte na zaufaniu i znajomościach, w tym wynikających z przeprowadzenia przez podmioty „wealth management” szeregu innych operacji na majątku inwestora.

Co należy zrobić?

W przypadku gdy będąc klientem podmiotu „family office” staniesz się adresatem czynności mających charakter działalności maklerskiej, takich jak, przykładowo:

- ➔ doradztwo inwestycyjne
- ➔ zarządzanie portfelem instrumentów finansowych

- przyjmowanie lub przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych
- wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na rachunek dającego zlecenie
- oferowanie instrumentów finansowych

naależy bezwzględnie utrwalić dowody takich działań i poinformować o tym właściwą jednostkę terenową Prokuratury lub Policji, a także Komisję Nadzoru Finansowego. Taka działalność, wykonywana przez podmiot nieposiadający zezwolenia, stanowi przestępstwo, zaś każdy, dowiedziawszy się o popełnieniu przestępstwa ściganego z urzędu, ma społeczny obowiązek zawiadomić o tym Prokuraturę lub Policję.

Działalność na rynku kapitałowym jest działalnością szczególnego rodzaju, obciążoną znacznym ryzykiem. Podmioty pośredniczące w zawieraniu transakcji, jak również świadczące usługi doradztwa inwestycyjnego czy oferowania instrumentów finansowych muszą spełniać bardzo rygorystyczne normy co do swojej organizacji i postępowania. Pomagając eliminować z rynku nierzetelne „family office”, pomagasz wszystkim jego uczestnikom, a także sobie.

Warto jednak podkreślić, że nie każda działalność typu „family office” wiąże się z popełnianiem przestępstw. Są to niekiedy profesjonalnie działające podmioty zajmujące się z powodzeniem innymi obszarami, niż działalność inwestycyjna na rynku kapitałowym.

10.2. SPÓŁKA MARKETINGOWA

Do czasu zmiany definicji oferowania, dopuszczalne było prowadzenie działań reklamowych i informacyjnych o emitencie przez spółki nieposiadające zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. W praktyce spółki takie działały na zlecenie emitenta i kierowały do pośrednika inwestorów zainteresowanych nabyciem oferowanych obligacji. Proces ten potocznie nazywany był na rynku *leadowaniem*. Obecnie zlecenie takich czynności możliwe jest tylko do firm inwestycyjnych lub banków uprawnionych do wykonywania oferowania instrumentów finansowych. Na polecenie firmy inwestycyjnej posiadającej takie zezwolenie, czynności zmierzające do pozyskania nabywców oferowanych obligacji, może wykonywać także jej agent.

PAMIĘTAJ!

Jeśli spółka, która nie posiada zezwolenia na oferowanie instrumentów finansowych:

1. proponuje, że pomoże Ci jako przedsiębiorcy przeprowadzić ofertę Twoich obligacji, czyli sprzedać je na rynku, znaleźć inwestorów, pośredniczyć w rozliczeniu z obligatariuszami itd.
2. prezentuje w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacje o obligacjach jakiegoś emitenta i warunkach ich nabycia, choćby nie kierowała ich konkretnie do Ciebie jako potencjalnego inwestora
3. promuje lub zachęca Cię indywidualnie, choćby pośrednio, do nabycia obligacji jakiegoś emitenta poprzez informowanie Cię w dowolnej formie i w dowolny sposób o obligacjach

to działa z naruszeniem przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i może podlegać odpowiedzialności karnej.

Dlatego zawsze upewnij się, że masz do czynienia z firmą inwestycyjną lub bankiem uprawnionym do oferowania instrumentów finansowych. W przypadku agenta firmy inwestycyjnej upewnij się, że działa on na zlecenie firmy inwestycyjnej, która posiada takie zezwolenie.

10.3. PRACOWNICY FIRMY INWESTYCYJNEJ, JEJ AGENTA LUB BANKU, KTÓRZY WE WŁASNYM ZAKRESIE WSPÓŁPRACUJĄ Z EMITENTEM

Podmioty świadczące usługi na rynku finansowym prowadzą działalność, która wymaga zezwolenia i jest nadzorowana. Niestety, w ostatnich latach odnotowano przypadki, w których pracownicy bez wiedzy swojego pracodawcy proponowali nabycie obligacji emitenta spoza oferty instytucji, dla której pracowali. Osoby te działały bezpośrednio na zlecenie emitenta i były przez niego wynagradzane. W ten sposób wykorzystywały bezprawnie dostęp do danych klientów swojego pracodawcy i nielegalnie zaoferowały im zakup obligacji, wykorzystując swoją pozycję jako pracowników instytucji finansowej i zaufanie klienta. Podobne zachowania, choć incydentalnie, zdarzyły się w przypadku pracowników firm inwestycyjnych lub ich agentów. Nielegalne oferowanie obligacji emitentów uwiarygodnili wobec inwestorów postępując się pocztą elektroniczną w domenie domu maklerskiego.

PAMIĘTAJ!

Instytucje finansowe działają profesjonalnie i w najlepiej pojętym interesie swoich klientów. Jednak pomimo rozwijanych metod nadzoru nad ich działalnością zawsze istnieje ryzyko nadużyć. Dlatego jako inwestor kieruj się rozsądkiem i ograniczonym zaufaniem.

XI. WYBRANE RYZYKA ZWIĄZANE Z INWESTOWANIEM W OBLIGACJE

Osoby rozważające nabycie obligacji powinny uważnie zapoznać się z udostępnioną im dokumentacją ofertową, a zwłaszcza z ryzykami wiążącymi się z daną inwestycją. Ryzyka wyszczególnione w warunkach emisji, prospekcie lub memorandum informacyjnym powinny stanowić punkt wyjścia, jednak nigdy nie należy ich traktować jako zamknięty katalog możliwych zdarzeń. Jest to zbiór okoliczności, mogących mieć negatywny wpływ na inwestycję, których zamieszczenie w dokumentacji ofertowej emitent uznał za niezbędne. Istotne jest to, aby nabywca obligacji zapoznał się z prowadzoną przez emitenta działalnością gospodarczą, charakterem obligacji, ich zabezpieczeniem oraz innymi czynnikami istotnymi dla subiektywnej oceny występujących ryzyk. Wystąpienie któregośkolwiek może oznaczać brak możliwości odzyskania całości lub części zainwestowanych środków oraz uniemożliwić zbycie obligacji w obrocie wtórnym. Najistotniejsza bowiem w procesie inwestycyjnym jest świadomość podejmowanych decyzji, w tym co do towarzyszącego ryzyka. W praktyce dokumentacja ofertowa jest obszerną i skomplikowaną lekturą. Warto zatem przed złożeniem zapisu na obligacje zapewnić sobie komfort czasowy niezbędny do przeczytania jej ze zrozumieniem.

UWAGA!

Jeśli zaproponowano Ci nabycie obligacji i nie potrafisz samodzielnie zrozumieć ich istoty, a co za tym idzie, dostatecznie rozpoznać ryzyka, powinieneś przede wszystkim rozważyć, czy taki instrument jest dla Ciebie odpowiedni. Nie podejmuj decyzji, jeśli na jakimkolwiek etapie jesteś poddawany presji.

Dalej zaprezentowano część najistotniejszych ryzyk, jakie mogą wiązać się z inwestycją w obligacje – zwłaszcza korporacyjne. Tak, jak w przypadku zestawienia ryzyk ujmowanych w dokumentacji ofertowej, nie należy postrzegać tego katalogu jako zamkniętego. W przypadku każdej z emisji obligacji wiążą się z nią ryzyka specyficzne – charakterystyczne dla danej branży i dla działalności prowadzonej przez emitenta lub grupy kapitałowej, do której emitent należy.

11.1. RYZYKA ZWIĄZANE Z EMITENTEM I JEGO SYTUACJĄ FINANSOWĄ

11.1.1. Ryzyko płynności emitenta

Osoby rozważające nabycie obligacji powinny, wziąć pod uwagę ryzyko możliwości niewywiązania się emitenta ze swoich zobowiązań. Dotyczy to bezpośrednio lub pośrednio zobowiązań emitenta względem posiadaczy obligacji. Na potrzeby tej publikacji można przyjąć, że płynność jest zdolnością do wywiązywania się z bieżących i przyszłych zobowiązań. Podstawowym czynnikiem generującym ryzyko płynności jest rozbieżność pomiędzy terminami spłaty należności emitenta a osiąganymi przez niego wpływami. Można to rozumieć jako lukę powstałą w sytuacji, w której bieżące zobowiązania spółki przewyższają zobowiązania innych podmiotów względem niej samej. W praktyce objawia się powstaniem ujemnej różnicy między wpływami a wy wpływami w danym okresie i w efekcie może spowodować przejściowe lub trwałe trudności emitenta z płynnością finansową. Ryzyko płynności może być generowane przez różne czynniki charakterystyczne dla specyfiki działalności gospodarczej prowadzonej przez emitenta. Niezmiennie jednak jest to, że na ryzyko płynności emitenta wpływają wszelkie inne ryzyka z obszarów otoczenia prawnego prowadzenia działalności gospodarczej, koniunktury gospodarczej czy operacyjne związane z funkcjonowaniem przedsiębiorcy.

Przykładowo, w przypadku emitentów prowadzących działalność bankową podstawowym źródłem finansowania są depozyty klientów. W przypadku, w którym istotna liczba osób wycofałaby swoje środki lub nie przedłużyłaby swoich lokat, zdarzenie takie mogłoby mieć istotny negatywny wpływ na płynność emitenta, tj. realizację kolejnych wypłat.

W przypadku zaś emitentów działających w branży deweloperskiej ryzyko płynności wynika zazwyczaj z konieczności zaangażowania długoterminowo znacznych środków finansowych. Okres trwania przedsięwzięcia od momentu jego rozpoczęcia do chwili sprzedaży lub wynajęcia nieruchomości może być wydłużony i może wymagać aktywnego poszukiwania nabywcy. W przypadku emisji obligacji tzw. spółek holdingowych²⁶ ryzyko płynności jest pochodną płynności finansowej w samych spółkach zależnych i możliwości generowania przez nie zysku. Istotne jednak jest to, że nie można w zasadzie zagwarantować, że spółki te będą osiągały wyniki finansowe pozwalające na wypłatę dywidendy, bądź też czy strategia emitenta będzie przewidywać wypłatę dywidendy czy zatrzymywanie zysków w spółkach zależnych. Ryzyko płynności będące następstwem realizowania określonego przedsięwzięcia biznesowego nie jest, co do zasady, aspektem który powinien dyskwalifikować inwestycję w obligację danego emitenta. Jak każdy element ryzyka powinien zostać pod-

²⁶ Spółka holdingowa – spółka, której głównym składnikiem lokat są aktywa stanowiące akcje lub udziały w innych spółkach (zależnych), z których przepływy pieniężne stanowią jej główne źródło przychodów.

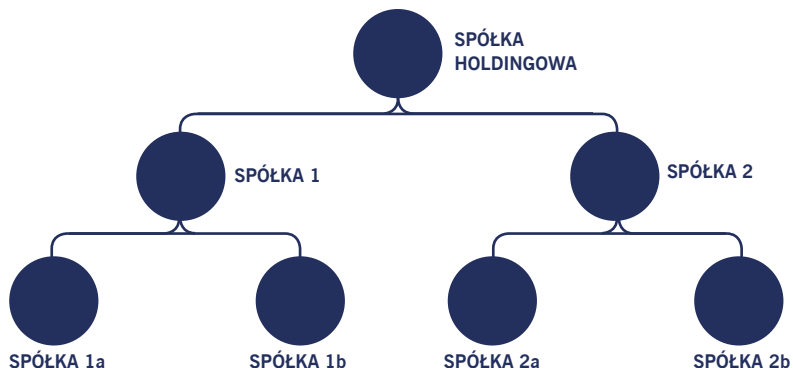
dany subiektywnej ocenie. Ze względu na bliskie skorelowanie z modelem biznesu i rynkiem, na którym działa emitent, ryzyko płynności powinno zostać rozważone już na etapie akceptacji branży emitenta. Potencjalni nabywcy obligacji, szczególnie powinni rozważyć występowanie ryzyka płynności, gdy deklarowane przez emitenta ryzyko nie wynika wprost z przyjętego modelu biznesowego lub wynika, ale jest na tyle istotne, że istnienie spółki jest utrudnione bez pozyskania finansowania lub wręcz niemożliwe. Może to oznaczać chociażby to, że model biznesowy przestał się sprawdzać lub sama spółka w wyniku realizacji innych ryzyk mogła lub może utracić płynność. Metodologia oceny płynnościowej spółki wykracza poza ramy tej publikacji. Należy jednak zwracać uwagę na cel emisji, który może wskazywać, że środki pozyskane z emisji przeznaczone będą na podtrzymanie bieżącej działalności operacyjnej emitenta lub spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań. W takich przypadkach emitent może nie być w stanie prowadzić dalszej działalności bez dopływu nowego kapitału, który próbuje pozyskać w formie emisji obligacji. Potencjalny nabywca obligacji podejmując decyzję co do nabycia powinien rozważyć czy tego rodzaju ryzyka są dla niego akceptowalne oraz czy oprocentowanie obligacji rekompensuje ryzyko utraty części lub całości zainwestowanego kapitału. Wystąpienie tego rodzaju ryzyka istotnie wzmaga ryzyko całej inwestycji, jednakże nie dyskwalifikuje jej zupełnie. Funkcjonuje bowiem istotna grupa inwestorów wykazująca apetyt na ryzyko, które rekompensują zwiększoną stopą zwrotu. Wreszcie tego rodzaju składnik lokat może okazać się odpowiedni w przypadku gdy wchodzi w skład dobrze zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego.

11.1.2. Ryzyka związane ze strukturą akcjonariatu/udziałów w spółce

Osoby rozważające nabycie obligacji powinny zwrócić uwagę na informacje dotyczące struktury akcjonariatu/udziałów w spółce będącej emitentem. **Emitenta wchodzącego w skład grupy kapitałowej obejmują w części ryzyka dotykające zarówno spółkę dominującą, jak i całą grupę kapitałową.**

Schemat 3. Rozkład ryzyka związany z umiejscowieniem emitenta w strukturze grupy kapitałowej – przykład 6

PRZYKŁAD 6



Źródło: opracowanie własne

1. W przypadku gdy emitentem jest *spółka holdingowa* – ryzyka prowadzonej przez nią działalności zależą od ryzyk, jakie generują wszystkie spółki zależne spółki holdingowej oraz działań jej samej
2. W przypadku gdy emitentem jest *spółka 1*, skupia ona ryzyka działalności własnej oraz spółki 1a oraz 1b. W tym przypadku, co do zasady, działalność *spółki 2* oraz jej spółek córek (spółki 2a i 2b) nie powinna mieć wpływu na ryzyka *spółki 1*

Przedstawiony przykład może być znacznie bardziej skomplikowany. Zdarza się, że podmioty działające w jednej grupie udzielają sobie pożyczek, wzajemnie poręczają swoje zobowiązania lub też zabezpieczają emitowane przez siebie obligacje na majątku innej spółki. Wówczas zobowiązania i ryzyka spółki 2 oraz należących do niej spółek 2a oraz 2b będą miały wpływ na ryzyka prowadzonej działalności spółki 1 lub spółek 1a i 1b w zależności od tego, która z nich jest emitentem.

11.1.3. Ryzyka związane z kapitałami spółki

Jednym z przykładów tego rodzaju ryzyka jest emitent działający na rynku deweloperskim. W praktyce przyjęło się, że deweloperzy prowadzą działalność przy pomocy spółek celowych, powoływanych do realizacji konkretnego przedsięwzięcia. Tego rodzaju działanie przedsiębiorcy ogranicza jego ryzyko do wartości opłaconego kapitału zakładowego. Co prawda, kapitał zakładowy nie musi stanowić o majątku spółki, który może być wielokrotnie wyższy, jednak może się zdarzyć tak, że aktywa spółki mogą równać się minimalnemu

kapitałowi zakładowemu. Według stanu na 1 lipca 2022 r. minimalny kapitał zakładowy spółki akcyjnej wynosił 100 000,00 zł, spółki komandytowo-akcyjnej 50 000,00 zł, zaś spółki z ograniczoną odpowiedzialnością 5000,00 zł. Na pierwszy rzut oka inwestowanie w obligacje wyemitowane przez spółki posiadające opłacone kapitały zakładowe w minimalnej wartości może wydawać się ryzykowne, o ile wartość łącznie wyemitowanych obligacji jest wyższa od kapitału zakładowego. Powinno to być elementem pociągającym za sobą konieczność dokładniejszej weryfikacji majątku spółki (np. w sprawozdaniu finansowym), bowiem najczęściej spółka posiada składniki majątkowe, które łącznie w razie potrzeby mogą zostać przeznaczone na zaspokojenie roszczeń finansowych w tym obligatariuszy. Często emitenci będący spółkami celowymi powołanymi do realizacji określonego przedsięwzięcia budowlanego w branży deweloperskiej, posiadają minimalny kapitał zakładowy (np. 5000,00 zł w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością). W takich przypadkach zwykle posiadają one również inne środki obejmujące np. nieruchomości, na której budowla zostanie wzniesiona i której wartość może przewyższać zobowiązania emitenta. **Istotą jest to, by oceniając emitenta osoba zainteresowana nabyciem obligacji bazowała na treści sprawozdania finansowego lub bilansie zysków i strat, szczególnie, gdy wniesiono do spółki minimalną wartość kapitału zakładowego. W tym zakresie kluczowe jest zapoznanie się z tym, jakie są aktywa i jaki mają charakter oraz porównanie majątku (aktywów) i pasywów. Warto pamiętać, że sam kapitał zakładowy emitenta nie jest dobrym wyznacznikiem bezpieczeństwa obligacji.**

11.1.4. Ryzyko związane z zadłużeniem emitenta

Potencjalny nabywca obligacji powinien zwrócić uwagę, jakie zobowiązania posiada emitent i z jakiego tytułu. Posiadanie zobowiązań przez spółki prowadzące działalność gospodarczą jest elementem całkowicie normalnym. Istotna jest natomiast struktura zobowiązań emitenta, a zwłaszcza, jaki udział mają zobowiązania krótko i długoterminowe. Osoba zainteresowana nabyciem obligacji powinna zweryfikować, czy emitent nie zalega ze spłaceniem dotychczasowych świadczeń oraz jaki jest poziom jego zadłużenia z tytułu dotychczas wyemitowanych obligacji. Można to zweryfikować na stronie internetowej <https://rze.info/> o czym szerzej w rozdziale VII. *Sposoby ewidencjonowania obligacji.*

11.1.5. Ryzyko związane z brakiem bieżącej informacji na temat sytuacji finansowej emitenta

Emitent prowadzący działalność dłużej niż rok jest obowiązany udostępnić w propozycji nabycia sprawozdanie finansowe sporządzone na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą udostępnienia propozycji nabycia wraz ze sprawozdaniem z badania. Oznacza to, że gdy spółka akcyjna chce wyemitować obligacje, zobowiązana jest zawrzeć w dokumentach ofertowych lub udostępnić w innej formie sprawozdanie finansowe wraz ze sprawozdaniem z badania przez biegłego rewidenta. W przypadku

zatem emisji prowadzonej po 31 marca, nabywcy zostaną zaprezentowane dane finansowe na dzień bilansowy, który przypadnie na 31 grudnia minionego roku. W przypadku natomiast, gdy emisja odbywa się tuż przed terminem granicznym sporządzenia sprawozdania finansowego, np. przed końcem marca, może się okazać, że osoba nabywająca obligacje będzie dysponować danymi finansowymi wg ostatniego dostępnego sprawozdania finansowego, tj. sporządzonego na 31 grudnia rok wstecz, tj. sprzed prawie 15 miesięcy.

11.1.6. Ryzyko związane ze źródłem finansowania wykupu obligacji

Zdarzają się przypadki emisji obligacji, za pomocą których emitenci starają się „ratować” spółkę. Taka sytuacja może zdarzyć się w szczególności, gdy emitent prowadząc działalność finansuje ją kapitałem pochodzącym z obligacji. W przypadku gdy jego sytuacja uległaby pogorszeniu, a osiągnięte przychody nie wystarczałyby na sfinansowanie wypłaty kuponów lub wykupu obligacji może on próbować emitować obligacje, z których środki przeznaczyłby na spłatę zobowiązań wynikających z obligacji poprzednich emisji. W przypadku, gdy problemy emitenta okażą się długotrwałe, może on powiełać tego rodzaju emisje. Na pierwszy rzut oka w korzystniejszej sytuacji mogą znajdować się ci obligatariusze, których obligacje zostały wyemitowane wcześniej. Ich wierzytelność powinna zostać spłacona ze środków pozyskanych z kolejnych emisji. W praktyce emitenci nie chcąc popaść w spiralę zadłużenia bardzo szybko ratują się tzw. rolowaniem obligacji, tj. wykupywaniem obligacji bez zwracania środków pieniężnych oraz emitując w to miejsce obligacje nowej emisji. Obligatariusze w takich przypadkach częstokroć nie mają wyboru i zgadzają się objąć obligacje nowej emisji mając w perspektywie niewykupienie obligacji w ogóle i być może upadłość emitenta.

11.2. RYZYKA ZWIĄZANE Z OTOCZENIEM DZIAŁALNOŚCI PROWADZONEJ PRZEZ EMITENTA

11.2.1. Ryzyko wynikające z zagranicznych czynników politycznych, społecznych i ekonomicznych

Działalność gospodarcza emitentów może być prowadzona w całości lub w części poza granicami kraju. Sytuacja taka może wynikać z faktu zarówno poszukiwania nowych rynków zbytu, konieczności pozyskiwania surowców lub półproduktów niezbędnych do produkcji albo też zorganizowaniu zakładów produkcyjnych poza granicami Polski lub Unii Europejskiej. Wpływ na działalność emitentów może mieć nie tylko sytuacja w krajach będących rynkiem zbytu, ale również tych będących źródłem pozyskiwanych surowców oraz produkcji. Emitenci w prowadzeniu działalności muszą również brać pod uwagę sytuację w krajach będących tzw. krajami tranzytowymi. We wszystkich tych przypadkach brak stabilizacji politycznej, społecznej lub gospodarczej może skutkować ograniczeniem strumienia dostaw surowców, półproduktów lub do-

stępu do rynku zbytu. **Podjmując decyzję inwestycyjną co do nabycia obligacji emitenta prowadzącego tego rodzaju działalność gospodarczą osoba zainteresowana powinna wziąć pod uwagę charakter prowadzonej działalności i aktualne otoczenie polityczne oraz społeczne państw trzecich.**

11.2.2. Ryzyko związane z prowadzeniem działalności regulowanej

Prowadzenie działalności gospodarczej w zakresie wymagającym posiadania zezwoleń i koncesji może generować ryzyko, że w przypadku nieprzestrzegania zasad warunkujących posiadanie koncesji lub określonych w posiadanym zezwoleniu, na emitenta może zostać nałożona kara pieniężna lub podmiot taki może stracić posiadaną koncesję lub zezwolenie. W praktyce może to spowodować brak możliwości prowadzenia w dalszym zakresie działalności objętej tym zezwoleniem/koncesją. W przypadku utraty koncesji lub zezwolenia, gdy reglamentowana działalność jest główną lub jedną linią biznesową prowadzoną przez emitenta zdarzenie takie będzie miało znaczący wpływ na możliwości spłaty przez emitenta zobowiązań wynikających z obligacji. **Osoba rozważająca nabycie obligacji powinna ocenić, czy emitent w sposób dostateczny rozdzielił źródła pozyskiwania dochodu.**

11.2.3. Ryzyko związane z wystąpieniem negatywnej koniunktury gospodarczej

Dokonując inwestycji w obligacje, potencjalny nabywca powinien rozważyć ryzyka związane z możliwym pogorszeniem sytuacji gospodarczej (np. poprzez zahamowanie wzrostu gospodarczego, spadek konsumpcji, wzrost stopy bezrobocia, spadek realnych dochodów osób fizycznych i przedsiębiorstw i tym samym pogorszenie sytuacji finansowej dłużników i możliwości regulowania przez nich zobowiązań). Niestety, w większości przypadków tego rodzaju zdarzenia są trudne do przewidzenia, zwłaszcza w dłuższej perspektywie. Pogorszenie koniunktury gospodarczej, a zwłaszcza zachwianie wzrostu PKB, stopy bezrobocia, polityki fiskalnej państwa, poziomu inwestycji przedsiębiorstw, wysokość popytu wewnętrznego, dostępności kredytów może istotnie wpłynąć na rentowność przedsięwzięć emitenta. Pogorszenie koniunktury może bowiem spowodować wzrost inflacji i w efekcie wpływać na podniesienie stóp procentowych. Jest to związane z **Ryzykiem zmian poziomu rynkowych stóp procentowych**, bowiem w konsekwencji wzrost inflacji może prowadzić do wzrostu stawek oprocentowania, a tym samym do wzrostu kosztu pozyskanego finansowania. Oprocentowanie obligacji jest najczęściej uzależnione od zmiennych stawek WIBOR/EURIBOR, ustalanych odrębnie dla każdego okresu odsetkowego. Podniesienie stóp procentowych w przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu może doprowadzić do wzrostu stawek WIBOR/EURIBOR. Z jednej strony minimalizuje to wpływ inflacji na stopę zwrotu z obligacji, co działa w interesie obligatariusza. Z drugiej zaś strony podniesienie stóp procentowych może prowadzić do zarówno wzrostu kosztu finansowania, jak i wpłynąć na realną wartość wierzytelności emitenta, a zatem wpłynąć

na niego niekorzystnie. Ryzyko zmian poziomu rynkowych stóp procentowych z punktu widzenia obligatariusza jest równie istotne w przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu, pamiętać przy tym należy, że może ono mieć zarówno negatywny, jak i pozytywny wpływ na realną stopę zwrotu z inwestycji.

11.3. RYZYKA ZWIĄZANE Z PROCESEM EMISJI OBLIGACJI

11.3.1. Ryzyko związane z działaniem przez firmę inwestycyjną w konflikcie interesów

W tym względzie należy nadmienić, że firma inwestycyjna przedstawiająca nam ofertę nabycia obligacji działa obecnie niejako na podwójne zlecenie. Z jednej bowiem strony pośredniczy w proponowaniu nabycia obligacji, za co otrzymuje od emitenta wynagrodzenie. Praktyka rynkowa wskazuje, że firmy inwestycyjne są wynagradzane od wartości uplasowanej emisji, tj. łącznej wartości obligacji, na które złożono skutecznie zapisy (tj. opłacono je). Wartość ta z reguły wyrażona jest procentowo od wartości uplasowanych środków, a jej wartość uzależniona jest od ustaleń biznesowych pomiędzy emitentem a firmą inwestycyjną. Z drugiej zaś strony firmy inwestycyjne nie mogą przyjmować zapisów od osób, które nie są klientami usługi przyjmowania i przekazywania zleceń. **Zapis na obligacje może zostać przyjęty wyłącznie przez klienta firmy inwestycyjnej, na rzecz którego świadczona jest usługa przyjmowania i przekazywania zleceń.** Firma inwestycyjna posiada szerokie obowiązki względem klientów tej usługi, zwłaszcza detalicznych, na czele z koniecznością działania w jego najlepiej pojętym interesie. Jak łatwo zauważyć, firma inwestycyjna, oferując obligacje, działa w interesie jednego klienta (emitenta), zaś przyjmując zlecenie musi działać w interesie drugiego (nabywcy obligacji). Dlatego też przed zawarciem umowy z firmą inwestycyjną osoba chcąc zawrzeć umowę i złożyć zapis na obligacje może oczekiwać informacji o istniejących konfliktach interesów związanych ze świadczeniem tej usługi maklerskiej lub deklaracji, że organizacja oraz regulacje wewnętrzne firmy inwestycyjnej zapewniają, że w przypadku powstania konfliktu interesów nie dojdzie do naruszenia jego interesu. Informacja powinna zawierać dane pozwalające na podjęcie świadomej decyzji co do zawarcia umowy i w efekcie złożenia zapisu, przy czym zakres i sposób przedstawiania danych powinien być dostosowany do danego klienta. W przypadku osób posiadających uprzednio już zawartą umowę o przyjmowanie i przekazywanie zleceń konflikt interesów może powstać również później. Firmy inwestycyjne stale bowiem pozyskują nowych emitentów obligacji. Wówczas osoba, której zaoferowano nabycie obligacji może oczekiwać inicjatywy ze strony firmy inwestycyjnej, która jest obowiązana poinformować klienta o konflikcie interesów niezwłocznie po jego stwierdzeniu. Usługa w dalszym ciągu może być świadczona, jednakże w takim wypadku potencjalny nabywca obligacji musi być świadom istnienia takiego konfliktu interesów, w dalszym ciągu wyrażać chęć nabycia oferowanego instrumentu i wyraźnie o tym oświadczyć.

Co istotne, firma inwestycyjna jest zobowiązana do poinformowania klienta wyłącznie w przypadku gdy nie może konfliktem zarządzić, jednak nic nie stoi na przeszkodzie, by osoba rozważająca nabycie obligacji zażądała stosownego oświadczenia. Nic też nie stoi na przeszkodzie, by firma inwestycyjna poinformowała o konflikcie, nawet jeśli jest odpowiednio minimalizowany przez regulacje wewnętrzne i sposób zarządzania konfliktem. Nie ulega wątpliwości, że firma inwestycyjna dbająca o najlepiej pojęty interes klienta nabywającego obligacje, powinna przewidzieć takie zapisy umowy zawieranej z emitentem, które umożliwią jej przekazywanie takich informacji. **Osoba, której oferowane jest nabycie obligacji jest zatem w pełni uprawniona do żądania przedstawienia informacji o tym, w jaki sposób firma inwestycyjna zarządza konfliktem interesów lub pełnej i rzetelnej informacji o braku zarządzania takim konfliktem.** Świadomość nabywców obligacji co do okoliczności, w jakich jest im oferowane nabycie obligacji, jest niezwykle istotne, bowiem może przyczynić się do wykształcenia praktyk obiektywnie zwiększających transparentność transakcji nabywania lub obejmowania obligacji nowej emisji.

11.3.2. Ryzyko związane z powiązaniem pomiędzy emitentem a firmą inwestycyjną

Na szczególną uwagę potencjalnego nabywcy obligacji zasługuje okoliczność, w której istnieją powiązania kapitałowe pomiędzy podmiotem, który oferuje nam obligacje, jak i samym emitentem oraz okoliczność powiązań osobowych, tj. takich, w których wszystkie lub część osób zasiada jednocześnie w organach emitenta i firmy inwestycyjnej. Ryzyko takie powinno zostać przedstawione potencjalnemu nabywcy, jednakże w przypadku jego braku osoba rozważająca nabycie obligacji powinna samodzielnie podjąć trud i zweryfikować ewentualne powiązania za pośrednictwem ogólnie dostępnej wyszukiwarki Krajowego Rejestru Sądowego umiejscowionej w serwisie internetowym Ministerstwa Sprawiedliwości pod adresem <https://ekrs.ms.gov.pl/web/wyszukiwarka-krs/strona-glowna/index.html>. O istotności ww. ryzyka może świadczyć okoliczność, że w związku m.in. z materializacją zagrożeń z niego płynących, KNF nakładła już sankcje administracyjne, w tym odebrała zezwolenie na prowadzenie działalności oraz nałożyła karę pieniężną²⁷. Wystąpienie powiązań osobowych lub kapitałowych pomiędzy podmiotem świadczącym usługę oferowania obligacji a emitentem nie musi oznaczać, że ryzyko z tym związane się ziści. **Nabywający obligacje powinien jednak być świadom takiej okoliczności i wziąć ją pod uwagę podczas podejmowania decyzji inwestycyjnej.**

²⁷ Komunikat KNF dotyczący decyzji administracyjnej wydanej w postępowaniu administracyjnym prowadzonym wobec Vestor Dom Maklerski SA w przedmiocie nałożenia sankcji z dnia 24 września 2019 r. administracyjnych.

²⁸ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_ws_Vestor_Domu_Maklerskiego_SA_67185.pdf [dostęp 12.03.2022]

11.3.3. Ryzyko braku płynności obligacji

W przypadku obligacji dopuszczonych do obrotu na platformie GPW Całyst ilość zawieranych transakcji jest istotnie niższa niż np. w przypadku akcji na rynku głównym GPW. Zachodzi zatem ryzyko, że obrót obligacjami może w praktyce być utrudniony poprzez brak zleceń kupna/sprzedazy ze strony inwestorów na tej platformie. Płynność może zostać zachwiana na skutek zmian sytuacji finansowej emitenta obligacji. Pogorszeniu może również ulec płynność obligacji jako takich na skutek zmian makroekonomicznych lub obligacji emitentów o zbliżonej specjalności w wyniku problemów całej branży. Płynność obligacji, które nie są dopuszczone do obrotu na rynku zorganizowanym jest znacząco mniejsza od tych, które są notowane na takim rynku. Firmy inwestycyjne świadczące usługę przyjmowania i przekazywania zleceń są skuteczne w wyszukiwaniu strony transakcji, która może odkupić obligacje, jednak przyjęcie takiego zlecenia nigdy nie jest równoznaczne z gwarancją odnalezienia takiego nabywcy. Dodatkowo, płynność jest mocno skorelowana z sytuacją finansową emitenta oraz ceną, za którą obligatariusz jest gotowy obligacje odsprzedać. **Osoba nabywająca obligacje powinna wziąć pod uwagę, że wyjście z inwestycji i odzyskanie całości lub części zainwestowanych środków może być utrudnione przed dniem wykupu obligacji przez emitenta, nawet jeśli obligacje są przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym.**

11.3.4. Ryzyka związane z zabezpieczeniem obligacji

Sam fakt zabezpieczenia obligacji lub deklaracji ich zabezpieczenia w dokumentacji ofertowej nie gwarantuje ich bezpieczeństwa. Praktyka wskazuje, że inwestorzy nabywający obligacje rzadko samodzielnie weryfikują przedmiot zabezpieczenia. Obligacje oferowane jako zabezpieczone z natury odbierane są lepiej niż obligacje niezabezpieczone i zdecydowanie łatwiej je uplasować, zwłaszcza jeśli emitent nie ma ugruntowanej pozycji na rynku obligacji. Nic dziwnego, ponieważ zabezpieczenie z zasady służy zmniejszaniu ryzyka niewypłacalności emitenta. **Obligacje zabezpieczone nie są jednak każdorazowo obligacjami bezpiecznymi.**

Schemat 4. Rozbieżność obligacji zabezpieczonych i obligacji bezpiecznych



Źródło: opracowanie własne

11.3.5. Ryzyko braku ustanowienia przewidzianych zabezpieczeń

Ustawa o obligacjach wskazuje, że warunki emisji zawierają informacje o zabezpieczeniu, o ile zostało już ustanowione lub zobowiązanie emitenta do ustanowienia takiego zabezpieczenia lub dodatkowego zabezpieczenia w przyszłości. Informacja taka powinna zawierać również wskazanie wysokości, formy i warunków tego zabezpieczenia, sposobu zaspokojenia z przedmiotu zabezpieczenia, datę ustanowienia zabezpieczenia lub planowany termin jego ustanowienia oraz wycenę. Obligacje, które nie zostały zatem zabezpieczone przed wyemitowaniem nie zabezpieczą się samoczynnie. Potrzeba do tego woli emitenta i właściciela przedmiotu zabezpieczania, bowiem zdarza się, że obligacje bywają zabezpieczone, np. na nieruchomościach niebędących własnością emitenta. Identyfikowano również przypadki, w których emitenci ustanawiali zabezpieczenie na zupełnie innych nieruchomościach niż deklarowali w dokumentacji ofertowej. Problemy z niezabezpieczeniem lub nieprawidłowym zabezpieczeniem obligacji są przypadkami marginalnymi, jednak nie można zupełnie wykluczać ryzyka wystąpienia takiego zdarzenia.

11.3.6. Ryzyko dewaluacji przedmiotu zabezpieczania

Zabezpieczenia obligacji poprawiają poczucie pewności inwestycji, ale to czy w rzeczywistości mają wpływ na poziom bezpieczeństwa zależy od tego, co jest przedmiotem zabezpieczenia oraz w jakim horyzoncie czasowym możliwe będzie jego zbycie. Kluczowa jest bowiem rzeczywista wartość zabezpieczenia. W dokumentacji ofertowej prezentowany jest przedmiot zabezpieczania oraz jego wartość. Wartość ta wyrażona jest kwotowo oraz prezentowany jest stosunek wartości emisji do wartości zabezpieczenia. Mamy zatem do czynienia z wyceną aktualną na moment emisji. W chwili, w której obligatariusze będą zmuszeni dochodzić zaspokojenia roszczeń z przedmiotu zabezpieczenia, jego wartość może kształtować się zupełnie odmiennie. Przy najbardziej optymistycznym wariancie sprzedaży rynkowej uzyskana cena byłaby uzależniona od popytu. W przypadku, w którym obligatariusze postanowią zaspokoić swoje roszczenia poprzez egzekucję z przedmiotu zabezpieczenia oraz uzyskają tytuł egzekucyjny, może on zostać zlicytowany za cenę wywoławczą, która może wynosić $\frac{3}{4}$ lub $\frac{2}{3}$ lub $\frac{1}{2}$ oszacowanej wartości. Dodatkowo, wartość taka może ulec dewaluacji, zarówno w następstwie upływu czasu (np. zastaw na sprzęcie elektronicznym) lub w wyniku sytuacji emitenta (np. w przypadku zastawu na znaku towarowym). Dodatkowym problemem w dochodzeniu roszczeń z przedmiotu zabezpieczenia jest czas. Obligatariusze do momentu sprzedaży komorniczej muszą uzyskać sądowy tytuł egzekucyjny. Nieczęsto emitenci poddają się dobrowolnej egzekucji²⁸.

²⁸ W trybie art. 777 § 1 pkt 4-5 KPC.

11.3.7. Ryzyko ustanowienia zabezpieczenia na dalszych miejscach w księdze wieczystej lub rejestrze zastawów

Kolejnym aspektem, na który powinny zwrócić uwagę osoby nabywające zabezpieczone obligacje jest to, jaką wartość obligacji lub innych zobowiązań emitenci już zabezpieczyli na przedmiocie zabezpieczenia. Na jednej nieruchomości może zostać ustanowionych kilka hipotek. Nie jest odosobnioną praktyką, że emitenci obligacji zabezpieczają wiele emisji na jednej lub grupie tych samych nieruchomości, zwłaszcza, jeśli wartość nieruchomości wielokrotnie przewyższa wartość pojedynczej emisji.

O kolejności zaspokajania poszczególnych obligatariuszy decyduje kolejność wpisów w księgach wieczystych nieruchomości lub rejestrze zastawów. Pierwszeństwo w zaspokojeniu swoich roszczeń będą mieli ci obligatariusze, których wpis do hipoteki lub zastaw znajduje się wyżej w stosunku do innych wierzycieli również zabezpieczonych na danej nieruchomości. Bardzo ważne jest to, że w przypadku egzekucji wierzytelności nie będą zaspokajane proporcjonalnie. Kolejni wierzyciele będą odzyskiwać swoje pieniądze wtedy, gdy wyprzedzający ich inny wierzyciel zaspokoi swoje roszczenia w całości. Jeśli wartości wyprzedzających wierzytelności zrównają się lub przekroczą wartość uzyskaną ze sprzedaży przedmiotu zabezpieczenia, obligatariusze nie zostaną zaspokojeni z takiego zabezpieczenia.

11.3.8. Ryzyko związane z działaniami administratora zabezpieczeń

Rola, jaką pełni administrator zabezpieczeń w procesie emisji obligacji została opisana w rozdziale III. *Rola administratora zabezpieczeń*. Warto jednak wiedzieć, że obecność administratora zabezpieczeń nie gwarantuje automatycznie, że obligatariusz bez lub przy minimalnym wkładzie własnym oraz bez jakiegokolwiek uwagi może oczekiwać na środki ze spieniężenia przedmiotu zabezpieczenia w przypadku niewypłacalności emitenta. Problem ten, niestety, jest nieco bardziej złożony. Rolę administratora zabezpieczeń można zatem określić jako administracyjną. Administrator zabezpieczeń w założeniu ma skupić dochodzenie roszczeń obligatariuszy, co w efekcie ma doprowadzić do (w najlepszym wypadku) jednego postępowania egzekucyjnego na przedmiocie zabezpieczenia, a nie wielu. Takie rozwiązanie skutkuje tym, że wszyscy obligatariusze jednej emisji są równi i środki pozyskane z egzekucji będą mogły zostać podzielone proporcjonalnie, bowiem administrator zabezpieczeń będzie działać na rachunek wszystkich. Co jednak, jeśli emitent nie będzie opłacał administratora zabezpieczeń? Sytuacja taka jest niezwykle ryzykowna dla obligatariuszy i może istotnie utrudnić proces egzekwowania swoich należności z przedmiotu zabezpieczenia. Podmiot, który został zakontraktowany do działania na rachunek obligatariuszy nie będzie wynagradzany za swoją pracę i w przypadku niewypłacalności emitenta może być jednym z wierzycieli uczestniczących w postępowaniu upadłościowym emitenta. Oczywiście, tego rodzaju ryzyko może zostać zminimalizowane poprzez treść umowy zawartej pomiędzy

emitentem a administratorem zabezpieczeń. Istotne jest to, że w przypadku niewywiązywania się przez administratora zabezpieczeń ze swoich obowiązków, obligatariusze częstokroć podejmują próbę zmiany podmiotu pełniącego tę funkcję. Warto wskazać, że nie jest to jednak proste i w przypadku braku woli emitenta może okazać się istotnie utrudnione, o ile w ogóle możliwe bez postępowania sądowego. Ustawa o obligacjach bowiem jasno stanowi, że umowa z administratorem zastawu może być zawarta wyłącznie z emitentem. Nie jest zatem możliwe również wynagradzanie administratora zabezpieczeń, o ile nie wynika to z treści dokumentacji ofertowej. Co gorsza, osoba nabywająca obligacje może nie być w stanie ocenić tego rodzaju ryzyka. Częstokroć wiedza nabywcy obligacji jest ograniczona do znajomości podmiotu pełniącego rolę administratora zabezpieczeń. Wszakże jest to minimum, jakie musi zawrzeć emitent w dokumentacji ofertowej. Ustawa o obligacjach nakazuje umieszczenie w warunkach emisji informacji o fakcie zawarcia umowy z administratorem zastawu lub hipoteki ze wskazaniem tego podmiotu. Dobrą praktyką emitentów jest zamieszczanie w dokumentacji ofertowej całej treści umowy zawartej z administratorem zabezpieczeń. Niestety, nie jest to praktyka powszechna. **Świadomi nabywcy obligacji powinni zwracać szczególną uwagę na oferty transparentne w tym w zakresie zapisów umowy zawartej z administratorem zabezpieczeń.**

XII. DOSTĘPNE INWESTOROM NARZĘDZIA PRAWNE W ZWIĄZKU Z NIEZGODNYM Z PRAWEM DZIAŁANIEM PODMIOTÓW EMITUJĄCYCH I OFERUJĄCYCH OBLIGACJE ORAZ POŚREDNIKÓW, A TAKŻE OSÓB TRZECICH

Jak można było ustalić na bazie lektury tej publikacji, emitowanie i oferowanie obligacji wiąże się z koniecznością przestrzegania przez zaangażowane w to podmioty szeregu restrykcyjnych norm prawnych.

Przepisy – choć nie zawsze wprost – regulują też sankcjonowanie (konsekwencje) nieprzestrzegania modelowego postępowania oraz sam nadzór nad przestrzeganiem wyznaczonych norm. Bieżący rozdział z całą pewnością nie wyczerpie zagadnienia dostępnych rozwiązań prawnych w przypadku niewłaściwego postępowania przez instytucje finansowe lub osoby trzecie. Nakreśli on jednak najistotniejsze fakty, które trzeba mieć na uwadze i stanowić może pewnego rodzaju punkt wyjścia dla samodzielnego poszukiwania przez czytelnika dalszych informacji.

12.1. ZAGADNIENIA ORGANIZACYJNO-STRUKTURALNE

W pierwszej kolejności należy przybliżyć czytelnikowi zarys systemu ochrony prawnej, z którego może korzystać w przypadku gdy zetknie się z nieprawidłowościami na rynku kapitałowym.

Schemat 5. Zarys systemu ochrony prawnej



Pamiętaj, że w przypadku gdy stałeś się ofiarą nieprawidłowego postępowania podmiotów rynku finansowego, lub osób trzecich działających w szeroko rozumianej sferze rynku kapitałowego, nie jesteś sam! W zależności od tego, co Cię spotkało, możesz zwrócić się do:



organów administracji/podmiotów wykonujących zadania publiczne, powołanych do nadzorowania rynku finansowego lub udzielania wsparcia uczestnikom tego rynku, takich jak:

- Komisja Nadzoru Finansowego
- Rzecznik Finansowy



sądów powszechnych, w przypadku dochodzenia swoich roszczeń cywilnoprawnych



właściwych rzeczowo i miejscowo organów ścigania, w przypadku gdy jesteś ofiarą przestępstwa (na przykład oszustwa)

Źródło: opracowanie własne

Najbliższe tematyki rynku kapitałowego w codziennej pracy, spośród wyżej wymienionych instytucji, są Komisja Nadzoru Finansowego oraz Rzecznik Finansowy.

Celem nadzoru nad rynkiem finansowym sprawowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku również poprzez rzetelną informację dotyczącą funkcjonowania rynku, przez realizację celów określonych w odrębnych ustawach. Do zadań KNF należy między innymi:

- sprawowanie nadzoru nad rynkiem finansowym
- podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku finansowego
- podejmowanie działań mających na celu rozwój rynku finansowego i jego konkurencyjności

- podejmowanie działań mających na celu wspieranie rozwoju innowacyjności rynku finansowego
- podejmowanie działań edukacyjnych i informacyjnych w zakresie funkcjonowania rynku finansowego

Do zadań Rzecznika Finansowego z kolei należy podejmowanie działań w zakresie ochrony klientów podmiotów rynku finansowego, których interesy reprezentuje, w tym między innymi:

- rozpatrywanie wniosków w indywidualnych sprawach, wniesionych na skutek nieuwzględnienia roszczeń klienta przez podmiot rynku finansowego w trybie rozpatrywania reklamacji
- rozpatrywanie wniosków dotyczących niewykonania czynności wynikających z reklamacji rozpatrzonej zgodnie z wolą klienta w terminie

Pamiętać należy, że podmioty wykonujące zadania publiczne/organy administracji takie jak Rzecznik Finansowy lub Komisja Nadzoru Finansowego zajmują się – każdy we własnym, ustawowo wskazanym zakresie – nadzorem nad działalnością podmiotów rynku finansowego. Mają możliwość występowania do podmiotów z żądaniem określonych informacji, jednakże:

- Rzecznik Finansowy jest właściwy w sprawach indywidualnych (na przykład, gdy instytucja finansowa nie odpowie na Twoją reklamację), w tym może wytaczać powództwa na rzecz klientów instytucji finansowych w sprawach dotyczących nieuczciwych praktyk rynkowych dotyczących ich działalności
- Komisja Nadzoru Finansowego jest właściwa w systemowym nadzorze nad rynkiem finansowym, w ramach którego może m.in. przeprowadzać kontrole podmiotów nadzorowanych. Klienci instytucji finansowych nie mogą jednak zlecać/żądać ich przeprowadzenia. Decyzja o podjęciu działań nadzorczych względem uczestnika rynku finansowego należy wyłącznie do organu nadzoru

Jeżeli zidentyfikujesz nieprawidłowości na rynku kapitałowym, przekaz stosowną informację do Rzecznika Finansowego i Urzędu KNF. Zgłoszenia docierające z rynku są wnikliwie analizowane. Wpływają też na bieżącą oraz planowaną działalność instytucji, a to – długofalowo – może okazać się skuteczniejsze i bardziej pożądane dla rynku, niż indywidualna sprawa cywilna, czy karna.

Pamiętaj też, że Komisja Nadzoru Finansowego prowadzi listę ostrzeżeń publicznych KNF. Jest to instrument umożliwiający łatwe sprawdzenie (lista jest publicznie dostępna), czy podmiot w toku swojej działalności potencjalnie naruszył określone przepisy prawa (np. dotyczące prowadzenia działalności bez wymaganego prawem zezwolenia), skutkujące złożeniem zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa do organów ścigania.

Komisja Nadzoru Finansowego udostępnia publicznie także informacje o tym, jakie podmioty są uprawnione do prowadzenia reglamentowanej działalności (w tym maklerskiej). Przed zawarciem umowy, warto poświęcić nieco czasu na sprawdzenie tych rejestrów.

12.2. ZGŁASZANIE PRZESTĘPSTW POPEŁNIONYCH NA SZKODĘ INWESTORA

Na pograniczu rynku kapitałowego jest bardzo dużo form działań przestępców. Różna jest też ich skala i metody, którymi posługują się sprawcy. Od wspomnianych już w tej publikacji działań niektórych "spółek marketingowych", poprzez kradzież danych autoryzacyjnych do logowania w systemach informatycznych, jako przykłady na istnienie zorganizowanych grup przestępczych, aż po działalność legalnych instytucji finansowych, ale bez wymaganego zezwolenia, jako przykład działalności niekiedy niezamierzonej, ale wypełniającej znamiona przestępstwa.

Najczęściej inwestor dowiaduje się o tym, że padł ofiarą przestępstwa wówczas, gdy poniesie stratę na inwestycji.

Co należy zrobić?

PRZYKŁAD 7

Z Panem Adamem telefonicznie skontaktowała się osoba mówiąca biegle w języku polskim, namawiając na inwestycje w obligacje. Pan Adam wyraził zainteresowanie tematem i po kilku dniach otrzymał za pośrednictwem przedsiębiorstwa kurierskiego umowę do podpisania. W umowie znajdowała się informacja, że drugą stroną umowy jest spółka zarejestrowana w Panamie. Pan Adam, ciesząc się z międzynarodowego charakteru działalności jego nowego „pośrednika”, podpisał umowę i przelał środki przeznaczone na inwestycje na wskazany przez „pośrednika” rachunek bankowy. Po pewnym czasie stwierdził, że potrzebuje środków pieniężnych na leczenie i postanowił sprzedać obligacje. Gdy jego „opiekun klienta” dowiedział się telefonicznie o zamiarze wypłaty środków, zaczął unikać z nim kontaktu. Wezwania do zwrotu środków okazały się nieskuteczne. Po przeprowadzonym prywatnie dochodzeniu, okazało się, że Pan Adam zawarł umowę z nieistniejącą spółką. Nie wie też, gdzie znajdują się obecnie jego środki, ani kim tak naprawdę był jego „opiekun klienta”.

W przypadku gdy masz wiedzę o popełnieniu przestępstwa ściganego z urzędu, masz społeczny obowiązek poinformowania o tym organów ścigania (prokuratura, policja). W takich sytuacjach najlepszym rozwiązaniem jest bezpośrednie złożenie do organów ścigania **zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa**. Organy ścigania dysponują wyspecjalizowaną kadrą

oraz narzędziami technicznymi i środkami prawnymi do wykrywania i ścigania sprawców przestępstw.

W chwili, gdy tożsamość przestępcy zostanie ujawniona, a przebieg czynu wnikliwie ustalony, droga do dochodzenia roszczeń majątkowych okaże się znacznie ułatwiona.

PAMIĘTAJ!

W przypadku gdy nie potrafisz zidentyfikować drugiej strony Twojej umowy lub uzyskać o niej wystarczającej wiedzy dającej Ci pewność co do jej tożsamości, a także, gdy nie możesz potwierdzić tożsamości osób namawiających Cię na „inwestycje”, rozważ, czy przekazywanie środków pieniężnych nie wiąże się z ryzykiem oszustwa.

Pamiętaj też, że ani Urząd Komisji Nadzoru Finansowego ani Rzecznik Finansowy nie są organami powołanymi do ścigania przestępstw. Kierowanie zawiadomień do tych instytucji nie będzie skutkowało wszczęciem postępowania karnego. W przypadku istnienia uzasadnionego podejrzenia popełnienia przestępstwa organem właściwym do kierowania korespondencji jest prokuratura lub Policja.

12.3. DOCHODZENIE ROSZCZEŃ MAJĄTKOWYCH

Inwestowanie na rynku kapitałowym, w tym w obligacje, wiązać się może z zyskami. Jednak pamiętać trzeba, że jest to obciążanie kapitału ryzykiem. Niekiedy takie ryzyko może się zmaterializować (tzn. mogą wystąpić zdarzenia niekorzystne) i inwestor ponieść stratę. Częstokroć taka strata jest wpisana w naturę samego rynku na przykład, gdy indeks będący elementem kalkulacji oprocentowania zmiennego ulegnie zmniejszeniu. Są to w pewnym sensie „reguły gry” rynku kapitałowego i tym samym (najczęściej) nikomu nie można przypisać odpowiedzialności prawnej z tytułu spowodowania wskazanej straty.

Niekiedy jednak zdarzają się sytuacje, gdy uszczerbek majątkowy zgodnie z prawem nie powinien nastąpić, a jednak miał miejsce. Mówimy wtedy o szkodzie poniesionej przez inwestora.

Możemy wyróżnić trzy rodzaje sytuacji warunkujących powstanie szkody związanej z obligacją:

- ➔ szkoda wynikająca z nieprawidłowej działalności emitenta obligacji
- ➔ szkoda wynikająca z nieprawidłowej działalności podmiotów pośredniczących w nabywaniu obligacji
- ➔ szkoda wynikająca z nieprawidłowej działalności osób trzecich

Choć każda z tych sytuacji ma inną genezę (działanie innego podmiotu stanowi przyczynę powstania szkody), to istnieje pewien wspólny mianownik – zgodnie z polskim prawem, gdy ktokolwiek ponosi szkodę, winny jej sprawca zobowiązany jest – co do zasady – do jej naprawienia. W zależności jednak od tego, kto spowodował szkodę, swoje roszczenia należy kierować do innych podmiotów. Najczęściej też nie można „wina” za działanie jednego podmiotu (np. emitenta), obciążać innego (np. domu maklerskiego), który wykonał ciążące na nim obowiązki prawidłowo.

PRZYKŁAD 8

Pan Jan złożył za pośrednictwem domu maklerskiego zapis na obligacje emitowane przez spółkę Z. Spółka Z, ku zaskoczeniu rynkowych ekspertów, przestała regulować swoje zobowiązania. Pan Jan kieruje swoje roszczenia do domu maklerskiego, twierdząc, że nie miał on prawa doprowadzić Pana Jana do takiej straty.

W przypadku gdy proces oferowania obligacji i przyjmowania zapisu przez dom maklerski odbył się zgodnie z prawem (na przykład nie dochodziło do tzw. misselingu, czyli praktyk nieuczciwej sprzedaży), swoje ewentualne roszczenie Pan Jan powinien kierować wyłącznie do emitenta.

Szkoda wynikająca z nieprawidłowej działalności emitenta obligacji dotyczy sytuacji, w których źródłem jej powstania jest działanie lub zaniechanie emitenta obligacji. Najczęstsze sytuacje, gdy szkoda wynika z nieprawidłowej działalności emitenta, to takie, gdy nie reguluje on swoich wymagalnych zobowiązań wynikających z obligacji. Jak już Czytelnik z pewnością pamięta, obligacja to papier wartościowy, który stanowi potwierdzenie długu, jaki emitent zaciągnął u obligatariusza z obowiązkiem jego spłaty. W przypadku gdy zmaterializuje się ryzyko kredytowe (tzn. wystąpi sytuacja, gdy emitent nie spłaci swoich zobowiązań – czy to głównych, czy to pobocznych, np. odsetkowych), jego wierzyciel czyli obligatariusz może żądać natychmiastowego wykupu obligacji.

Prawo określa sytuacje, kiedy obligacje podlegają wykupowi, nawet jeżeli ich termin zapadalności jeszcze nie dobiegł końca:

- jeżeli emitent jest w zwłoce z wykonaniem w terminie, w całości lub części, zobowiązań wynikających z obligacji (w części w jakiej przewidują świadczenie pieniężne), obligatariusz może żądać wykupu obligacji również w przypadku niezawinionego przez emitenta opóźnienia nie krótszego niż 3 dni, chyba że warunki emisji wskażą krótszy okres
- w przypadku połączenia emitenta z innym podmiotem, jego podziału lub przekształcenia formy prawnej, (w części, w jakiej przewidują świadczenie pieniężne), jeżeli nowopowstały podmiot (przejmujący to zobowiązanie) nie posiada uprawnień do ich emitowania

- w przypadku likwidacji emitenta obligacje podlegają natychmiastowemu wykupowi z dniem otwarcia likwidacji, chociażby termin ich wykupu jeszcze nie nastąpił

Natychmiastowy wykup obligacji oznacza sytuację, w której emitent zobowiązany jest realizować określone świadczenia jeszcze przed pierwotnym terminem tego działania. Od tego czasu powstaje roszczenie obligatariusza (najczęściej) o spłatę, zaś niezrealizowanie tego obowiązku przez emitenta powoduje powstanie szkody. Jeżeli zaś termin wykupu obligacji już upłynął, a emitent nadal nie wykonuje swoich zobowiązań, można mówić wprost o wywołanej przez niego szkodzie.

Pamiętać należy, że emitent może wyrządzić szkodę obligatariuszowi także innymi swoimi działaniami, lub zaniechaniami (tak naprawdę wszystko co zrobi, może w określonych sytuacjach skutkować szkodą obligatariusza). Takich potencjalnych możliwości jest wiele i z pewnością nie da się ich opisać w jednej publikacji. Z tego też powodu, jest bardzo wiele sytuacji (czasem nawet nieuświadomianych przez nieprofesjonalnych uczestników rynku kapitałowego), gdzie emitent może wyrządzić szkodę obligatariuszowi, zaleca się przechowywanie całości dokumentacji dotyczącej emisji, w których bierze się udział.

Szkoda wynikająca z nieprawidłowej działalności podmiotów pośredniczących w nabywaniu obligacji dotyczy z kolei sytuacji, w których źródłem jej powstania jest działanie lub zaniechanie pośrednika (najczęściej domu maklerskiego lub banku). W przypadku tego rodzaju podmiotów brak jest jednej, najbardziej charakterystycznej sytuacji, w której powstaje szkoda. Ilość regulacji, które normują działalność tych podmiotów jest na tyle obszerna, że często obserwuje się mniejsze lub większe odstępstwa od modelowego zachowania w toku ich działalności. Należy jednak mieć na uwadze, że nie każde naruszenie przepisów prawa przez pośrednika powoduje u inwestora szkodę.

Z uwagi na istotne umiejscowienie podmiotów pośredniczących w inwestowaniu na rynku kapitałowym w całym systemie, jako podmiotów zaufania publicznego, a także licznymi gwarancjami ustawowymi sytuacje, w których te podmioty będą sprawcą szkody należy traktować jako wyjątkowo rzadkie. Tym niemniej, jak pokazują przykłady ostatnich lat, zdarzają się.

Co należy robić?

1. należy samodzielnie wybrać podmiot pośredniczący w zawieraniu transakcji na rynku kapitałowym
2. w momencie zawarcia umowy z takim podmiotem, dobrze jest gromadzić wszystkie otrzymywane dokumenty
3. warto też archiwizować wszystkie otrzymane wiadomości e-mail oraz wiadomości tekstowe (np. SMS)
4. jeżeli to możliwe, każde spotkanie fizyczne należy kończyć otrzymaniem zapisu (notatka) lub nagrania przebiegu takiego spotkania i zadbać o to, aby tak utrwalone informacje odzwierciedlały rzeczywisty przebieg spotkania

Tak nakreślone zachowanie co prawda nie wykluczy stuprocentowo sytuacji, gdy z winy pośrednika poniesiona zostanie szkoda, lecz dochodzenie roszczeń w takiej sytuacji będzie zdecydowanie łatwiejsze.

Szkoda wynikająca z nieprawidłowej działalności osób trzecich – jest to najbardziej pojemna i niepoddająca się jakiegokolwiek klasyfikacji grupa sytuacji, w których uczestnik rynku kapitałowego – obligatariusz, ponosi szkodę. Należy jednak pamiętać, że nie każda szkoda jaką można ponieść na rynku kapitałowym będzie skutkiem zawinionego działania lub zaniechania emitenta lub podmiotu pośredniczącego w zawieraniu transakcji (firmy inwestycyjnej). Do wyobrażenia są sytuacje, w których podmiotem odpowiedzialnym będzie przykładowo dostawca informacji rynkowych, czy też doradcy inwestora. Nie można naturalnie zapomnieć też o działalności przestępczej. Sam fakt, że wskutek działalności oszustów na rynku kapitałowym popełnione zostało przestępstwo (np. oszustwa, czy kradzieży), nie oznacza, że nie można od takich osób dochodzić następnie swoich roszczeń cywilnoprawnych (odszkodowania)!

Roszczenia majątkowe mogą być dochodzone na różne sposoby. Wyróżnić można (w bardzo dużym uproszczeniu) podział na:

- dobrowolne (polubowne, ugodowe) zadośćuczynienie roszczeniu wierzyciela
- przymusowe (adjudykacyjne) zadośćuczynienie roszczeniu wierzyciela

W ramach rozwiązań dobrowolnych wyróżnić można w szczególności:

- reklamację skierowaną do instytucji finansowej. Reklamacją jest wystąpienie skierowane do podmiotu rynku finansowego przez jego klienta, w którym klient zgłasza zastrzeżenia dotyczące usług świadczonych przez podmiot rynku finansowego. Instytucje finansowe są zobowiązane do rozpatrywania takich reklamacji najpóźniej w ciągu 60 dni od daty otrzymania. Oznacza to, że najpóźniej w takim terminie otrzymasz na nią odpo-

wieść. Jest to najsprawniejszy i – przypuszczalnie – też najszybszy sposób rozwiązywania sporów na rynku finansowym. Rozwiązanie to może nie znajdować zastosowania do emitentów

PAMIĘTAJ!

Reklamacją jest każde wystąpienie, w którym zgłaszasz zastrzeżenia dotyczące usług świadczonych przez instytucję finansową. Niekiedy spotyka się praktyki pracowników instytucji finansowych, którzy przekonują klienta, aby ten (pomimo faktu, że już wystąpił do instytucji z określonym zastrzeżeniem) „nie wnosił reklamacji”. Zgodnie z prawem, reklamacja, o ile została zgłoszona skutecznie – jest już wniesiona.

Dbaj o swoje interesy i każde wystąpienie mające znamiona reklamacji, traktuj jako reklamację. Pamiętaj, że w przypadku gdy upłynie termin na rozpatrzenie reklamacji, a Ty nie otrzymasz odpowiedzi, traktuje się taką reklamację jako rozpatrzoną zgodnie z Twoją wolą!

Jeżeli instytucja finansowa narusza Twoje prawa w toku postępowania reklamacyjnego, zgłoś się do Rzecznika Finansowego.

- ➔ mediację/arbitraż. Sąd polubowny przy KNF udostępnia rozwiązania oparte na dobrowolnym udziale obu stron sporu. W ramach tych rozwiązań, strony mogą w sposób pozasądowy rozstrzygnąć istniejący pomiędzy nimi spór. W obu postępowaniach uczestniczy strona trzecia – Mediator lub Arbitr. Istnieją jednak pewne różnice między tymi rozwiązaniami
- ⇒ mediacja polega na udziale niezależnej strony trzeciej – mediatora, który nie jest osobiście związany z którąkolwiek ze stron. Ma on obiektywny ogląd na sytuację i stara się zbliżyć stanowiska stron sporu na tyle, aby możliwe było zawarcie pomiędzy nimi ugody. Ugoda zawarta przed mediatorem, po jej zatwierdzeniu przez sąd, ma moc prawną ugody zawartej przed sądem. Ugoda zawarta przed mediatorem, którą zatwierdzono przez nadanie jej klauzuli wykonalności, jest tytułem wykonawczym – a zatem umożliwia szybkie dochodzenie roszczeń w przypadku gdy druga strona, pomimo zawartej ugody, uchylała się od jej realizacji
- ⇒ arbitraż polega na oddaniu sprawy do rozstrzygnięcia przez sąd arbitrażowy, w którym arbitr rozstrzyga w sposób wiążący strony spór. Dopuszczalne jest, o ile strony postanowiły tak w umowie, dodanie dodatkowego elementu jakim jest postępowanie apelacyjne („druga instancja”). Wyrok wydany w postępowaniu apelacyjnym jest ostateczny. Postępowanie arbitrażowe jest zazwyczaj szybsze i tańsze niż przed są-

dem powszechnym. Wyrok sądu polubownego ma, po zatwierdzeniu przez właściwy miejscowo i rzeczowo sąd powszechny, moc prawną na równi z wyrokiem sądu powszechnego

- inne przewidziane prawem postępowania, w tym pozasądowe, w sprawie rozwiązywania sporów między klientem a podmiotem rynku finansowego prowadzone przez osobę upoważnioną przez Rzecznika Finansowego. Rozwiązanie to może nie znajdować zastosowania do emitentów

W przypadku gdy jesteś obligatariuszem i Twoja szkoda wynika z działania emitenta, warto jest rozważyć stosowanie mediacji lub arbitrażu. Jeżeli Twoja szkoda wynika z działania instytucji finansowej, warto rozważyć najpierw ścieżkę reklamacyjną, a następnie pozostałe z wymienionych wyżej rozwiązań.

Z kolei w ramach przymusowego rozwiązania sporu, dotyczącego roszczenia wierzyciela, należy wskazać drogę sądową. Droga sądowa nie wymaga zgody drugiej strony (pozwanego). Odbywa się w sformalizowanym procesie, określonym w głównej mierze procedurą cywilną. Toczy się przed właściwym rzeczowo i miejscowo sądem.

W przypadku gdy ponieśsz szkodę i winę za nią ponosi konkretna osoba (taka jak emitent, firma inwestycyjna, czy inna zidentyfikowana osoba trzecia), możesz wytoczyć jej powództwo. Wówczas Twoją sprawą zajmie się sąd, a jego ostateczny wyrok (o ile będzie on na „Twoją korzyść” i uwzględni Twoje roszczenie), opatrzony stosownymi klauzulami, będzie umożliwił Ci skorzystanie z możliwości aparatu przymusu, takiego jak na przykład komornik, do realizacji roszczenia. Pamiętaj jednak, że droga sądowa może wiązać się z kosztami oraz znaczącym skomplikowaniem procedury.

Zaznaczyć też wypada, że droga sądowa jest dopuszczalna/właściwa nie tylko w sytuacji poniesienia przez obligatariusza szkody majątkowej. Ustawa o obligacjach przewiduje m.in. możliwość wytoczenia przeciwko emitentowi powództwa o uchylenie uchwały zgromadzenia obligatariuszy, która rażąco narusza interesy obligatariuszy lub jest sprzeczna z dobrymi obyczajami, jak również możliwość wytoczenia powództwa o unieważnienie uchwały zgromadzenia sprzecznej z ustawą.

Zgromadzenie obligatariuszy to reprezentacja ogółu obligatariuszy danej emisji ustanowiona przez emitenta w sposób i na warunkach przewidzianych w warunkach emisji. Jeśli to możliwe bierz aktywny udział w zgromadzeniach obligatariuszy, bo decyzje podejmowane w czasie zgromadzenia co do zasady istotnie wpływają na sytuację majątkową wszystkich obligatariuszy.

12.4. INFORMACJA O CELOWOŚCI KORZYSTANIA Z USŁUG PROFESJONALNYCH PEŁNOMOCNIKÓW

Jak można z całą pewnością dostrzec w toku lektury tej publikacji, poziom skomplikowania rynku kapitałowego, w tym tematyki inwestowania w obligacje, jest bardzo duży. Nierzadko samodzielna obrona własnych interesów przed kontrahentem lub na drodze sądowej może okazać się dla wielu osób za trudna i skutkować wieloma błędami procesowymi – nie do „odrobienia” na dalszej drodze i ostatecznie prowadzącymi do przegrania sprawy.

Dlatego też warto mieć świadomość możliwości skorzystania z usług profesjonalnych pełnomocników – adwokatów i radców prawnych. Są to osoby zawodowo zajmujące się pomocą prawną (zarówno w zakresie porad prawnych jak i prowadzenia sporów), w tym w zakresie regulacji rynku kapitałowego i dochodzenia roszczeń.

Z usług pełnomocników korzystać można na każdym etapie działalności na rynku kapitałowym:

- ➔ planując zawarcie umowy o świadczenie usług maklerskich z pośrednikiem
- ➔ planując nabycie obligacji w obrocie pierwotnym
- ➔ dochodząc roszczeń majątkowych od podmiotów niewykonujących swoich zobowiązań lub wyrządzających szkodę
- ➔ składając zawiadomienia o popełnieniu przestępstwa

Korzystanie z usług pełnomocników z całą pewnością zwiększy szanse na skuteczniejszą ochronę interesów prawnych inwestora. Obie korporacje zawodowe posiadają własne organizacje (izby, rady), w których można zasięgnąć informacji o tym, kto może pomóc w określonej sprawie.

KNF

CEDUR
Centrum Edukacji dla
Uczestników Rynku

ISBN 978-83-66322-12-7 (wersja papierowa)
ISBN 978-83-66322-13-4 (wersja elektroniczna)
Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
ul. Piękna 20
00-549 Warszawa
tel. (+48) 22 262 50 00, fax (+48) 22 262 51 11
knf@knf.gov.pl
www.knf.gov.pl

