



FINANSE i PRAWO FINANSOWE

JOURNAL of FINANCE and FINANCIAL LAW

ISSN 2353-5601

vol. III, no. 3

WRZESIEŃ/SEPTEMBER 2016
KWARTALNIK

 **WYDZIAŁ
EKONOMICZNO-SOCJOLOGICZNY**



**Uniwersytet
ŁÓDZKI**

Redaktor Naczelny

Iwona Dorota Czechowska

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Rada Naukowa

Femi Ayoola

Uniwersytet Ibadan

Teresa Famulska

Uniwersytet Ekonomiczny Katowice

Stanisław Flejterski

Uniwersytet Szczeciński

Jerzy Gajdka

Uniwersytet Łódzki

Grzegorz Gołębiowski

Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie

Stanisław Kasiewicz

Szkoła Główna Handlowa

Elena Manas

Uniwersytet Alcalá de Henares

Witold Orłowski

Uniwersytet Łódzki

Ramona Rupeika-Apoga

Uniwersytet Lotwy

Wolfgang Scherf

Universität im Justusa Liebiga w Giessen

Fátima Teresa Sol Murta

Uniwersytet Coimbra

Redaktor Tematyczny: Finanse

Monika Marcinkowska

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Redaktor Tematyczny: Prawo Finansowe

Henryk Dzwonkowski

Uniwersytet Łódzki, Wydział Prawa i Administracji, Katedra Prawa Finansowego

Redaktor Języka Polskiego:

Barbara Bogolebska

Uniwersytet Łódzki, Wydział Filologiczny, Katedra Dziennikarstwa i Komunikacji Społecznej

Redaktor Języka Angielskiego:

Mark Hrabí

Government Policy Advisor, Department for Transport, Great Britain

Przemysław Krakowian

Uniwersytet Łódzki, Wydział Filologiczny, Instytut Anglistyki

Redaktor Statystyczny:

Wojciech Zatoń

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Redaktor ds. Organizacyjno-Prawnych:

Aneta Tylman

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Stala współpraca:

Zagadnienia makroekonomiczne:

Andrzej Bogus, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Dagmara Hajdys, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Iwa Kuchciak, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Magdalena Ślebocka, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Aneta Tylman, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Tomasz Uryszek, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Radosław Witzak, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Wojciech Zatoń, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Artur Zimny, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania Gospodarczego 4Future –

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny

Sekretarz Redakcji

Magdalena Jasiniak

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Szymon Bryndziak

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Sekretariat Redakcji

Magdalena Starosta

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Redaktor Techniczny:

Monika Wolska-Bryl

Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny

SPIS TREŚCI

Od Redakcji	5
Piotr Giruć – Basics on Commodities Risk Management for Grains Trading	7
Lena Grzesiak – Dylematy terminologiczne wokół pojęcia nadużycia w przedsiębiorstwach	21
Katarzyna Kuta, Krzysztof Rudnicki – Wpływ implementacji podatku bankowego na banki notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych..	35
Piotr Mijał – Odpowiedzialność prospektowa firmy inwestycyjnej z tytułu obowiązkowego pośrednictwa na rynku kapitałowym wobec nabywców papierów wartościowych w Polsce i Niemczech w świetle ustaw szczegółowych oraz ogólnej odpowiedzialności cywilnoprawnej	49
Tomasz Miziołek – Ochrona interesów uczestników funduszy inwestycyjnych w kontekście zjawiska ukrytego indeksowania	63
Marika Świeszczak, Krzysztof Świeszczak – Etyczny doradca, czyli jaki?	81
Dodatek kwartalny	91
Artur Zimny – Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych	91
Dagmara Hajdys – Nowa ustawa o umowach koncesji na roboty budowlane lub usługi	93
Radosław Witczak – Zmiany w świecie podatków w połowie roku 2016	95
Iwa Kuchciak – Dostęp do podstawowego rachunku płatniczego w ograniczaniu wykluczenia społecznego	97
Artur Zimny – Koniunktura giełdowa	100
Magdalena Ślebocka, Aneta Tylman – O potrzebie wypracowania metod angażowania społeczności w programy rewitalizacji – DiverCity II – kroki partycypacji (cz. I)	102

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.3.3.01>

Od Redakcji

Redakcja czasopisma „Finanse i Prawo Finansowe”, poszukując formuły pisma inspirującego środowisko, inicjującego dyskusję, wyróżnia talenty i upowszechnia osiągnięcia zarówno doświadczonych, jak i początkujących autorów. W nowym, kolejnym (jedenastym już) numerze czasopisma FIPF autorzy sześciu artykułów przedstawiają przegląd ważnych, budzących dyskusję zagadnień, dotyczących procesów finansowych, zachodzących w sektorze bankowym i sektorze przedsiębiorstw oraz na rynku papierów wartościowych, a także na rynku towarowym. Tematy poszczególnych tekstów zamieszczonych na łamach niniejszego czasopisma są związane z opodatkowaniem banków notowanych na GPW, etycznością działania doradców bankowych, ochroną interesów uczestników funduszy inwestycyjnych, odpowiedzialnością cywilnoprawną firm inwestycyjnych wobec wadliwości prospektu emisyjnego, a także zarządzaniem ryzykiem w handlu zbożem. Oprócz wyżej wymienionych artykułów w czasopiśmie zawarte są także teksty znajdujące się w stałej rubryce, *dodatek kwartalny*, opisujące w sposób syntetyczny aktualne informacje, charakteryzujące system finansowy i gospodarkę.

Nie sposób nie wspomnieć PT Czytelnikom o upływającym czasie, wyznaczającym jubileusz macierzystej jednostki, z którą związana jest Redakcja. We wrześniu 2016 r. Instytut Finansów działający na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego obchodził 10-lecie. W czasie tych dziesięciu lat w Instytucie Finansów trzy osoby uzyskały tytuł profesora, siedem osób stopień doktora habilitowanego, szesnaście osób stopień doktora, wypromowano blisko 3 700 tytułów magistra. Gratulujemy, cieszymy się tymi sukcesami i trzymamy kciuki za kolejne. Uroczyste zakończenie jubileuszu przybrało merytoryczną formę konferencji katedr finansowych zatytułowanej *Granice finansów XXI wieku*. Podczas konferencji przedstawiciele środowiska akademickiego w Polsce, zajmujący się naukami o finansach, a także dyscyplinami pokrewnymi, wymienili poglądy, wyznaczyli strategiczne kierunki rozwoju finansów, upowszechnili wyniki prowadzonych badań. W czasie obrad ustalano nie tylko granice finansów XXI w., ale także możliwości ich przekraczania.

Zespół Redakcji FIPF dziękuje wszystkim, dotychczasowym uczestnikom procesu budowania czasopisma, mając świadomość, że jego ostateczny kształt zależy właśnie od współpracowników i czytelników. Pozostajemy otwarci na kolejne, nowe propozycje i oczekujemy interesujących materiałów, budzących żywe dyskusje, skrupulatnie i przejrzysto przedstawionych, odwołujących się do bogatego materiału źródłowego.

W imieniu Redakcji

Iwona Dorota Czechowska

• FINANSE I PRAWO FINANSOWE •
• Journal of Finance and Financial Law •

Wrzesień/September 2016 • vol. III, no. 3

ISSN 2353-5601

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.3.3.02>

BASICS ON COMMODITIES RISK MANAGEMENT FOR GRAINS TRADING

Piotr Giruć*

Summary:

The purpose of the article is to determine the kinds of risk groups existed on cereal market and presenting possibilities of limiting the undesirable phenomena. An issue appears: what way the subjects of cereal market, producers in particular, should alone neutralize the appearing risk, and when should expect support from the state institutions. More often financial instruments find the solution for agricultural hedgers. Derivatives, such as: forward, future and option contracts are transferring the price risk from producers to intermediaries of the market and are improving the flow of contracts on the cereal market.

Key words: agricultural commodity market, commodity risk management, agricultural derivatives.

JEL Class: G1, G13, G15.

Przyjęto/Accepted: 25.08.2016

Opublikowano/Published: 30.09.2016

INTRODUCTION

Economists dealing with agriculture for few decades now, are concerned with obtaining more understanding of individuals behavior when confronted with risk, moreover with developing of such tools that would address decision-making concerning under risk situation. This should not be surprising accounting weathers variability, outputs and inputs market uncertainty and

* Dr, Assistant Professor, Management and Economics Faculty, Technical University of Gdańsk.

various other risks that agricultural producers are confronted with [Barnett and Coble 1998: 6–7, retrieved: 19.02.2016].

With the economy condition having its ups and downs, natural phenomenon occurring unexpectedly or anthropologic causes swaying the certainty of future, commodity producers, governments, exporters, importers and buyers become banished to fluctuations of commodity prices. Depending on the type of commodity: grains, metals, gas, electricity etc., there are various distinctive reasons for change of the market value, which may change global insight for product. Many of investors hesitate to invest commodities especially agricultural products due to general misconception that they are a risky venture. However, despite the credibility of risk factor, in reality misconception does not lie in sector but in investor himself.

1. DEFINING POTENTIAL RISKS

Agricultural enterprises are vulnerable to several kinds of risks. Each of them can significantly increase the exposure to failure. The failure can simultaneously strike not only producers but also buyers, exporters and governments. Separate receiver of goods may face distinctive kinds of risks. Below are enlisted types of dangers that members of the commodity markets are exposed to [Jajuga 2016: 19–20]:

- biological risk,
- chemical risk,
- economic risk,
- price risk,
- market risk,
- financial risk,
- institutional risk,
- liability risk,
- personal risk.

Biological and chemical group of risk factors can be associated with some negative results that stem from predicted biological and climatic variables. Because agriculture is very often characterized by high variability of production results or production risk. Generally agricultural producers are not able to predict with high certainty the level of output that they production process will yield. This happens due to external factors such as pests, weather and disease's. Farm owners that produce agricultural goods can as well be hindered by adverse events during harvesting or collecting period – that result in some commodity losses [*Managing Agricultural...*, 2005: 53].

All mentioned above conditions may happen due to interconnected biological and chemical risks, such as:

- wrong choice of technology,
- inappropriate selection of crop species and their variations,
- wrong harvest cultivation,
- wrong fertilizers,
- inappropriate use of plant preservation means.

Although human errors, such as crop selection cannot be entirely eliminated, risk connected with climatic – also known as weather conditions can be eliminated to a certain point. In operation there are weather contracts. They can be simply defined as a „weather contingent contract whose payoff will be in an amount of cash determined by future weather events. The settlement value of these weather events is determined from a weather index, expressed as values of a weather variable measured at a stated location” [Dischel 2002: 73–74].

After generally discussing biological and chemical risks that agricultural producer can often be faced with group of economic factors need to be considered. As mentioned above economical risk accounts price, market, financial, institutional, liability and personal risk.

Knowing that prices of agricultural commodities are extremely volatile it is important to describe its reasons. Variability of output price can originate both from endogenous and exogenous market shocks. Agricultural markets that are segmented for sure will be influenced by supply and demand conditions that occur locally whereas globally integrated markets will be more affected with international dynamics of production.

On local markets, this price risk may be mitigated through natural factor. Which is an effect in which a decrease/increase of annual production may tend to increase/decrease the output price, though not necessarily affect the farmers revenues.

Though on integrated markets price reduction is not generally correlated with local supply conditions and because of that some price shocks can pose substantial effect on the producers. Next economic factor is the financial risk, though ways in which business finance their activities is crucial for many economic enterprises. It seems obvious that many agricultural production cycles tend to stretch over time – sometimes they are long periods. Farmers need to anticipate their expenses because they may be recuperated only once their product is marketed. Straightforward, this leads to potential cash flow problems that are exacerbated by lack of access to credit and high costs of borrowings.

Another important source of uncertainty that affects agricultural producers is the institutional risk. It is most often generated by unexpected changes in regulations affecting producers' activities. Profitability of farming activities can be significantly altered because of regulations changes. This happens most

often in the case of import/export regimes and dedicated support schemes. But equally important in the case of phyto-sanitary and sanitary regulations restricting producers activity and imposing costs on households.

Essential value for most entrepreneurs, like agricultural producers are responsibilities for all consequences of their actions. Growing concern connected with impact of agriculture on the environment that includes the introduction of genetically modified organisms (GMO's) – can cause an increase of producers liability risk.

Personal risk must be considered as well as the risk of agricultural households. It takes into account the wellbeing of people working on the farm, asset risks, possibilities of damage or theft of production assets and equipment [*Managing Agricultural...*, 2005: 6].

After mentioning and explaining the groups of risk that may affect the producers it is also quite important to mention other groups of subjects that are present on the market and may suffer because of the problems and market risks. Nature and source of danger may entirely different but always relates to closed group of agents, which are presented on the figure 1.

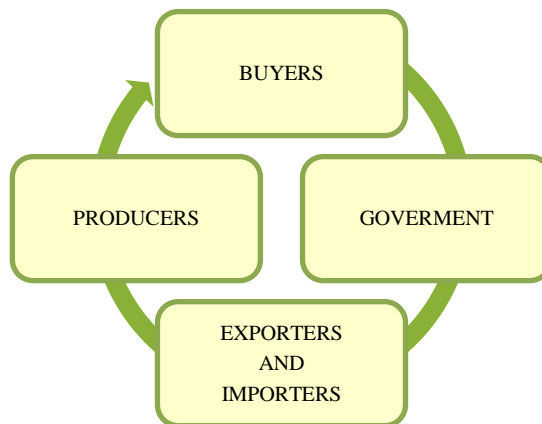


Figure 1. Subjective Structure of Agricultural Market

Source: Author's project.

Producers represent the group of commodity creators like farmers, mining and plantation companies and they are regarded as the most important group in this chain. Buyers are individual and cooperative entities or commercial traders. Exporters and importers are individual and commercial entities, international institution with developed logistics. At last government which is represented by public institutions of agricultural market.

Whatever side of the market agents occupy, one is affected by certain kinds of peril. For instance governments, the biggest institutional participants of market with responsibility to its citizens deal with obvious commodity quantity risk and the price of it in terms of tax revenues, with special concern on situation of positive correlation between tax rates and commodity prices or where donations and other payments rely on level of commodity prices.

Second party of commodity market – exporters and importers – are fragile to currencies exchange rates of interest and closing countries, adverse changes in price of commodity among home and destination places. They tend to close contracts with posterior group of buyers in foreign countries. Purchasers balance variations of price between up-country buy and final sale, commonly to associated exporter and importer.

Fourth group is established by everyone who produces and seeds crops, manufactures or quarry commodity, no matter what size of company or business they own. Farmers or plantation companies and exceptionally mining companies are included in the group.

Having listed risks that interfere with global and local commodity market, presenting participants both individual and commercial of market, the lacking element is an introduction and description of methods helping to secure financial future of each party of market [Andersen 2006: 3–4].

2. RISK MANAGEMENT STRATEGIES

In order to properly explain appropriate risk management policies, it is important to understand mechanisms and strategies that are used by producers to deal with risk. For this a purpose discussion concerning distinguishing between informal and formal risk management mechanisms as well as between ex ante and ex post strategies needs to be highlighted.

One can divide two special ways of risk management policies in the agriculture area. They are clear enough and easy to distinguish.

Informal strategies are identified as „arrangements that involve individuals or households or such groups as communities or villages,” while formal arrangements are „market-based activities and publicly provided mechanisms” [*Managing Agricultural...*, 2005: 6–9].

Second classification – ex-ante and ex post focuses on the point in time in which the reaction to risk takes place: before the occurrence of the potential harming event (ex-ante) or after it has occurred (ex-post). Among the ex-ante reactions, it is useful to underline the differences between on-farm strategies and risk-sharing strategies. This division seems to be artificial and incomplete but gives some view on the analyzing issue. Table 1 summarizes mentioned above classifications.

Table 1. Risk Management Strategies in Agriculture

		Informal Mechanisms	Formal Mechanisms /Publicly provided/	
Ex-ante Strategies	On-farm	Avoiding exposure to risk Crop diversification and intercropping Plot diversification Diversification of income source Buffer stock accumulation of crops or liquid assets Adoption of advanced cropping techniques (fertilization, irrigation, resistant varieties)	Market factors	Agricultural extension Pest management system Infrastructure (roads, dams, irrigation system)
	Sharing risk with others	Crop sharing Informal risk pool Producers' groups activity	Contract marketing and futures contracts Insurance	Agricultural derivatives
Ex-post Strategies	Coping with obstacles	Sale of assets Reallocation of labour Mutual aid	Commercial Credit	Social assistance Social funds Cash transfer

Source: *World Development Report...* [2001].

What characterizes informal ex-ante strategies is the diversification of income sources and agricultural production strategy. Strategy that can be most simply employed is risk avoidance. When there are cases of extreme poverty that may cause averse to risk. This results in risk activity avoidance, but that also can bring larger income gains. Above described situation is sometimes assessed as inability to manage risk and accumulate and retain wealth.

The selected strategy of production is an important mean of mitigating crop failure. Obviously, traditional cropping systems rely on diversification of crop and plot. Intercropping and diversification of crop systems are means to reduce the crop failure risk due to adverse crop pest and insect attacks as well as unexpected weather events. They can be defined as weather agricultural contracts whose payoff will be in an amount of cash determined by future weather events. They enable the stabilization of cash flow in the farming process and reduce the weather risk through getting into position in opposing derivative securities [Szopa 2012: 451].

The weather is an important factor in the final crop yield for cereal. Some damage can occur during the pollination stage, when high temperatures and severe drought will reduce the number of grains set [Dunsby et al. 2008: 109].

When producers decide to engage in farming activities, the selected strategy of production is an important mean of mitigating crop failure. In many places traditional cropping systems rely on diversification of crop and plot. Inter-cropping and diversification of crop systems are means to reduce the crop failure risk due to adverse crop pest and insect attacks as well as adverse weather events. There are some evidence that households whose consumption levels are close to subsistence, thus are highly prone to income shocks, are devoting a larger amount of land to safer, more traditional varieties of castor and rice, than to riskier varieties yielding more crop. Moreover near-subsistence households diversify their plots spatially in order to reduce impacts posed by weather shocks varying by location.

Apart from agricultural production strategies altering, some households tend to smooth their incomes by diversifying sources of income – thus minimizing the negative shock effect to any one of them. This diversification usually comes from generating income from at least two different sources – most typically from crop and dairy or livestock. Least often off-farm seasonal labor, such as trade or sale of handcrafts is an source of income.

Importance of diversification of income sources as a part of risk management proves that one or more household members are often engaged in steady wage employment, especially with farms of higher profit volatility. Credit use, buffer stock accumulation of crops and liquid assets may lead to household smooth consumption. Crop and currencies inventories may be a buffer or precaution for savings.

Labour hiring and crop-sharing arrangements in renting land can be an effective way of providing shared risk among individuals, in this way reducing exposure to risk of producers. There are other ways of risk sharing, among them community-level risk pooling. This occurs among specific communities or extended households. In those cases members of groups transfer their resources among themselves in order to rebalance marginal utilities. Mentioned ways of arrangements are quite effective for consequence risk counterbalancing for the events that affect some members of the community. Unfortunately those do not work well in the cases of covariate income shocks.

As for ex-post informal incomes smoothing mechanisms. They are more typical for assets sale, such as livestock or land, or relocation of labor resources – to off-farm activities. During analyzing the cost risk on ex-ante agricultural production strategies most efficiency losses connected with risk mitigation are found to be due to lack of specialization – in other words most farmers trade of income variability to profitability. To smooth idiosyncratic and correlated

shocks against consumption it comes to serious cost in terms of consumption efficiency as well as reduction of profits and efficiency. That in terms lowers the overall household consumption.

Solution for rural households would be to engage in risk sharing with households or other institutions from largely uncorrelated areas but with the same risk conditions. Examples of such risk sharing can be found in the literature, for example by sharing credit and transfer with distant relatives, or through marriage's or mitigation, even ethnic networks.

Mentioned securities are not so commonly used that is why most households are still left with no insurance against correlated risk – that the main source is weather. Next big section is formal risk managing mechanisms. Those can be classified as publicly provided or market based. Knowing that government plays an important role in managing agricultural risk – both ex- and post-ante.

Some ex-ante services and education that are provided by agricultural extension provide help to familiarize producers with the risk consequences and to help with adoption to strategies dealing with risk. What is more, most of governments also help with reducing the risk impact through developing relevant infrastructural and social schemes, adopting as well cash transfers for some relief after shock occurrence.

Referring to the informal mechanisms, production and market risk seem to influence the agricultural activity in highest degree – especially the producers. There are some developed strategies on the agricultural market and especially financial instruments which can reduce successfully undesirable level of risk.

3. INSURANCE RISKS

Risk that encounters participants of market has not changed since the very beginning of commodity exchange. Prosperity of agricultural products affects variation of producer's revenues. Alternations may be enlarged by accidental climatic condition phenomenon like droughts, floods, epidemic having influence on agriculture production, price of harvest what results in revenues. Buy and sell transactions have been just as spontaneous as the market fluctuations, depending on seasonality of price values, weather forecast conditions or accidental movements after crucial information. Speculation was the major known approach on the market, another recently known approaches were either not available or of reduced significance.

For years producers have chased methods securing their revenues like in agrarian politics in all local, national, European and global extent. Insurance of revenues is a minor form in European agriculture, but is getting more and more popular than standardized futures contracts. Alternatively there are

limitations concerning donations to producers in EU that harvest undependably on a size of production, instead government tend to inform of direct surcharge.

European Union has restricted amount agrarian commodity markets, where production risk and securing the price can be conducted via insurance policy. In most of countries producers can secure risky exposure with for instance risk of smaller harvest and losses in harvest within a few instruments containing specific kinds of danger. More often the practiced method of partially securing producer's product are delivery contracts. In last decade, however, options and futures contracts, which are to be introduced and thoroughly described in the evaluation, are used on daily basis at LIFFE market in London, Paris and Frankfurt, outside the EU region in Chicago CBOT, New York NEXT [Dorsey et al., 2007: 32]. In Canada for instance insurances are encouraged by government, which even offers surcharges.

Securing company via insurance is more attractive for producer as a whole unit not instead as a set of separate products in contradiction to insurance companies which concentrate on profitability though prefers insurance for every branch of production. Such mismatch of interest is also the outcome of asymmetry of information between producers and insurance companies. Moreover inconvenience in evaluation of revenues before and after harvest expands the difference [*Managing Agricultural...*, 2005: 9].

In fact covering revenues with acquired insurance is generally expensive and quite fond. Deep knowledge of commodity prices held by producers is crucial, as well as acquaintance of price reference point for needs of insurance. Defying forecasts of price and production can be done by quotations futures contracts, if such exists for the commodity. Usability of this information of derivative market drastically increases credibility of its existence, simultaneously declining fitness of revenues insurance.

In the United States private insurance campaigns offer insurance instruments securing risks security for particular crop productions. They deliver and service complex insurance programs of production companies. Programs assume insurance policies to be partially subsidized for farmers. They cover roughly approximately 25% of program's insurance due. Subsidies cover substantial portion of reinsurance costs dealt by insurance companies in terms of revenues security.

European countries also seek encouragements for homeland union's farmers. As exemplary is Spain that government tends to subsidize insurance plans of revenues by 45% depending on product's type and terms of insurance packet. Recently there are revenues' insurance introduced, which would guarantee to farmer are venue at the end of year. In Nederland unique disputes are lead about bringing in a program of mutual insurances mainly in respect to losses from crop production due to natural disasters, like long-term rains or droughts. So far

government used to defray costs of reinsurance in case of greater random incidents; similar situation is present recently in Germany.

Great Britain likewise USA function throughout private insurance companies. They use the mean prices of crops from futures contracts to calculate policy price. Harvests are measured basing on results of particular region; they are set as reference point. Such terms of insurance agreement facilitates objectivity and advantage of derivative market. Nonetheless, this offer is of limited popularity because of no subsidies from GB government and significantly low understanding amongst British farmers about derivatives.

Polish farmers alike to other in EU are supported by the government and they are the beneficiaries of CAP as well [Sobieszkańska and Sadowski 2015: 34–35]. Natural disasters stalking Poland like foods in the south of country are being attended via harvest delivery or in cash. The questionable issue remain term of prioritizing list of receivers – usually selection happens spontaneously.

When disaster afflicts a small group or in meager and lean area dilemma appears whether public capital should be used for the cause or left for potentially bigger issue in the future – therefore financing partial costs of insurance would outweigh burden of public capital expenditure [Giruć 2015: 243].

For the moment Polish producers may rely on minimal prices set by government each year and though secure revenues without special effort; minimal prices superseded donation to production. There is a possibility to start to use hedging financial instruments based on the act of the commodity markets but this way of security of cereal price is not popular [*Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych*].

Having the view of Polish commodity markets and lack of financial knowledge of managers, one can conclude that most business entities and within even more agricultural producers are mostly unprepared and unaware of derivative instrument. But still developing financial consciousness of derivative market enthusiasts tempers positively for the future.

Crediting risk of agricultural producers was and still is the subject of consideration. Either governmental support or insurance policies are not securing completely revenues. Little interest in insurance is the result of little knowledge of instruments and complete awareness of risk concept. Yet, not surprisingly that futures market are unknown to producers as a method of securing their revenues [Giruć 2010: 121].

Although little knowledge may be the main reason for not properly educated market players but there are some more problems connected with insurances, such as [*Managing Agricultural...*, 2005: 54]:

- distorted incentives,
- asymmetry of information,
- adverse selection,

- moral hazard,
- administrative costs.

Incentives are distorted when insurers know that government is willing to automatically cover most of the losses. In those situations incentive to pursue sound insurance practice while losses assessment is reduced. In extreme situations insurers may collude with farm owners in filing exaggerated or falsified claims.

Generally it is said that the insurer should have adequate information about nature of risks that are being insured. However it is almost impossible to have more knowledge about potential crop yields than the farmers, that is why asymmetry of information occurs.

Asymmetry of information can lead to adverse selection that is farmer's risk underestimation. Resulting in charging such premium rates that do not reflect clients true risk. Opposite situation may also happen, that in turn results in premiums being higher than actual risk. As a result of whole situation clients who's premiums are lower than their actual risk more likely will purchase insurance.

Moral hazard can also be caused by information asymmetry. Due to better risk knowledge, concerning the subject of insurance, of the client than the insurer moral hazard may arise. Caused by individuals behavior rather than some outside factor such as weather or other peril.

Two of the above insurance problems can be avoided – adverse selection and moral hazard. Unfortunately in turn they produce another problem – administrative costs. Those costs are generated through careful monitoring of the programs and greater investment in risk assessment and classification. This process made for small farmers drives up the administrative costs for the insurance thus making the premium prohibitive

Though mentioned above insurance problems may seem simple they can effectively discourage potential clients from this source of security. That is why other forms of securing agricultural risk exist – among them more and more popular derivatives – are crucial for commodities risk management in the area of grains trading.

CONCLUSION

Risk occurring in the field of commodity traders and producers has been a primary problem throughout centuries. Since the very beginning businesses have tried to minimize the extent of it or to migrate to other entities. At the start direct agreements between traders were practiced but with vague effectiveness. Lack of centralized placed that could possibly standardize and unify parameters

and conditions of contracts was limiting amount of considerate businesses. There was also no way to offer long-term deliveries at specified priced due to lack of any instruments enabling such solution without any risk.

Since the commodity markets have appeared in the world many options have been introduced. Opportunity to trade at one specified place on agreeable common facilitated trading and probably allowed more businesses to become vivid on the market. Before financial markets were established and their instruments dedicated for commodities markets, some unofficially similar to forward agreements were used.

Financial market was the reason for derivative instruments. They were established initially to enable hedging for producers, later traders tend to use them, and finally three venues of hedging arbitrage and speculation were distinguished.

Forward, futures, options and swaps are the major instruments available for any interested in securing risk of changing price of commodity. Depending on the strategy, demand for margin and liquidity each of them can be used in various situations. Adding to selection of most appropriate exchange to our country one can eliminate as much risk as is possible – both commodity and currency.

REFERENCES

- Andersen T. J., 2006, *Global Derivatives: A strategic Risk Management Perspective*, Pearson Education Limited, Harlow.
- Barnett B. J., Coble K. H., *The Role of Research in Producer Risk Management*, August 1 1998, Salt Lake City, <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/15803/1/pp99-001.pdf>.
- Dischel R. S., 2002, *Climate Risk and the Weather Market – Financial Risk Management with Weather Hedges*, Risk Books, London.
- Dorsey T. J., DeRosier T. F., Keeton P. L., Morrison S. L., 2007, *Commodity Strategies. High-Profit Techniques for Investors and Traders*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Dunsby A., Eckstein J., Gaspar J., Mulholland S., 2008, *Commodity Investing. Maximizing Returns through Fundamental Analysis*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Giruć P., 2010, *Giędy towarowe we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania w Gdańsku, Gdańsk.
- Giruć P., 2015, *Znaczenie gdyńskich oddziałów Agencji Rynku Rolnego i Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa w finansowaniu rolnictwa w województwie pomorskim*, „Zeszyty Gdyńskie”, nr 10.
- Jajuga K., 2016, *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Management Agricultural Production Risk – Innovations in Developing Countries*, June 2005, The World Bank, Washington.
- Sobieszkańska P., Sadowski A., 2015, *Finacial Support for the Polish Agri-food Industry by the European Union Funds in 2004–2013*, „Roczniki Naukowe Akademii Rolnictwa i Rozwoju Obszarów Wiejskich”, t. 102, nr 3.

Szopa A., 2012, *Properties of weather risk*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, vol. XLVI, no. 1.

Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych, DzU 2000, nr 103, poz. 1099; DzU 2005, nr 121, poz. 1019; nr 183, poz. 1537 i 1538; DzU 2006, nr 157, poz. 1119; DzU 2007, nr 112, poz. 769; DzU 2008, nr 171, poz. 1056; DzU 2009, nr 165, poz. 1316; nr 168, poz. 1323; nr 201, poz. 1540; DzU 2010, nr 21, poz. 104.

World Development Report 2000/2001, 2001, *Attacking Poverty*, World Bank, Washington.

PODSTAWY ZARZĄDZANIA RYZYKIEM W HANDLU ZBOŻEM

Celem artykułu jest określenie rodzajów grup ryzyka występujących na rynku zbóż oraz przedstawienie możliwości ograniczania wystąpienia zjawisk niepożądanych. Pojawia się kwestia: w jakim stopniu podmioty rynku zbóż, a w szczególności producenci, powinni sami neutralizować występujące ryzyko, a kiedy powinni oczekiwać wsparcia ze strony instytucji państwowych. Coraz powszechniej zastosowanie znajdują instrumenty finansowe w postaci instrumentów pochodnych. Kontrakty terminowe na produkty rolne przenoszą ryzyko cenowe z producentów na pośredników rynku i poprawiają płynność rozliczeń kontraktów zawieranych na rynku zbóż.

Słowa kluczowe: rynki rolne, zarządzanie ryzykiem w rolnictwie, rolne instrumenty pochodne.

DYLEMATY TERMINOLOGICZNE WOKÓŁ POJĘCIA NADUŻYCIA W PRZEDSIĘBIORSTWACH

Lena Grzesiak*

Streszczenie:

Z chwilą, gdy pojawiła się działalność gospodarcza, pojawiła się chęć oszukiwania i naginania rzeczywistości w imię własnej korzyści (łac. *pro bono sua*). Artykuł jest próbą uporządkowania panującego chaosu terminologicznego wokół pojęcia nadużyć (ang. *fraud*) w przedsiębiorstwach prywatnych poprzez traktowanie nadużyć jako pojęcia parasolowego. Sugestia ta została wysunięta w ramach pracy magisterskiej¹ obronionej w 2015 roku w Katedrze Finansów i Rachunkowości MŚP UŁ. Promotorem była dr A. Skoczylas-Tworek. Zastosowana przeze mnie metoda badawcza to krytyczna analiza obecnego piśmiennictwa.

Słowa kluczowe: nadużycia w przedsiębiorstwach prywatnych, *fraudy*, oszustwa, przestępstwa, anomia pracownicza.

JEL Class: J80, J89, K10, K20, L20, M20.

Przyjęto/Accepted: 20.07.2016

Opublikowano/Published: 30.09.2016

WPROWADZENIE

We współczesnym świecie gospodarczym zagadnienie nadużyć jest bardzo złożone i zawile, co sprawia trudność w jego zdefiniowaniu. Problematyka nad-

* Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki.

¹ Głównym celem pracy magisterskiej nie była jednak próba opanowania chaosu terminologicznego a ocena nastawienia sektora MŚP w zakresie podejścia do nadużyć. Niemniej jednak zaproponowany podział stał się „produktem ubocznym” pracy magisterskiej, co nie znaczy, że pozbawionym wartości.

użyć zyskała ostatnio na znaczeniu, szczególnie od początku XXI w., kiedy upadły spółki: Enron i Worldcom.

Nadużycia są problemem wielu dyscyplin: prawa, ekonomii, finansów, socjologii czy zarządzania. Dlatego istnieje wiele opracowań² odnoszących się do tej tematyki. Jednak wciąż brak jest opracowania, które dotykałoby tego problemu szerzej i głębiej; które komentowałoby istotę nadużyć poprzez próbę wyjaśnienia zawłości terminologicznych. Brakuje więc głębszych odniesień do aspektów terminologicznych, nie wspominając już o próbach syntetycznego (a więc nie z punktu widzenia pojedynczej dyscypliny czy dziedziny naukowej) spojrzenia na nadużycia. Dotyczy to również tych publikacji, w których w tytułach zawarto sformułowanie „nadużycie” lub podobne³.

1. PRZEGLĄD DEFINICJI

Mnogość i wielorakość występowania zacierających się i nakładających wzajemnie różnych określeń na czyny niedozwolone⁴, brak jednej precyzyjnej definicji nadużyć czy złożony charakter opisywanego zjawiska może wpędzić w prawdziwe zakłopotanie podczas próby rozwikłania subtelności definicyjnych. O ile w codziennym życiu nie jest wymagane podawanie naukowej definicji nadużycia (każdy intuicyjnie rozumie jego istotę), o tyle działalność gospodarcza i naukowa poprawność wymuszają wskazanie *differentia specifica*. Dlatego pierwszym krokiem ku rozwiązaniu tego problemu, jest opisanie pojęć, które „na pierwszy rzut oka” są synonimiczne: oszustwo, przestępstwo, wykroczenie, przestępczość przedsiębiorstw, skrzywienie zawodowe, przestępczość w miejscu pracy, przestępczość białych i niebieskich kołnierzyków, defraudacja, przywłaszczenie, korupcja, nadużycie stanowisk, nieprawidłowość, uchybienie, błąd⁵ (tab. 1.)

² Najważniejsze pozycje to: Jasiński [2013], Giese [1980], Grabarczyk [2002], Hollinger i Clark [1983], Iyer i Samociuk [2007], Laszczak [1999], Albrecht [2008], Bereśniewicz i Kuchenbeker [2012], Flostoiu [2012], Nyc [2008], Pauch [2010], Rossi [2012], Zikmund [2008].

³ W literaturze pojawiają się np. opracowania dotyczące: oszustw finansowych (Bela i Bolesławska [2005]), przestępstw białych kołnierzyków (Giese [1980]), przestępczości gospodarczej (Grabarczyk [2002]), defraudacja i korupcja (Iyer i Samociuk [2007]), oszustwa i nieuczciwości, oszustw korporacyjnych (Aluchna [2008]), nadużycia w tytule pojawiają się też w ramach omawiania ryzyka nadużyć (Pauch [2012]), ale wciąż brak jest jednolitego podejścia do definicji nadużycia.

⁴ Przykłady: oszustwo, skrzywienie zawodowe, przestępstwo, wykroczenie, przestępczość przedsiębiorstw, skrzywienie zawodowe oraz przestępczość w miejscu pracy, przestępczość białych i niebieskich kołnierzyków, defraudacja, przywłaszczenie oraz korupcja, nadużycie stanowisk.

⁵ Kolejność przypadkowa.

Tabela 1. Definicje pojęć

Oszustwo	
<i>Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej nr 240</i> (dalej: MSRF 240)	„Zamierzone działanie podjęte przez jednego lub kilku członków kierownictwa, osoby sprawujące nadzór nad jednostką, pracowników lub stronę trzecią, przy wykorzystaniu kłamstwa, w celu uzyskania nieuzasadnionej lub niezgodnej z prawem korzyści”.
<i>Międzynarodowe Standardy Audytu Wewnętrznego</i> (dalej: standardy audytu)	„Każdy bezprawny czyn charakteryzujący się celowym wprowadzeniem w błąd, zatajeniem prawdy lub nadużyciem zaufania. Czyny te nie są dokonane pod wpływem przemocy ani groźby użycia siły. Oszustwa są popełniane przez osoby i organizacje w celu zdobycia pieniędzy, majątku lub świadczeń, w celu uniknięcia płatności lub utraty świadczeń, a także w celu uzyskania korzyści osobistych lub biznesowych”.
<i>Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. Kodeks karny</i> (dalej: kodeks karny, KK).	W rozumieniu tego aktu prawnego, aby uznać dany czyn za oszustwo muszą zostać spełnione następujące warunki: <ul style="list-style-type: none"> • celem działania jest osiągnięcie korzyści majątkowej, • skutkiem działania jest szkoda (np. uszczerbek majątku lub utrata przyszłych korzyści), • działanie związane jest z doprowadzeniem innej osoby do niekorzystnego rozporządzenia własnym lub cudzym mieniem
Przestępstwo	
Brak ustawowej definicji. W doktrynie przyjmowane są jedynie wyznaczniki przestępstwa.	
Wykroczenie	
Mniejsza szkodliwość czynu niż w przypadku przestępstwa.	
Przestępczość przedsiębiorstw	
Dwa podejścia: <ul style="list-style-type: none"> • wszystkie działania, które zostały poczynione podczas wykonywania zadań przedsiębiorstwa, w ramach jego uprawnień, czyli wszystkie czyny zgodne z interesem jednostki, zarówno te sprzeczne z prawem, jak też stojące w opozycji „jedynie” do sumienia i etyki biznesowej, • wszystkie działania podejmowane przez osoby z przedsiębiorstwa, które są niezgodne „tylko” z prawem (spełniają przesłanki wynikające z przepisów prawa). 	
Skrzywienie zawodowe	
Wszelkie egoistyczne zachowania dewiacyjne związane z pracą zawodową.	
Przestępczość w miejscu pracy	
Szkodliwe czyny popełnione przez osoby lub grupy osób popełnione w trakcie wykonywania pracy zawodowej.	
Przestępczość białych kołnierzyków	
„Dokonane bez użycia siły dla zysku finansowego, dokonane oszukańczymi środkami przez osoby, których działalność związana jest z biznesem, profesją lub użyciem swoich kwalifikacji i możliwości”.	

Przestępczość niebieskich kołnierzyków
Nieuczciwe czyny dokonywane przez pracowników niższych szczebli.
Defraudacja
„Przywłaszczenie sobie pieniędzy (najczęściej publicznych) powierzonych przez kogoś, albo zagarnięciu czyjegoś majątku”.
Przywłaszczenie
„...zabranie i wykorzystanie do cudzej własności wyłącznie w celu niegodziwego wyzyskania dobrej woli i reputacji właściciela mienia.”
Korupcja
„Nadużycie urzędu publicznego lub funkcji pełnionej w sektorze prywatnym dla korzyści osobistej”.
Nadużycie stanowisk
„Wykorzystanie stanowiska do wzbogacenia się poprzez świadome, niewłaściwe traktowanie składników materialnych i niematerialnych służących do prowadzenia działalności przez pracodawcę”.
Nieprawidłowość
„Nieprawidłowość sprawozdania finansowego, która może być spowodowana oszustwem lub błędem”.
Uchybienie
Wykroczenie przeciw jakimś normom, przepisom, zwyczajom.
Błąd
Działalność nieumyślna, popełniona przypadkowo, niecelowo i bez premedytacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Art. 286 *Ustawy z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks karny*, DzU 1997, nr 88, poz. 553 z późn. zm. (dalej: kodeks karny, KK), *Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej nr 240: Odpowiedzialność biegłego rewidenta podczas badania sprawozdań finansowych dotycząca oszustw*, s. 97; art. 1 *Ustawy z dnia 20 maja 1971 – Kodeks wykroczeń*, DzU 1971, nr 12, poz. 114 z późn. zm. (dalej: kodeks wykroczeń); art. 115 § 2 KK; art. 1 § 2 KK; Schmitt [1958], Górniok [1995], Friedrichs [2002], Bela i Bolesławska [2005], Wells [2006]; Jasiński [2013]; *Słowniczek Terminów Rewizji Finansowej*, http://www.ifac.org/sites/default/files/downloads/Polish_GuidetoUsingISAs_Glossary.pdf [dostęp: 22.10.2015]; Iyer i Samociuk [2007]; Friedrichs [2002]; Świda [1982]; *Międzynarodowe Standardy Praktyki Zawodowej Audytu Wewnętrznego*, The IIA, Altamonte Springs, Florida, 2012, s. 45, dalej: standardy audytu wewnętrznego.

Oszustwo może być rozpatrywane z trzech punktów widzenia: (1) kodeksu karnego, (2) MSRF 240 oraz (3) standardów audytu.

Dwa ostatnie dokumenty akcentują, że oszustwo jest działaniem celowym i zamierzonym, którego dopuszczają się pracownicy, organizacje oraz strony trzecie celem zdobycia korzyści [MSRF 240; standardy audytu]. Standardy audytu podają jednak bardziej rozbudowaną definicję od MSRF 240 – wskazują,

że oszustwo nie wiąże się z użyciem siły ani tym bardziej przemocy [standardy audytu].

Nieco inaczej jest w przypadku kodeksu karnego, którego art. 286 stanowi, że aby uznać dane działania za oszustwo muszą zostać spełnione następujące warunki [kodeks karny, art. 286]:

- cel działania – osiągnięcie korzyści majątkowej,
- skutek działania – szkoda (np. uszczerbek majątku lub utrata przyszłych korzyści),
- działanie związane jest z doprowadzeniem innej osoby do niekorzystnego rozporządzenia własnym lub cudzym mieniem poprzez wprowadzenie w błąd lub wyzyskanie błędu.

Oszustwo w rozumieniu kodeksu karnego jest działaniem celowym, kierunkowym, o zamiarze bezpośrednim, związane z odpowiednim sposobem działania, a popełnić go może każdy człowiek. To jeden z rodzajów przestępstw przeciwko mieniu.

Brak „czystej definicji” **przestępstwa** w rozumieniu kodeksu karnego, implikuje konieczność odczytywania jej nie wprost. W doktrynie prawa za przestępstwo uznaje się:

- bezprawny czyn człowieka,
- społecznie niebezpieczny,
- o znamionach ustawowych,
- zawiniony,
- karalny.

Kodeks karny wyraźnie stanowi, że czyn, którego społeczna szkodliwość jest znikoma, nie kwalifikuje się już jako przestępstwo [kodeks karny, art. 1 § 2]. KK nie precyzuje jednak, jakie działania zaliczane są do znikomej szkodliwości społecznej, gdyż jest to pojęcie ocenne⁶.

W sytuacji, kiedy szkodliwość społeczna jest mniejsza niż znikoma, jest wyznacznikiem **wykroczenia** regulowanego kodeksem wykroczeń. Nie jest to kodeks karny (jak w przypadku przestępstw), w związku z tym inne są zasady ścigania oraz inne kary [kodeks wykroczeń: art. 1].

Na przestępczość przedsiębiorstw w ocenie R. Schmitta składają się wszystkie działania, które zostały poczynione podczas wykonywania zadań przedsiębiorstwa, w ramach jego uprawnień, czyli wszystkie czyny zgodne z interesem jednostki, zarówno te sprzeczne z prawem, jak też stojące w opozycji „jedynie” do sumienia i etyki biznesowej [Schmitt 1958: 137]. Dla B. Schunemann przestępczość przedsiębiorstw to wszystkie działania podejmowane przez osoby z przedsiębiorstwa, które są niezgodne „tylko” z prawem (spełniają

⁶ Brane są pod uwagę m.in. rozmiary szkody, okoliczności popełnienia czynu czy waga naruszonych obowiązków (art. 115 § 2 KK).

przesłanki wynikające z przepisów prawa) – nie wspomina nic tutaj o etycznym pojmowaniu nadużycia [Górniok 1995: 12].

Z powyższego wynika, że przestępczość przedsiębiorstw może być sensu *largo* i *stricte*⁷ traktując przestępczość przedsiębiorstw jako pochodną „oficjalnych”, statutowych zadań należących do jednostki.

O. Górniok postuluje, aby dokonać dalszego podziału przestępczości przedsiębiorstw na przestępczość mikro, małych i średnich jednostek (MŚP) oraz dużych przedsiębiorstw. Słusznie twierdzi bowiem, że podział ten „odpowiada obserwowanemu procesowi zacierania się wielu różnic między warunkami gospodarczej egzystencji drobnych i średnich przedsiębiorstw oraz wyostrzaniu ich w stosunku do wielkich” [Górniok 1995: 21].

Skrzywienie zawodowe (ang. *occupational deviance*)

Dla Nathana W. Pino (twórca pojęcia) skrzywienie zawodowe to związane z pracą zawodową wszelkie egoistyczne zachowania dewiacyjne [Friedrichs 2002: 248–249], które podzielił na:

- dewiacyjne zachowania zawodowe, np. pozamałżeńskie relacje z innym współpracownikiem, spożywanie alkoholu w miejscu pracy,
- przestępczość zawodową, np. łapówkarstwo czy malwersacje [Górniok 1995: 248–249].

Podobny wydzźwięk do powyższego ma pojęcie: **przestępstwa⁸ w miejscu pracy (ang. *workplace crime*)**. Określa ono szkodliwe czyny popełnione przez osoby lub grupy osób, popełnione w trakcie wykonywania pracy zawodowej [Schmitt 1958: 137–251].

Przestępczość białych kołnierzyków⁹ (ang. *white-collar crime*)

Edwin Sutherland – twórca pojęcia przestępstw białych kołnierzyków [Grabarczyk 2002: 36] twierdził, że mogą być one wynikiem zarówno zamierzonego, jak też nieumyślnego zachowania [Nyc 2008: 251]. Inaczej: to wszelkie nieuczciwe czyny, do których dochodzi w miejscu pracy, a których dopuszczają się osoby o dużym poważaniu i wysokim statusie społecznym, jak np. dyrektorzy i pracownicy przedsiębiorstw, przedstawiciele wolnych zawodów, urzędnicy państwowi [Giese 1980: 63]. Przestępstw tych mogą dopuścić się jednak także osoby prawne (przestępstwa organizacyjne), a przykładami takich nieczystych działań mogą być: nielegalne działania urzędników państwowych, naruszenie tajemnicy zawodowej, korupcja polityczna oraz defraudacja. Przestępstwa białych kołnierzyków to naruszenie norm, zasad etycznych, ukierunkowane dla

⁷ Podział własny.

⁸ Oba powyższe pojęcia zostały przetłumaczone na język polski jako przestępstwa. Nie mają one jednak rozumienia *stricte* kodeksowego. Podobny zarzut dotyczy pojęcia przestępczości białych i niebieskich kołnierzyków

⁹ Pojęcie to zwykło się również określać przestępczością górnego świata czy wyższym światem przestępczym (ang. *upperworld crime*).

osiągnięcia korzyści osobistych bądź całej organizacji w sposób „bezsłowy”. Pociąga to za większą skalę działań, a co za tym idzie wyższe koszty takich czynów: większe jest zagrożenie dla współczesnego biznesowego świata z uwagi na większą złożoność – mają różnorodną postać, mogą zawierać w sobie: defraudację, korupcję, sprzeniewierzenie majątku czy inne drobne nadużycia [Nyc 2008: 249]. Jednak takie podejście do przestępstw białych kołnierzyków koncentruje się bardziej na pozycji sprawcy, miejsce popełnienia nadużycia jest ograniczane wyłącznie do miejsca pracy. Brak jest wyraźnego akcentu, że przestępstwa białych kołnierzyków dokonywane są w związku z wykonywanym zawodem, a nie *stricto* miejscem i okolicznościami popełnionego czynu [Nyc 2008: 250]. Ponadto powyższe podejście zdaje się pomijać jeden istotny fakt: nieuczciwe czyny mogą być popełniane nie tylko przez pracowników wyższego szczebla, ale są one niezależnie od stanowiska sprawy [Bela i Bolesławska 2005: 20].

W literaturze Richard P. Appelbaum oraz William J. Chambliss dokonali dalszego podziału pojęcia przestępczości białych kołnierzyków na przestępstwa zawodowe oraz organizacyjne [za: Napierała 2005: 186] (tab. 2).

Tabela 2. Podział przestępstw białych kołnierzyków

Cecha	Przestępstwa zawodowe	Przestępstwa organizacyjne
Przykład	Defraudacja, kradzież	Wytwarzanie produktów gorszej jakości, naruszenie zasad konkurencji
Sprawca	Osoba fizyczna działająca sama bądź w grupie	Osoby prawne
Cel	Osiągnięcie korzyści majątkowych sprawcy	Przysporzenie korzyści przedsiębiorstwu

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Croall [2001: 11–12].

Przestępstwa zawodowe popełniane są w ramach wykonywanego zawodu przez przedstawicieli wszystkich poziomów społecznej hierarchii, których czyny skierowane są przeciwko pracodawcy i innym pracownikom, jedynie dla korzyści indywidualnej sprawcy. W przeciwieństwie do przestępstw organizacyjnych, których grono „beneficjentów” jest większe, popełniane są one dla korzyści korporacji.

Inne podejście do przestępczości białych kołnierzyków zaproponował Gary Green. Postuluje on, aby termin ten zastąpić jedynie pojęciem przestępstwa zawodowe, wśród których wymienił on [Friedrichs 2002: 245–247]:

1) organizacyjną przestępczość zawodową (ang. *Organizational Occupational Crime*) – którą można uznać za odpowiednik przestępczości korporacyjnej opisanej powyżej,

2) przestępstwa zawodowe pracowników państwowych (ang. *State Authority Occupational Crime*) – czyny niedozwolone i nadużycia prawem popełniane przez służby państwowe,

3) profesjonalne przestępstwa zawodowe (ang. *Professional Occupational Crime*) – celowa szkodliwa działalność niebędąca incydentalną, a permanentną aktywnością,

4) indywidualne przestępstwa zawodowe (ang. *Individual Occupational Crime*) obejmująca wszystkie pozostałe formy niemieszczące się w trzech powyższych kategoriach.

Przestępczość niebieskich kołnierzyków (ang. *blue-collar crime*)

Czyny nieuczciwe popełniają nie tylko pracownicy umysłowi, ale też fizyczni. Stąd w literaturze powstała konieczność odróżniania naruszeń popełnianych przez pracowników fizycznych. I tak, w pierwszej połowie XX w., dla równowagi, zaczęto używać nazwy przestępstwa niebieskich kołnierzyków (ang. *blue collar crime*) podkreślając, że czyny nieuczciwe (głównie drobne kradzieże) w przedsiębiorstwach także mogą być popełniane przez osoby o niższym statusie społecznym [Grabarczyk 2002: 36]. Wspólnym mianownikiem dla obu pojęć (przestępstw białych i niebieskich kołnierzyków) jest poczucie zezwolenia na okradanie i oszukiwanie własnego pracodawcy, co nazwane zostało w połowie XIX wieku anomią pracowniczą (Maj i Ambroziak 2013: 23).

Wszystkie rozwiązania przyjęte przez powyższych badaczy zaliczają do definicji białych kołnierzyków oprócz osób fizycznych również całe jednostki, co może być nieco mylące. Dlatego proponuję, aby:

- nadużycia skierowane przeciwko organizacji popełniane przez indywidualia „za biurka” dla ich korzyści uznać za przestępstwa białych kołnierzyków.
- czyny nielojalne popełniane przez osoby o niższym statusie społecznym – przestępstwa niebieskich kołnierzyków,
- nadużycia popełniane przez same jednostki dla ich korzyści to dla mnie przestępstwa organizacyjne.

Wszystkie tworzyłyby przestępstwa zawodowe. Taki podział pozwoliłby uniknąć nieporozumień.

Defraudacja, przywłaszczenie, malwersacja, sprzeniewierzenie

Defraudacja określana jest jako „przywłaszczenie sobie pieniędzy (najczęściej publicznych) powierzonych przez kogoś, albo zagarnięciu czyjegoś majątku” [Bela i Bolesławska 2005: 13]. Na defraudację składają się: przywłaszczenie, malwersacja oraz sprzeniewierzenie.

Przywłaszczenie jest bezprawnym rozporządzeniem cudzego mienia ruchomego oraz praw majątkowych [Iyer i Samociuk 2007: 33] gdyż zgodnie z definicją to „...zabranie i wykorzystanie do cudzej własności wyłącznie w celu niegodziwego wyzyskania dobrej woli i reputacji właściciela mienia” [Wells

2006: 51]. Przywłaszczenie pieniędzy to malwersacja, przywłaszczenie cudzego mienia ruchomego to już sprzeniewierzenie majątku [Jasiński 2013: 25–28].

Korupcja i nadużycie stanowisk¹⁰

OECD określa korupcję jako „nadużycie urzędu publicznego lub funkcji pełnionej w sektorze prywatnym dla korzyści osobistej” [Iyer i Samociuk 2007: 32–34].

Podobny wydzźwięk do korupcji ma termin nadużycie stanowisk, oznaczające „wykorzystanie stanowiska do wzbogacenia się poprzez świadome, niewłaściwe traktowanie składników materialnych i niematerialnych służących do prowadzenia działalności przez pracodawcę” [Jasiński 2013: 17].

Odmienny charakter mają pojęcia: **nieprawidłowość** oraz **błąd**.

Definicję nieprawidłowości odnaleźć można w *Słowniczku Terminów Rewizji Finansowej*: „nieprawidłowość sprawozdania finansowego, która może być spowodowana oszustwem lub błędem” [*Słowniczek Terminów Rewizji Finansowej*, dostęp: 22.10.2015]. Choć definicja ta zawężona jest jedynie do sfery finansowej (odnosi się do sprawozdania finansowego), to można „dostosować” ją do opisywanego tematu twierdząc, że nieprawidłowości w firmie mogą być spowodowane błędem lub nadużyciem.

Szkoda może powstać także w wyniku błędu, czyli działalności nieumyślnej, popełnionej przypadkowo, niecelowo i bez premedytacji. Błąd może więc często mieć podobne skutki co nadużycia [Flostoiu 2012: 24–25], choć, w odróżnieniu od tych ostatnich, nie jest on celowy i umyślny.

2. PRÓBA UPORZĄDKOWANIA DEFINICJI

Wielorakość występujących pojęć, nieostrość definicji oraz brak precyzyjnego tłumaczenia angielskiego terminu *fraud*¹¹ doprowadziły mnie do stworzenia podziału terminu nadużycia i próby dokonania syntezy.

Tabela 3 wskazuje *explicite*, że nadużycia są pojęciem parasolowym. Nakładają się nań i rozmywiają różnice, gdyż w jego granicach mieści się wiele innych terminów.

¹⁰ Z uwagi na fakt, że korupcja i nadużycia stanowisk to zjawiska obszerne, złożone i ważne ich szersza analiza nie będzie podjęta w niniejszej pracy, a ograniczona zostanie jedynie do podania definicji.

¹¹ Uważam, że podjęte próby tłumaczenia angielskich słów *fraud*¹¹, *crime* czy *abuse* na polskie *przestępstwo* wpędziło wielu w prawdziwe zakłopotanie, sugerując podejście *stricte* prawne, co jest oczywiście mylnym podejściem. Pojęcie przestępstwa jest użyte tutaj raczej w medialnym znaczeniu, aniżeli wyłącznie prawnym, gdyż przestępczość równoznaczna jest tutaj raczej naruszeniu wszelkich regulacji, nie tylko tych prawnych. Nie wyklucza to jednak, że niektóre z przykładów takich czynów mogą spełniać przesłanki wynikających z KK.

Tabela 3. Nadużycia – próba uporządkowania

Nieprawidłowość	Nadużycia (<i>fraudy</i>)	Przestępstwa zawodowe	Anomia pracownicza	Przestępstwa białych kołnierzyków	
				Przestępstwa niebieskich kołnierzyków	
			Przestępstwa organizacyjne (w tym korporacyjne)		
		Przestępstwa w rozumieniu Kodeksu karnego			
		Oszustwo	Oszustwo w rozumieniu KK jest rodzajem przestępstwa		
			Oszustwo w rozumieniu 240. standardu rewizji finansowej		
			Oszustwo w rozumieniu standardów audytu		
		Korupcja			
		Sprzeniewierzenie, defraudacja, malwersacja, przywłaszczenie			
		Skrzywienie zawodowe			
		Nadużycie stanowisk			
		Przestępczość przedsiębiorstw			
Błąd					

Źródło: opracowanie własne.

Nadużycia w przedsiębiorstwach łączą w sobie różne nieuczciwe zjawiska jak: korupcja, oszukiwanie pracodawcy, nadużycia płacowe, nadużywanie stanowiska, kradzież „zwykłego” ołówka, a także obszerną grupę nadużyć *stricte* finansowych. Dlatego bardzo trudno jest stworzyć jedną definicję obejmującą swoim zakresem wszystkie możliwe nadużycia odzwierciedlając „parasolowość” i wielorakość przejawów badanego zjawiska. Istnieje bowiem niebezpieczeństwo, że będzie to sztuczne i „na siłę”. Niemniej jednak wszystkie przytoczone przeze mnie definicje pozwalają dojść do wniosku, że nadużycie¹² może być rozumiane¹³ jako *wszelkie* przejawy nieuczciwości i nieetycznych zachowań, które mają swój wydzźwięk dla przedsiębiorstw i działalności gospodarczej.

Pozostawienie jedynie powyższej syntezy i stwierdzenie że nadużycie to pojęcie parasolowe pozostawiłoby wiele niedomowień. Dlatego zaproponowałam własny podział nadużyć na nadużycia sensu *stricte* oraz nadużycia sensu *largo*.

¹² Synonimem pojęcia może stać się także uchybienie. Słownik języka polskiego podaje, że uchybieniem jest m.in. „wykroczenie przeciw jakimś normom, przepisom, zwyczajom” (za: [www1], dostęp: 30.12.2014). Z tego może wynikać, że jest to pojęcie równoważne nadużyciom. Uchybienie ma jednak ma raczej bardziej „miękki” wydzźwięk w stosunku do pojęcia nadużyć, które wskazują na „poważniejsze” działania.

¹³ Niemniej jednak każda jednostka na potrzeby zarządzania ryzykiem *fraudów* może stworzyć własną definicję nadużycia, oczywiście zważając na aspekty prawne.

Tabela 4. Nadużycia sensu *largo* i sensu *stricte* – propozycja podziału

	Nadużycia	
	Nadużycia sensu <i>largo</i>	Nadużycia sensu <i>stricte</i>
Cechy	Zależne od poczucia jednostki, jej subiektywnego podejścia	Ściśle określone w przepisach, regulaminach, procedurach etc.
Szkodliwość	Mniejsza	Większa
Znaczenie	Mniejsze	Większe
Postulat karania	Zależny od jednostki	Wynika z uregulowań
Zdefiniowanie	Brak	Wprost
Sprzeczność z etyką i moralnością	Tak	Tak
Przykłady	Brak subordynacji	Falszowanie ksiąg i sprawozdań finansowych manipulacje księgowo
	Nieprzykładanie się do pracy	Wyprowadzanie gotówki z przedsiębiorstwa
	Opieszałość w wykonywaniu zadań	Spożywanie alkoholu w czasie pracy
	Symulowanie choroby	
	Niewywiązywanie się z powierzonych obowiązków	Zawyżanie kosztów wydatków służbowych
	Zabieranie materiałów biurowych z pracy do domu	Wykorzystywanie informacji poufnych, kradzież informacji
	Nadużywanie Internetu na potrzeby własne	Przekupstwo
	Kserowanie w pracy na potrzeby własne	Ukrywanie niedoborów
	Załatwianie prywatnych spraw w czasie pracy	Kradzież mienia
	Bezczelowe nadgodziny	Naruszanie przepisów BHP
	Nieprzestrzeganie czasu pracy (wcześniejsze wychodzenie z pracy, notoryczne przedłużanie przerw w pracy, spóźnianie się, przedłużanie przerw obiadowych etc.)	Nieprzestrzeganie tajemnicy przedsiębiorstwa
	Zbyt częste, wymuszone przerwy na kawę	Rozpowszechnianie nieprawdziwych informacji o klientach, kontrahentach, pracownikach etc.
	Niedbanie o czystość i porządek oraz należyty stan maszyn i urządzeń	Zawyżanie/zaniżanie przychodów i kosztów
	Niezachowanie zasad uprzejmości i życzliwości w kontaktach międzyludzkich w pracy	Nieuzasadnione zakupy na koszt firmy
Niezachowywanie się z godnością	Zagarnięcie należności od klienta	

Źródło: opracowanie własne na podstawie własnego osądu.

Nadużycia sensu stricte to dla mnie wszelkie te czyny i postępowania, które regulowane byłyby wszelkimi przepisami, nie tylko prawnymi, ale także ustaleniami własnymi jednostek, wytycznymi środowisk zawodowych oraz kodeksami etyki czy wewnętrznymi uregulowaniami przedsiębiorstw. Zakwalifikowanie danego czynu do tej grupy nie budziłoby więc żadnych wątpliwości, głównie z uwagi na występujące wskazania w w/w regulacjach. Jednak niemożliwym jest enumeratywne ujęcie wszystkich niedopuszczalnych zachowań w regulacjach. Dlatego powstała kategoria nadużyć sensu *largo*. W tym przypadku zaliczenie danego czynu do nadużyć sensu *largo* uwarunkowane byłoby głównie osobistym, a więc czysto subiektywnym postrzeganiem sprawiedliwości, etyki czy społecznej odpowiedzialności biznesu, jak np. nieprzykładanie się do pracy (tab. 4).

Pojęcie nadużyć nie jest łatwe do scharakteryzowania, głównie z uwagi na konieczność zdefiniowania co jest sprzeczne z normami, a co etycznie dopuszczalne. Kwestia nadużyć lekkich jak np. zbyt duża ilość przerw w pracy, czy korzystanie z Internetu pracodawcy na potrzeby własne może być i jest kwestią sporną. Pytaniem jest czy „już” zaliczone mają one zostać do nadużyć czy „jeszcze” nie (przedział niekonkluzywności). O ile nie ma problemu z jawnym okradaniem pracodawcy (tu sprawa jest co do zasady bezdyskusyjna), o tyle nadużycia sensu *largo* do takich już nie należą. Nadużycia te często są traktowane jako forma zadośćuczynienia bądź jako forma „pseudoświadczeń” socjalnych – nie są nazywane wprost „po imieniu”. Przeciwnicy zaliczania ich do działalności *nie fair* względem przedsiębiorstwa mogą postulować, że działania te służą jedynie „relaksowi w pracy”, a rozluźniony pracownik to efektywny pracownik. Kwestia ta jest prawdą i fałszem zarazem, albowiem zaznaczyć należy, że zaliczając dany czyn do kategorii nadużyć w niektórych przypadkach należy mieć na uwadze przepis zdrowego rozsądku. Organizacja nie może bowiem stać się jednostką totalitarną. Dotyczy to zwłaszcza tych działań, które bezpośrednio nie są penalizowane przez wszelkie akty prawne i wewnętrzne regulacje jednostek. Zaliczenie danego czynu do nadużycia sensu *stricte* bądź *largo* będzie w głównej mierze wypadkową podejścia organizacji. Różne jednostki mają bowiem różne podejście do nadużyć – od bezwzględnego braku tolerancji dla jakichkolwiek nieuczciwych działań, przez wyznaczenie poziomu ryzyka, od którego przedsiębiorstwo będzie reagować. Dlatego te czyny, które dla jednych jednostek zaliczać się będą do nadużyć *largo* dla innych mogą być nadużyciami sensu *stricte* i odwrotnie. Nie zmienia to jednak faktu, że nadużycia sensu *stricte* i *largo* należą do kategorii nadużyć. Z powyższego wyłania się więc kwestia zaufania: gdzie postawić granicę?

PODSUMOWANIE

Wielorakość przejawów nieczystych zachowań w przedsiębiorstwie sprawia, że stworzenie jednoznacznej definicji charakteryzującej zjawisko nadużyć do najłatwiejszych nie należy, w szczególności, gdy występuje szereg pojęć traktowanych synonimicznie jak: oszustwa, nieprawidłowości, błędy, przestępstwa zawodowe, przestępstwa białych kołnierzyków, skrzywienia zawodowe czy naruszenie zasad. W mediach natomiast króluje łapówkarstwo czy bardziej chwytliwe: korupcja, oszustwo, defraudacja. Pojęcia te są traktowane wymienianie, choć nie zawsze jednak prawidłowo. Nadużycia w przedsiębiorstwach są problemem, który dotyka każde przedsiębiorstwo, z tą różnicą, że niektóre z nich tego „nie odkryły”. Obserwując poczynania wielu firm czy instytucji można stwierdzić, że jedną z przyczyn, dla których przedsiębiorstwa nie osiągają efektów adekwatnych do ponoszonych nakładów jest właśnie zjawisko nadużyć. Stąd istnieje potrzeba, aby poznać i przyjrzeć się bliżej temu pojęciu. Artykuł stanowi próbę rozstrzygnięcia szeregu wątpliwości. Tematem przewodnim stało się nadużycie, którego istota traktowana jest w literaturze wciąż marginalnie.

BIBLIOGRAFIA

- Albrecht W. S., Albrecht C., Albrecht C. C., 2008, *Current Trends in Fraud and its Detection*, „Information Security Journal: A Global Perspective”, vol. 17, issue 1.
- Aluchna M., 2008, *Oszustwa korporacyjne (część I): geneza, skala i zagrożenia*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, z. 86, SGH, Warszawa.
- Appelbaum R. P., Chambliss W. J., 1997, *Sociology: A Brief Introduction*, Wydawnictwo Longman, New York.
- Bela A., Bolesławska E., 2005, *Oszustwa finansowe. Podręcznik dla audytora*, Biblioteka audytora, Infoaudit, Warszawa.
- Bereśniewicz M., Kuchenbeker J., 2012, *Jak zbudować korporację odporną na nadużycia?*, „Przegląd antykorupcyjny. Czasopismo Centralnego Biura Antykorupcyjnego”, nr 1(2).
- Croall H., 2001, *Understanding White Collar Crime*, Filadelfia.
- Definicja audytu wewnętrznego, Kodeks etyki oraz Międzynarodowe standardy praktyki zawodowej audytu wewnętrznego*, tłumaczenie na język polski, data tłumaczenia – grudzień 2012, The IIA.
- Edelhertz H., 1970, *The Nature, Impact and Prosecution of White-Collar Crime*, National Institute of Law Enforcement and Criminal Justice, U.S. Department of Justice Law Enforcement Assistance Administration.
- Flostoiu S., 2012, *The Relationship Between Internal Audit and Fraud*, „Biuletyn Stintific” 2012, vol. 17 (June).
- Friedrichs D. O., 2002, *Occupational Crime, Occupational Deviance and Workplace Crime. Sorting out the Difference*, „Criminal Justice”, vol. 2(3), Londyn.
- Giese J., 1980, *White-Collar-Crime and Blue-Collar-Crime*, Ludwig-Maximilians Universitaet, Munchen.
- Górnioł O., 1995, *Przestępczość przedsiębiorstw i karanie jej sprawców*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.

- Grabarczyk G., 2002, *Przestępczość gospodarcza na tle przemian ustrojowych w Polsce*, Wydawnictwo TNOiK, Toruń.
- Hollinger R. C., Clark J. P., 1983, *Theft by Employees*, Lexington Books, Lexington.
- Iyer N., Samociuk M., 2007, *Spacer po linie. Opowieść o defraudacji i korupcji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jasiński W., 2013, *Nadużycia w przedsiębiorstwie – przeciwdziałanie i wykrywanie*, Poltext, Warszawa.
- Kraciuk J., 2012, *Przestępstwa gospodarcze w przedsiębiorstwach i sposoby ich przeciwdziałania*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 690: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 51.
- Maj M., Ambroziak D., 2013, *Oszustwa i nieuczciwość w organizacjach*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa.
- Międzynarodowy Standard Rewizji Finansowej nr 240: Odpowiedzialność biegłego rewidenta podczas badania sprawozdań finansowych dotyczących oszustw.*
- Napierała H., 2005, *Spoleczna percepcja zjawiska przestępczości „białych kołnierzyków”*, [w:] J. Sójka (red.), *Etyka biznesu po „Enronie”*, Wydawnictwo Fundacji Humaniora, Poznań.
- Nyc M., 2008, *Przestępstwa białych kołnierzyków jako zagrożenie dla ekonomicznego bezpieczeństwa państwa*, „Bezpieczeństwo”, nr 1/2.
- Pauch D., 2010, *Nadużycia jako niedoceniane zagrożenie przedsiębiorstw*, [w:] *Strategie zarządzania mikro i małymi przedsiębiorstwami*, „Zeszyty Naukowe nr 585: Ekonomiczne Problemy Usług”, nr 50.
- Pauch D., 2012, *Ryzyko nadużyć w przedsiębiorstwach w świetle badań*, „Zarządzanie zasobami ludzkimi”, nr 2, Komitet Nauk o Pracy i Polityce Społecznej PAN, Instytut Pracy i Spraw Socjalnych.
- Rossi E., 2012, *Five Tips to Reduce the Risk of Internal Fraud: Keeping Controls Current*, „The CPA Journal”, vol. 10.
- Schmitt R., 1958, *Strafrechtlichemassnahmen gegen Verbände*, Stuttgart.
- Słowniczek Terminów Rewizji Finansowej*, http://www.ifac.org/sites/default/files/downloads/Polish_GuidetoUsingISAs_Glossary.pdf.
- Świda W., 1982, *Prawo karne*, PWN, Warszawa.
- Ustawa z dnia 20 maja 1971 r. – Kodeks wykroczeń*, DzU 1971, nr 12, poz. 114 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks karny*, DzU 1997, nr 88, poz. 553 z późn. zm.
- Wells J. T., 2006, *Nadużycia w firmach, vademecum zapobieganie i wykrywanie*, LexisNexis, Warszawa.
- Zikmund P., 2008, *4 steps to a Successful Fraud Risk Assessment*, „Internal Auditor”, vol. 2. [www1] <http://sjp.pwn.pl/sjp/uchybiecie;2531911.html>.

TERMINOLOGICAL DILEMMA OF THE CONCEPT FRAUD IN IN THE COMAPNIES

At the moment when an economic activity emerged, cheating and bending the rules for own benefits surfaced will of cheating and bending the rules for own benefits (lat. *pro bono sua*). Hence this topic is not a novelty. The main aim of this paper is sorting put the terms and a presentation of my own division of frauds. This proposal was put forward within my Master Thesis. It was defended in 2015 in Finance and Accountancy of SMEs Chair UL. The tutor was A. Skoczyła-Tworek. A research method which was employed by me is a critical analysis of a current writing concerning the fraud topic.

Key words: frauds, scam, crime, coworkers anomie.

• F I N A N S E I P R A W O F I N A N S O W E •
• Journal of Finance and Financial Law •

Wrzesień/September 2016 • vol. III, no. 3

ISSN 2353-5601

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.3.3.04>

WPŁYW IMPLEMENTACJI PODATKU BANKOWEGO NA BANKI NOTOWANE NA WARSZAWSKIEJ GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Katarzyna Kuta^{*}, Krzysztof Rudnicki^{**}

Streszczenie:

Artykuł skupia się wokół zagadnienia podatku bankowego i jego wpływu na banki notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Opracowanie bazuje na założonej przez autorów hipotezie, iż podatek bankowy wywiera znaczący wpływ na wyniki finansowe banków. W pracy zawarte zostały zarówno teoretyczne, jak i empiryczne konkluzje związane z tym zagadnieniem. Artykuł zawiera również autorskie badanie przeprowadzone na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Słowa kluczowe: podatek bankowy, bankowość, Giełda Papierów Wartościowych, podatki.

JEL Class: G01, G21, H12, H38.

Przyjęto/Accepted: 16.08.2016

Opublikowano/Published: 30.09.2016

WPROWADZENIE

Środki pieniężne są niezbędne w celu prawidłowego wypełniania swoich funkcji przez państwo. Jednym z podstawowych narzędzi umożliwiających ich pozyskiwanie jest podatek. Podejmując próbę jego zdefiniowania można stwierdzić, iż jest to ogólne, nieodpłatne oraz bezzwrotne, przymusowe świadczenie pieniężne na rzecz państwa lub jednostek publicznoprawnych [Owsiak 2008: 173]. Istotnym podkreślenia jest tutaj ogólny charakter świadczenia. Oznacza to, iż

^{*} Wydział Matematyki i Informatyki, Uniwersytet Łódzki.

^{**} Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

obowiązkiem podatkowym objęte są wszystkie spełniające dane warunki osoby zarówno fizyczne jak i prawne. Ważnym odnotowania jest również pieniężna natura podatku, która to odróżnia go od innych przymusowych świadczeń na rzecz państwa, takich jak na przykład służba wojskowa. Podatek może być rozważany zarówno w kategorii fiskalnej, jak i ekonomicznej. W pierwszym przypadku, zaspokaja on państwowy popyt na środki pieniężne. W swoim drugim znaczeniu zwiększa on faktyczny wypływ gotówki od podatników, a co za tym idzie, wpływa na zmianę sytuacji finansowej danej jednostki.

Szczególnymi podmiotami obciążonymi podatkami są instytucje finansowe. Mimo ich znaczącego udziału w gospodarce – jak wynika z publikacji Komisji Nadzoru Finansowego z 2013 r. udział samych depozytów bankowych, więc wyłącznie jednego rodzaju instytucji finansowych, wynosił w przypadku gospodarstw domowych 32%, a w przypadku przedsiębiorstw 12% PKB [Radziszewski 2013: 11–12] – uważa się, iż opodatkowanie tychże podmiotów jest relatywnie niskie w stosunku do jego rozmiarów. Obciążenie instytucji finansowych często określane jest mianem preferencyjnego, a co za tym idzie pojawia się obawa o utratę zaufania konsumentów do tychże instytucji [Marcinkowska 2011: 100–127].

Uwzględniając specyficzny charakter działalności niektórych instytucji finansowych na przykładzie banków, warte odnotowania jest to, iż produkty oferowane grupie docelowej często stanowią o koszcie pozyskania kapitału, wskutek czego wzrost obciążeń nakładanych przez rząd może przekładać się na zwiększenie kosztu finansowania nie tylko gospodarstw domowych, lecz również podmiotów gospodarczych, w wyniku czego konsumenci indywidualni mogą zmniejszyć swoją konsumpcję, a przedsiębiorstwa dociążone wyższym kosztem kapitału zrezygnować z rozszerzenia swojej działalności, co z kolei może przekładać się na zahamowanie wzrostu gospodarczego.

Ze względu na ostatnie kryzysy finansowe, często podejmowana jest kwestia zwiększenia kontroli nad poszczególnymi grupami instytucji finansowych poprzez podwyższanie obecnie obowiązujących stawek podatkowych bądź wprowadzanie nowych obciążeń. Przykładem takich działań jest między innymi podatek transakcyjny (podatek Tobina), będący częstym przedmiotem krytyki, ze względu na ewentualne skutki jego wprowadzenia [Gajda-Kantorska 2014: 191–200]. Miał on między innymi ograniczyć akcje spekulacyjne banków inwestycyjnych na rynkach wymiany walutowej. Innym przykładem obciążeń instytucji finansowych jest tak zwany podatek bankowy, przyjmujący za podstawę płatności m.in. aktywa posiadane przez określone podmioty. Został on wprowadzony między innymi w Polsce – pierwszym miesiącem jego obowiązywania był luty 2016 r.

Autorzy niniejszej pracy starają się określić możliwe skutki wynikające z wprowadzenia dodatkowego obciążenia instytucji finansowych podatkiem od wartości aktywów. Praca skupiać się będzie na możliwym wpływie ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych¹ na sytuację finansową banków. W artykule zostaną przedstawione zarówno teoretyczne rozważania dotyczące możliwych zmian w wynikach finansowych banków, faktyczne skutki wprowadzenia obciążeń banków w innych krajach oraz wynik prognoz mających na celu określenie możliwych zmian rentowności banków po opodatkowaniu. Hipotezą badawczą jest stwierdzenie, iż podatek bankowy negatywnie wpłynie nie tylko na wyniki finansowe banków, lecz również będzie to miało odzwierciedlenie na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW).

Artykuł składa się z czterech głównych sekcji. Pierwsza traktuje o teoretycznych zagadnieniach dotyczących działalności bankowej. W drugiej ukazane są teoretyczno-prawne zagadnienia związane z obciążeniami nałożonymi na banki. Trzecia ukazuje dotychczasowe skutki wprowadzenia dodatkowych obciążeń nałożonych na banki w państwach UE innych niż Polska. Czwarta natomiast zawiera wyniki prognozy wpływu podatku bankowego na banki będące spółkami publicznymi działającymi na terenie Rzeczypospolitej Polskiej.

1. DZIAŁALNOŚĆ BANKOWA

Uwaga czytelnika skupiona jest przez autorów na zagadnieniu podatku od niektórych instytucji finansowych w odniesieniu do banków. Umotywowane jest to wspomnianym wcześniej aspektem kreacji kosztu kapitału przez banki, co w największym stopniu wpływa na gospodarkę w skali zarówno makro- jak i mikroekonomicznym, a także na gospodarstwa domowe. Ze względu na powyższe, kluczowym elementem staje się poziom oferowanych przez banki stóp procentowych kredytów i pożyczek stanowiących koszt kapitału obcego.

Dla lepszego zrozumienia mechanizmu oddziaływania podatku bankowego na wysokość stóp procentowych należy zapoznać się z podstawami działalności bankowej. Jest ona w głównej mierze regulowana przez *Ustawę z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe*. Określa między innymi sposób tworzenia oraz organizacji nie tylko samych banków, lecz również oddziałów i przedstawicielstw banków zagranicznych prowadzących działalność na terenie Rzeczypospolitej Polskiej etc. [*Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe*, art. 1].

Prawo bankowe określa szereg czynności określanych czynnościami bankowymi, do których zalicza się między innymi:

- przyjmowanie wkładów pieniężnych płatnych na żądanie (...),
- prowadzenie innych rachunków bankowych,

¹ Dalej „ustawa”.

- udzielanie kredytów,
- udzielanie pożyczek,
- udzielanie i potwierdzanie gwarancji bankowych.

Szczególnie godne uwagi – głównie w odniesieniu do tak zwanego podatku bankowego – są działalności kredytowe oraz czynności związane z udzielaniem pożyczek. W celu określenia wpływu podatku na kreowanie kosztu kapitału kluczowym jest zbadanie zależności pomiędzy wysokością oraz charakterem podatku a rentownością danego podmiotu, co pośrednio może mieć swoje odzwierciedlenie w stopach procentowych oferowanych przez banki.

Banki stanowiące część rynku finansowego są swego rodzaju pośrednikami między podmiotami będącymi w posiadaniu nadwyżki kapitałowej oraz podmiotami zgłaszającymi zapotrzebowanie na kapitał. Poprzez przyjmowanie depozytów od kapitałodawców tworzą bazę kapitałową (pasywów), która stanowi zobowiązania wobec kontrahentów. Z kapitału zgromadzonego przez banki udzielane są kredyty i pożyczki, z czego wynika funkcja pośredniczenia w wymianie kapitału. Banki, jak i inne podmioty działające w gospodarce rynkowej (poza podmiotami *non profit* bądź spółkami pożytku publicznego), działają w celu generowania zysków. W tym konkretnym przypadku stanowi on różnicę pomiędzy oprocentowaniem oferowanych depozytów oraz oprocentowaniem kredytów udzielonych przez bank. Poza opisaną funkcją transferu kapitału, działalność kredytowa stanowi istotny element współczesnej gospodarki. Jest tak ze względu na fakt, iż akcja kredytowa stanowi podstawowe narzędzie kreacji pieniądza, co wynika bezpośrednio z funkcjonowania systemu rezerw cząstkowych.

2. OBCIĄŻENIA FINANSOWE BANKÓW

Sektor finansowy stanowi jedną z większych grup wchodzących w skład gospodarki narodowej. Rozpatrując obciążenia nałożone na instytucje finansowe można zauważyć, iż są one niewspółmiernie niskie w stosunku do ich udziału w PKB. Idąc dalej, często podnoszona jest kwestia kontrowersji związanych ze sposobem opodatkowania instytucji pośrednictwa finansowego [Marcinkowska 2011]. Jedną ze znaczących grup sektora finansowego są banki. Ze względu na funkcję kreacji pieniądza oraz bezpośredni wpływ na koszt pozyskiwanego kapitału stanowią one bardzo istotne ogniwo dla całej gospodarki rynkowej. Argumentem za zbyt niskim obciążeniem fiskalnym banków jest między innymi zwolnienie części produktów i usług finansowych z obciążenia podatkiem VAT. Z drugiej jednak strony banki mogą być określone mianem instytucji zaufania publicznego. Analizując powyższe stwierdzenie należy zastanowić czy i jak dodatkowe obciążenie banków mogłoby przełożyć się na postrzeganie banków przez społeczeństwo. Wraz ze wzrostem obciążeń fiskalnych występuje zmniejsz-

szenie dochodowości jednostek gospodarczych – rozpatrując narzędzia analizy finansowej, takie jak wskaźniki rentowności bazujące głównie na zysku netto. Pogorszenie zyskowności daje zaś negatywny sygnał zarówno inwestorom jak i klientom banków. Ponadto, aby osiągnąć rentowność nie mniejszą niż przed dodatkowym opodatkowaniem banki, zmuszone będą do ustanawiania wyższego *spreadu* między oprocentowaniem depozytów a kredytów (pomniejszając koszty w przypadku zmniejszenia atrakcyjności depozytów bądź powiększając wpływ z racji wzrostu kosztu kapitału, a zatem podwyższania oprocentowania kredytów). Powyższe dywagacje ukazują wieloaspektowość zagadnienia nałożenia dodatkowego podatku na sektor bankowy. Z jednej strony mogłoby to stanowić znaczny wzrost wpływów do budżetu państwa, z drugiej zaś może pogorszyć sytuację finansową banków, a w konsekwencji podnieść koszt pozyskiwanego kapitału, zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Jednym ze skutków może być również utrata zaufania zarówno kontrahentów jak i inwestorów oraz znaczne pogorszenie się sytuacji w sektorze instytucji finansowych.

Podmioty prowadzące działalność bankową obciążone są różnego rodzaju opłatami fiskalnymi. Obok tych, do których uiszczania zobligowane są również jednostki niebędące bankami, takich jak podatek dochodowy od osób prawnych, podatek od nieruchomości czy innego rodzaju daniny na rzecz państwa, występują również inne opłaty – między innymi związane z bankowym funduszem gwarancyjnym. Jednym z podstawowych obciążeń fiskalnych jest podatek dochodowy od osób prawnych (CIT). Jest on świadczeniem bezpośrednim i obciąża dochody uzyskane przez osoby prawne. Podstawą opodatkowania jest w tym przypadku dochód jednostki gospodarczej bez względu na źródła, z jakich został osiągnięty. Zarówno dla innych działalności, jak i dla banków stawka CIT wynosi 19%. Innym obciążeniem nałożonym na banki jest podatek od nieruchomości. Jest to obciążenie lokalne dotyczące różnego rodzaju nieruchomości, takich jak grunty, budynki lub ich części [Różyński i Kowalski 2011: 77–88]. Oczywiście jest sposób funkcjonowania podatku od nieruchomości i z tego względu nie wymaga on dalszego komentarza – w zależności od przedmiotu opodatkowania podstawę stanowi powierzchnia użytkowa (grunty) bądź wartość nieruchomości (budowle związane z prowadzeniem działalności gospodarczej). Jak było wspomniane banki zwolnione są z podatku od wartości dodanej m.in. usług udzielania kredytów i pożyczek, prowadzenia rachunków pieniężnych, wszelkiego rodzaju transakcji płatniczych i innych [Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług].

Innym istotnym obciążeniem sektora bankowego są wpłaty na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego (BFG). Fundusz ten stanowi masę majątkową mającą na celu gwarancję zwrotu – do ustalonej wartości – środków pieniężnych gromadzonych na rachunku bankowym w przypadku upadłości banku. Uczest-

nictwo w BFG jest obowiązkowe. Partycypacja w nim polega na dokonywaniu okresowych wpłat na rzecz funduszu. Wartość obowiązkowych opłaty na pierwszy kwartał 2016 r. została określona w drodze uchwały podjętej w dniu 23 marca 2016 r. i wynosi 0,04175% łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko – naliczanej zgodnie z *Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z dnia 23 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych*.

Jednym z ważniejszych problemów związanych z opodatkowaniem sektora finansowego jest wspomniana wcześniej sytuacja nieproporcjonalnego do jego wielkości obciążenia fiskalnego. W celu zniwelowania braku równowagi w tym aspekcie powstają koncepcje stworzenia nowych podatków nakładanych na sektor bankowy. Dodatkowe obciążenia motywowane są w głównej mierze próbą stabilizacji sektora finansowego. Wysokie koszty związane ze światowymi kryzysami z 2008 r., które w głównej mierze spowodowane były przez instytucje finansowe (zwłaszcza kredyty typu *NINJA* oraz *subprime*² [Konopczyk i in. 2010: 45–70], a także ich sekurytyzacja przez zakłady ubezpieczeniowe) wywołały znaczne skutki dla budżetów państw (dokapitalizowanie banków ze środków budżetu państwa bądź obniżenie wpływów do budżetu z tytułu płaconych przez osoby fizyczne oraz podmioty sfery realnej podatków) [Marcinkowska 2011]. Rozpatrując ten argument, dodatkowe opłaty poprawiłyby jakość udzielanych kredytów kosztem ewentualnego zmniejszenia akcji kredytowej. Miało to również kompensować państwu utratę środków przeznaczonych na próbę ratowania banków przed ich upadłością. Poza wymienionymi argumentami dodatkowe opłaty uiszczane przez banki kumulowane byłyby na rzecz możliwych przyszłych kryzysów finansowych.

W dyskusji dotyczącej nałożenia dodatkowych obciążeń na sektor bankowy pojawiały się trzy główne rodzaje dodatkowych opłat. Jednym z nich było ustanowienie podatku od wysokości posiadanych przez banki zasobów. Jego podstawą w zależności od koncepcji mogą być aktywa ważone ryzykiem (wprowadzony we Francji), pasywa pomniejszone o fundusze własne i zobowiązania wobec klientów oraz wartość nominalną derywatów (Niemcy), aktywa pomniejszone o wybrane pozycje (Węgry) bądź inne składniki *majątku* [Wybrane aspekty..., 2010: 1–18]. Podobnym w swojej konstrukcji obciążeniem jest podatek od działalności finansowej (*Financial Activity Tax* – FAT). Podobieństwo stanowi tutaj obciążenie wielkości finansowej, a nie konkretnych działalności. Podstawą opodatkowania może być tutaj przychód osiągnięty przez podmiot gospodarczy, zysk bądź wartość dodana stanowiąca nadwyżkę zysków gotówkowych powyżej określonego poziomu dochodu [Juszczak i Snarski 2011: 43–56]. Istotnym aspektem takiej konstrukcji podatku jest brak ingerencji w działalność transak-

² Kredyty *No Income No Job No Assets* udzielane osobom bez żadnych przychodów, zatrudnienia bądź aktywów oraz kredyty *subprime* udzielane osobom o niskiej zdolności kredytowej.

cyjną banków przy jednoczesnym obciążeniu działalności danego podmiotu. Może on poprawić efektywność całego rynku przy jednoczesnym zniechęceniu podmiotów do podejmowania zbytecznego ryzyka. Poza podstawowym celem jakim jest generowanie dochodów do budżetu państwa, godnym odnotowania jest to, iż podatek obejmuje wyłącznie podmioty nim obciążone – w przypadku podatku od transakcji pośrednio dotknięte są nim również inne instytucje stanowiące drugą stronę transakcji. Jednym z możliwych wariantów FAT może być również konstrukcja, w której podatek naliczany jest od renty ekonomicznej – zysku powiększonego o wysokie wynagrodzenia. W takim przypadku pojawia się dodatkowa korzyść ograniczenia nadmiernych wynagrodzeń w bankach. Rozpatrując ten typ obciążeń należy również zwrócić uwagę na argumenty przemawiające przeciwko niemu. Z racji faktu, iż podstawą jest tutaj wartość odpowiadająca przychodom bądź zyskowi banku, pojawia się ryzyko przeniesienia ciężaru dodatkowego obciążenia na klientów banku poprzez kanały cenowe. Innym, równie istotnym, aspektem charakteru podstawy opodatkowania jest jej możliwe obniżenie poprzez zwiększanie kosztów banków (w przypadku, gdy podatek płacony jest nie od przychodów, lecz od różnego rodzaju zysków). Najgorszą z możliwych sytuacji jest zniechęcenie do prowadzenia działalności bankowej poprzez ograniczenie rentowności banku tego typu obciążeniem. Obciążenie zysków banków może bezpośrednio przełożyć się na zmniejszenie stopy zwrotu na zainwestowanym kapitale, a co za tym idzie, istnieje obawa utraty części inwestorów.

Kolejnym z możliwych obciążeń jest podatek od transakcji finansowych (*Financial Transaction Tax* – FTT). W pierwotnej wersji stanowił on narzędzie mające na celu ograniczenie działalności spekulacyjnej banków – podstawą opodatkowania były ów transakcje spekulacyjne. Do jego rozwoju przyczynili się Keynes – sugerując, iż podstawą opodatkowania powinien być obrót akcjami – oraz Tobin, który zaproponował obciążenie transakcji walutowych [Gajda-Kantorowska 2014]. W dzisiejszej wersji jest to podatek obrotowy, którego podstawą są transakcje dotyczące instrumentów finansowych. Również w dzisiejszych czasach głównym celem jest ograniczenie ryzyka sektora bankowego poprzez zmniejszenie akcji spekulacyjnej banków. Ponadto, jak każde obciążenie fiskalne, zapewnia dopływ środków do budżetu państwa. FTT z racji swojego ogólnego charakteru może być rozpatrywane w dwóch podstawowych ujęciach – wąskim oraz szerokim. W węższym znaczeniu stanowi on podatek wyłącznie od dwóch rodzajów instrumentów jakimi dokonywane są transakcje – akcji oraz obligacji. W znaczeniu szerszym obejmuje również pozostałe instrumenty finansowe – włącznie z instrumentami pochodnymi. Wykluczenie instrumentów pochodnych w przypadku węższej definicji umotywowane jest trudnością ich wyceny, co przekłada się na możliwość nieprawidłowego określenia stawki podatku.

Głównym argumentem zwolenników wprowadzenia podatku od transakcji finansowych jest odwołanie się do zmienności aktywów finansowych. Transakcje spekulacyjne prowadzą do znacznych wahań na rynku instrumentów finansowych, co może skutkować zachwianiem fundamentalnej równowagi cen aktywów finansowych. To z kolei może doprowadzić do osłabienia wzrostu gospodarczego. Krytyka podatku FTT polega w głównej mierze na przywołaniu argumentu dotyczącego płynności rynków finansowych. Podatek zwiększyłby koszty transakcyjne przyczyniając się do ograniczenia akcji transakcyjnej banków, co może spowodować znacznie mniejsze możliwości handlu na tychże rynkach (spadek płynności). Mniejsza płynność rynków prowadzi do powstania ryzyka braku możliwości szybkiego upłynnienia aktywów oraz do wzrostu zmienności cen.

Wielu ekonomistów (zarówno praktyków jak i teoretyków) zgadza się ze stwierdzeniem, iż sektor instytucji finansowych, w tym sektor bankowy, podlega zbyt niskiemu obciążeniu fiskalnemu relatywnie do jego wielkości. W dyskusji dotyczącej nałożenia dodatkowych opłat na sektor bankowy oraz inne podmioty prowadzące działalność finansową problemem nie jest to czy instytucje te powinny zostać dociążone dodatkowymi opłatami, lecz to, w jaki sposób powinno być to uczynione. Z reguły przytaczane są dwie możliwości rozwiązania tego problemu. Obciążenie zasobów posiadanych przez bank bądź opodatkowanie działalności banków.

3. OCENA IMPLEMENTACJI PODATKU BANKOWEGO W KRAJACH UNII EUROPEJSKIEJ

Impulsem do rozważań dotyczących wprowadzenia nowych podatków obciążających między innymi sektor bankowy była sytuacja powstała po zakończeniu kryzysu na rynku kredytów hipotecyjnych w 2008 r. Rządy wielu państw rozpoczęły debatę dotyczącą tego, w jaki sposób zabezpieczyć się przed możliwym powtórzeniem się kryzysowej sytuacji oraz jak zminimalizować skutki powstałego w tamtych latach kryzysu. Głównymi kwestiami podnoszonymi w debatach było kompensowanie kosztów związanych z pomocą kierowaną instytucjom finansowym przez rządy, niemniej jednak równie istotnymi były te dotyczące zmniejszenia recesji spowodowanej ogólną sytuacją w gospodarce. W ramach pierwszego spotkania omówiona została kwestia podatków od instytucji finansowych – miało to miejsce podczas posiedzenia Komitetu EFC w sierpniu 2010 r. [*Wybrane aspekty...*, 2010]. Podczas drugiej dyskusji – we wrześniu 2010 r. – omawiana była koncepcja podatku od transakcji finansowych. Według większości uczestników debaty pomysł obciążenia transakcji finansowych był zbyt skomplikowany i mógłby prowadzić do przenoszenia ob-

ciężań na inne podmioty. Rozwiązaniem tej kwestii miało być wprowadzenie podatku FTT w skali globalnej [*Summary of the ECOFIN Council Meeting on 7 September 2010*]. Według większości debatujących był to jedyny sposób umożliwiający efektywne wprowadzenie tego typu opłat. Na kolejnych posiedzeniach pojawiały się również propozycje wprowadzenia podatku od działalności finansowej oraz zniesienia zwolnienia transakcji finansowych od podatku VAT. Brak porozumienia w sprawie symultanicznego wprowadzenia podatku FTT doprowadził do sytuacji, w której rządy państw (m.in. Węgier, Szwecji) zaczęły indywidualnie wprowadzać ten typ opłat.

Oceniając skutki wprowadzenia różnego rodzaju obciążeń nakładanych na instytucje finansowe należy wziąć pod uwagę wiele różnych aspektów zarówno mikro- jak i makroekonomicznych. Fakt ten decyduje o tym, iż określenie faktycznych wyników wdrożenia nowych podatków jest w praktyce bardzo skomplikowany. Analizując skutki decyzji o dodatkowych obciążeniach sektora finansowego należy brać pod uwagę nie tylko to, jaki wpływ wywarła ona na poszczególne podmioty, lecz również na ich kontrahentów (w tym podmioty gospodarcze oraz klientów detalicznych) oraz inwestorów. Rozpatrując to zagadnienie należy również określić to, czy wprowadzone podatki faktycznie realizują założone im cele (jak np. spadek ryzyka podejmowanego przez m.in. banki).

Próby określenia wpływu wprowadzanych przez rządy państw Unii Europejskiej podatków podjęli się Kil i Ślusarczyk [2014: 124–133]. W swojej pracy opublikowanej w 2014 r. skupili się na zbadaniu czy dodatkowe obciążenia sektora bankowego skutkowały obniżeniem ryzyka finansowania banku (*funding risk*). Podstawową rolę, jaką pełnić miał podatek wprowadzony w badanych państwach (poza wpływami do budżetu) było ograniczenie finansowania się banków kapitałem obcym. Miało to spowodować znaczne zmniejszenie tak zwanego *funding risk*. Badanie Kila i Ślusarczyka polegało na określeniu zmian w strukturze kapitałowej banków na podstawie analizy wskaźnika udziału kapitału własnego w sumie bilansowej oraz wskaźnika adekwatności kapitałowej. Próba obejmowała grupę badawczą stanowiącą ogół państw, w których podatek został zaimplementowany oraz grupę kontrolną – państwa, w których podatek nie został wprowadzony. Okresem badawczym były trzy lata od 2011 do 2013 r.

Wyniki Kila i Ślusarczyka ukazują, iż podatek, jakim obciążony został sektor bankowy nie wpłynął na podmioty w sposób, w jaki oczekiwano. Autorzy stwierdzają, iż wprowadzone podatki nie wpływają pozytywnie na ryzyko podejmowane przez banki. Przeciętnie udział kapitału własnego banków należących do grupy badawczej był niższy w latach po wprowadzeniu dodatkowych obciążeń relatywnie do banków państw grupy kontrolnej. Brak pozytywnego wpływu obciążenia sektora bankowego potwierdzona była również dynamiką omawianego wskaźnika w obu grupach. Co więcej, podmioty stanowiące grupę kontrolną wykazały się wyższym przeciętnym poziomem adekwatności kapita-

łowej mierzonej wskaźnikiem CAR (*capital adequacy ratio*). Paradoksalnie podatek mający za główny cel obniżenie ryzyka działalności banków przyczynił się do sytuacji zupełnie odwrotnej. Należy jednak zwrócić uwagę, iż autorzy w pracy oparli swoje badanie na trzyletniej próbie, co z kolei może być okresem zbyt krótkim na strategiczne zmiany dotyczące struktury kapitałowej.

Mając na uwadze skomplikowany charakter omawianego problemu należy dokonywać bardzo wnikliwej i wielokryterialnej analizy oceny implementacji dodatkowych obciążeń sektora bankowego. Wprowadzone do tej pory podatki nie spełniały swojego głównego celu, jakim było ograniczenie ryzyka podejmowanego przez banki. Niemniej jednak z racji krótkiego okresu badawczego dostępnego dla badaczy należy mieć na uwadze również fakt, iż podmioty mogły „nie zdążyć” dostosować swojej strategii do obecnej, nowej sytuacji. Poprawa sytuacji w państwach, w których podatek nie został wprowadzony może służyć za argument przeciwko wprowadzaniu dodatkowych obciążeń. Należy pamiętać o relatywnie krótkim okresie próby badawczej oraz pominięciu kwestii oddziaływania zmian na całą gospodarkę.

4. ROZWAŻANIA DOTYCZĄCE WPŁYWU WPROWADZONEGO PODATKU BANKOWEGO W POLSCE

Temat ewentualnego wpływu na gospodarkę oraz instytucje finansowe jest niezwykle ważny z punktu widzenia faktu implementacji tak zwanego podatku bankowego w Polsce. Pomysł dodatkowych obciążeń pojawiał się w debatach rządowych od co najmniej kilku lat. Już w 2010 r. powstał poselski projekt ustawy, według którego opodatkowane miały zostać instytucje finansowe, a stawka podatku wynosiłaby 0,39%. Głównym celem wprowadzenia podatku było wyłącznie zwiększenie wpływów do budżetu państwa. 15 stycznia 2016 r. została podjęta ustawa, wobec której podatek od niektórych instytucji finansowych obowiązywać miał od pierwszego lutego tego roku.

W świetle polskiego prawa podatek dotyczy między innymi banków krajowych, oddziałów banków zagranicznych, zarówno krajowych jak i zagranicznych oddziałów zakładów ubezpieczeń oraz krajowych zakładów reasekuracji i innych. Podatek pobierany jest co miesiąc – do 25 dnia miesiąca następującego po miesiącu, którego dotyczy podatek. Stawka podatkowa wynosi 0,0366% sumy aktywów podatnika ponad 4 miliardy zł pomniejszonej – w przypadku banków, instytucji kredytowych oraz spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych – o wartość funduszy własnych, podwyższenia funduszy własnych, wartość aktywów w postaci skarbowych papierów wartościowych oraz aktywa nabyte przez podatnika od Narodowego Banku Polskiego.

W niniejszej pracy autorzy skupiają swoją uwagę na możliwym wpływie wprowadzonego podatku bankowego. Badanie w głównej mierze ma na celu ukazanie tego, jakie ewentualne skutki dla rentowności podmiotów sektora bankowego będzie miało wprowadzenie dodatkowych obciążeń. Poza określeniem powyższego przeprowadzone zostaną teoretyczne rozważania dotyczące możliwego wpływu tych zmian na Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych. Badanie zaprezentowane w pracy polega na określeniu wartości podatku bankowego w odniesieniu do zeszłorocznych wyników finansowych banków (za 2015 r.) w celu ukazania, jak konkretna stopa podatkowa wpływa na rentowność danych przedsiębiorstw. Następnie wyniki finansowe banków zostały pomniejszone o wartość podatku. Otrzymane wielkości posłużyły do obliczenia wskaźników rentowności aktywów, rentowności kapitału własnego, a także marży netto. Kolejnym krokiem było zestawienie wyników przed obciążeniem z wynikami po obciążeniu podatkiem od niektórych instytucji finansowych. Drugim etapem badania jest przeprowadzenie prognozy mającej na celu ukazanie prawdopodobnego skutku podatku w 2016 r. Próbę badawczą stanowi jedenaście banków notowanych na GPW i wchodzących w skład portfela WIG-BANKI. Do badania wykorzystane zostały dane dotyczące jedenastu z piętnastu banków z racji niepełnej informacji dla czterech pozostałych.

Pierwszy etap badania stanowiło określenie skutku, jaki miałyby podatek bankowy na rentowność banków w sytuacji, w której podatek obowiązywałby w 2015 r. Tabela 1 przedstawia wyniki przeprowadzonych szacunków wskaźników rentowności zarówno przed, jak i po uwzględnieniu podatku oraz przeciętne wielkości zysków netto dla obu lat, a także przeciętną wielkość podatku za te lata.

Można zauważyć, iż przeciętna wartość podatku dla banków notowanych na GPW stanowiła więcej niż jedną trzecią (38%) wypracowanych zysków netto. Ukazuje to skalę w jakiej podatek wpływa na branżę. Analizując rentowność przed i po uwzględnieniu podatku można zauważyć, iż wystąpił znaczący spadek zyskowności zarówno aktywów (ROA), kapitału własnego (ROE), jak i sprzedaży (ROS)³ – obniżka rentowności wynosiła przeciętnie 47%. Prognozowana przeciętna wartość podatku bankowego stanowiła około 39% prognozowanych przeciętnych zysków netto sektora bankowego (wartości wynosiły odpowiednio 398 687 zł, 1 009 792 zł). Porównując wartości prognozowane z danymi z 2015 r. można również zauważyć, iż przy wzroście zysków netto wysokości 6,5% prognozowana zmiana przeciętnej wartości kwoty podatku wyniosła 11,9%.

³ Indeks dolny jest indykatorem tego, czy wskaźnik obliczony został przed (BT) czy po (AT) uwzględnieniu podatku.

Tabela 1. Wskaźniki rentowności dla 2015 r. przed oraz po uwzględnieniu podatku.

	2015						2016					
	ROA _{BT}	ROE _{BT}	ROS _{BT}	ROA _{AT}	ROE _{AT}	ROS _{AT}	ROA _{BT}	ROE _{BT}	ROS _{BT}	ROA _{AT}	ROE _{AT}	ROS _{AT}
ALIOR	0,8%	8,8%	9,7%	0,4%	4,8%	5,2%	0,6%	7,8%	8,4%	0,2%	2,8%	3,0%
BANKBPH	-1,0%	-7,7%	-21,4%	-1,3%	-10,3%	-28,6%	-0,3%	-2,0%	-5,8%	-0,6%	-4,6%	-13,5%
BOS	-0,2%	-2,8%	-4,7%	-0,5%	-7,5%	-12,7%	0,2%	2,4%	5,1%	-0,1%	-2,2%	-4,0%
BZWBK	1,4%	9,4%	25,1%	1,0%	7,0%	18,7%	1,3%	9,6	27,5%	0,9%	6,9%	19,7%
GETINOBLE	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	-5,7%	-7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	-5,7%	-0,7%
HANDLOWY	1,3%	9,1%	26,4%	0,9%	6,6%	19,1%	1,3%	9,3%	32,5%	0,9%	6,8%	23,7%
INGBSK	1,1%	10,9%	23,3%	0,7%	7,0%	15,1%	1,0%	10,3%	27,2%	0,6%	6,4%	16,9%
MBANK	1,1%	10,6%	24,8%	0,7%	6,9%	16,0%	1,1%	9,4%	26,0%	0,7%	6,1%	16,4%
MILLENNIUM	1,2%	12,9%	24,0%	0,9%	9,0%	16,8%	1,1%	12,0%	27,7%	0,8%	8,1%	18,7%
PEKAO	1,4%	10,0%	27,6%	1,0%	7,4%	20,2%	1,3%	9,3%	31,2%	0,9%	6,7%	22,4%
PKOBP	1,0%	8,5%	19,2%	0,6%	5,2%	11,7%	0,9%	7,9%	20,9%	0,5%	4,3%	11,5%
Śr. zysk netto	948 403 zł						1 009 792 zł					
Śr. wartość podatku	356 386 zł						398 687 zł					

Źródło: opracowanie własne.

PODSUMOWANIE

Wyniki badania ukazują znaczny wpływ podatku na rentowność banków. Rozpatrując prognozy autorów można stwierdzić, iż wysokość podatku jest nieadekwatna do wielkości działalności banków. Zmniejszenie udziału banków wykazujących stratę netto we wszystkich bankach (w odniesieniu do roku 2015) spowodowało wzrost przeciętnego zysku netto banków wchodzących w skład WIG-BANKI. Mimo powyższego, procentowa zmiana określonego podatku była niemal dwukrotnie wyższa pomiędzy 2015 a 2016 r. Kolejnym istotnym wnioskiem płynącym z analizy wyników badania jest to, iż charakter podatku i jego podstawy może doprowadzić do sytuacji, w której wartość podatku przewyższałaby osiągnięty przez dany bank zysk netto.

Rozpatrując zagadnienie podatku bankowego nie można nie zwrócić uwagi na tak istotny element jakim jest wpływ dodatkowych obciążeń na rynek papierów wartościowych. Przeciętne zmniejszenie zysku netto o niemal 40% (rozważając całą branżę) doprowadzi do znacznego wzrostu wskaźnika cena/zysk, co z kolei może doprowadzić do zmniejszenia wartości akcji przedsiębiorstwa należącego do danego sektora. Zmniejszone zyski netto mogą również mieć swoje odzwierciedlenie w wysokości wypłacanej dywidendy, a co za tym idzie prowadzić do obniżenia teoretycznej wartości jednej akcji (zgodnie z modelem Gordo-

na). Istotnym zagadnieniem jest również utrata wiarygodności banków w związku z obniżeniem ich zyskowności. Banki z racji uiszczanego podatku wykazały spadek rentowności w wysokości niemal 50%, co może zaburzyć obraz faktycznej sytuacji finansowej banku.

Analizując wpływ implementacji podatku bankowego w Polsce można dopatrzeć się wielu negatywnych skutków jakie może on mieć na polski sektor bankowy. Obniżenie rentowności o niemal połowę, zmniejszenie możliwości rozwoju banków poprzez możliwy spadek kapitału reinwestowanego mogą prowadzić do pogorszenia postrzegania całego sektora.

Pomimo znacznego zasilenia Budżetu Państwa dodatkowymi funduszami (wielkość podatku wyłącznie wśród banków notowanych na GPW wynosi w przybliżeniu 10,5 miliarda złotych – dla 2015 r. przy założeniu, iż podatek by obowiązywał) istnieje wiele negatywnych aspektów tej szczególnej formy obciążeń fiskalnych. Badanie zawarte w poniższej pracy otwiera pole do dyskusji na temat tego czy wysokość podatku jest adekwatna do prowadzonej przez banki działalności oraz czy forma opodatkowania jest odpowiednia w odniesieniu do polskich realiów.

BIBLIOGRAFIA

- Gajda-Kantorowska M., 2014, *Podatek Tobina – kontrowersje teoretyczne i uwarunkowania praktyczne*, Studia i Materiały „Miscellanea Oeconomicae”, nr 1.
- Juszczak S., Snarski P., 2011, *Przegląd potencjalnych podatków i opłat nakładanych na banki w obliczu globalnego kryzysu gospodarczego*, „Zeszyty Naukowe SGGW: Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 93.
- Kil K., Ślusarczyk R., 2014, *Podatek bankowy w krajach Unii Europejskiej – ocena implementacji*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 348.
- Konopczyk M., Sieradzki R., Wiernicki M., 2010, *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt”, nr 41(6).
- Marcinkowska M., 2011, *Dodatkowe podatki i opłaty od banków – potrzeby, praktyki i dylematy teorii finansów*, [w:] K. Jajuga (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Wybrane aspekty dodatkowego opodatkowania banków w kontekście debaty na forum Unii Europejskiej*, 2010, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Owsiak S., 2008, *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Radziszewski E., 2013, *Bank jako instytucja zaufania publicznego. Gwarancje prawne i instytucjonalne*, wyd. I, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Różyński J., Kowalski O., 2011, *Obciążenia finansowe na przykładzie wybranych banków spółdzielczych*, „Zeszyty Naukowe SGGW: Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej”, nr 92.
- Summary of the ECOFIN Council Meeting on 7 September 2010*, EBC, 14 September.
- Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług*, DzU 2004, nr 54, poz. 535.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe*, DzU 1997, nr 140, poz. 939.

THE IMPACT OF IMPLEMENTING BANK TAX ON BANKS LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

The article is focused on the determination of the influence of so called bank tax on banks listed on the Warsaw Stock Exchange in Poland. The elaboration is based on the assumption of a great impact of the bank tax on financial results of banks. In the article there are presented both theoretical and empirical finding concerning this subject. The article contains results of authors' research made on Warsaw Stock Exchange.

Key words: bank tax, banking, Warsaw Stock Exchange, taxes.

• F I N A N S E I P R A W O F I N A N S O W E •

• Journal of Finance and Financial Law •

Wrzesień/September 2016 • vol. III, no. 3

ISSN 2353-5601

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.3.3.05>

**ODPOWIEDZIALNOŚĆ PROSPEKTOWA FIRMY
INWESTYCYJNEJ Z TYTUŁU OBOWIĄZKOWEGO
POŚREDNICTWA NA RYNKU KAPITAŁOWYM WOBEC
NABYWCÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH
W POLSCE I NIEMCZECH W ŚWIETLE USTAW
SZCZEGÓŁOWYCH ORAZ OGÓLNEJ
ODPOWIEDZIALNOŚCI CYWILNOPRAWNEJ**

Piotr Mijal*

Streszczenie:

W artykule zostają przedstawione sytuacje, w których występuje obowiązkowe pośrednictwo firm inwestycyjnych na rynku kapitałowym związane z dokonywaniem oferty publicznej. Autor analizuje możliwość ponoszenia odpowiedzialności cywilnoprawnej przez firmy inwestycyjne w przypadku wadliwości prospektu emisyjnego, zarówno na podstawie ustawy o ofercie publicznej, jak i Kodeksu cywilnego, inspirując rozważania rozwiązaniami przewidzianymi w niemieckim porządku prawnym.

Słowa kluczowe: prospekt, IPO, odpowiedzialność, bank.

JEL Class: K22.

Przyjęto/Accepted: 16.08.2016

Opublikowano/Published: 30.09.2016

WPROWADZENIE

Upublicznienie informacji o kondycji emitenta i okolicznościach mających wpływ na jego sytuację ekonomiczną i prawną, a tym samym na oferowane przez niego papiery wartościowe stanowi fundament rynku kapitałowego. Istot-

* Wydział Prawa i Administracji, Uniwersytet Jagielloński.

nym środkiem do osiągnięcia celu w postaci uzyskania przez inwestorów możliwie pełnej informacji na temat emitenta oraz oferowanych przez niego papierów wartościowych przed podjęciem decyzji o ich nabyciu, prowadząc tym samym do redukcji asymetrii informacyjnej między inwestorami a emitentem, było wprowadzenie sankcji z tytułu udostępnienia informacji nierzetelnej, nieprawdziwej lub niekompletnej lub przemilczenia informacji we wskazanych powyżej kwestiach, która zarówno w polskiej jak i niemieckiej nauce prawa nazywana jest odpowiedzialnością prospektową [Emmerich 2016: Nb. 137]. Zdaniem T. Sójki podstawowym instrumentem obligującym do przestrzegania obowiązków informacyjnych na rynku kapitałowym są normy określające odpowiedzialność odszkodowawczą [Sójka 2008: Nb. 3.4.]. Należy ten pogląd podzielić – istnienie odpowiedzialności odszkodowawczej z tytułu wystąpienia określonych zdarzeń obliguje bowiem do doprowadzenia do stanu, jak gdyby szkoda nie wystąpiła, pełniąc jednocześnie funkcję odstraszającą przed ich naruszeniem. Funkcji kompensacyjnej z istoty nie pełnią sankcje karne oraz sankcje administracyjne.

Podstawowe normy statuujące cywilnoprawną odpowiedzialność za naruszenie tzw. prospektowych obowiązków informacyjnych zawiera art. 98 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych* (dalej: u.o.p.) [Róg i Wajda 2014: Nb. 3]. Jednocześnie uzasadnione jest stwierdzenie, iż art. 98 u.o.p. stanowi *lex specialis* wobec regulacji dotyczących odpowiedzialności odszkodowawczej przewidzianych w Kodeksie cywilnym (dalej: k.c.) [Kocemba 2013: Nb. 6.3.]. Analogiczna mozaika potencjalnych podstaw odpowiedzialności prospektowej faktycznie występuje w niemieckim porządku prawnym od lat 70. XX w., kiedy to ogólna odpowiedzialność cywilnoprawna jako odpowiedzialność prospektowa zaczęła znajdować zastosowanie w alternatywnym systemie obrotu (tzw. „szary rynek kapitałowy”, *grauer Kapitalmarkt*). Z biegiem czasu, w przypadku wystąpienia naruszeń obowiązków prospektowych na rynku regulowanym, odpowiedzialność cywilnoprawna na podstawie BGB zaczęła stanowić także alternatywną podstawę roszczeń odszkodowawczych wobec przewidzianych w tzw. ustawie szczegółowej, którą jest Wertpapierprospektgesetz (dalej: WpPG).

Powyższe nieuchronnie prowadzi do konieczności rozważenia, czy w polskim porządku prawnym większa szczegółowość podstawy odszkodowawczej z art. 98 u.o.p. wobec art. 415 k.c. powinna oznaczać – w myśl reguły prawnej *lex specialis derogat legi generali* – iż odpowiedzialność odszkodowawcza podmiotu będącego obiektem zainteresowania niniejszego artykułu, tj. firmy inwestycyjnej, z tytułu obowiązkowego pośrednictwa na rynku regulowanym unormowana jest wyłącznie przez art. 98 u.o.p., czy też, wzorem rozwiązań funkcjonujących w prawie niemieckim, możliwa jest odpowiedzialność takiego podmiotu na podstawie ogólnych reguł odpowiedzialności deliktowej.

1. MOŻLIWOŚCI WPŁYWU FIRMY INWESTYCYJNEJ NA PROSPEKT EMISYJNY

Względnie oczywistym jest, iż o odpowiedzialności firmy inwestycyjnej z tytułu wadliwości prospektu emisyjnego może być mowa w przypadku, gdy istnieje obowiązek jego sporządzenia. Sytuacja taka może mieć miejsce przy nowej emisji papierów wartościowych, sprzedaży papierów wartościowych przez ich dotychczasowych właścicieli albo połączeniu nowej emisji papierów wartościowych ze sprzedażą wyemitowanych papierów wartościowych. Obowiązek sporządzenia prospektu powstanie również w przypadku, gdy spółka podejmie decyzję o wprowadzeniu na rynek regulowany dotychczas wyemitowanych papierów wartościowych. Źródła obowiązku sporządzenia prospektu w ostatniej ze wskazanych sytuacji należy doszukać się w art. 7 ust. 1 u.o.p. w zw. z § 3 ust. 1 pkt. 1 Regulaminu Giełdy [*Regulamin Giełdy 2016*, dostęp: 31.01.2016], zgodnie z którymi papiery wartościowe mogą być dopuszczone do obrotu giełdowego, jeżeli został sporządzony odpowiedni dokument informacyjny, zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru. Pod pojęciem odpowiedniego dokumentu informacyjnego należy rozumieć m.in. prospekt emisyjny.

Firmy inwestycyjne mogą pełnić wiele funkcji usługowych wobec emitentów w przypadku powstania obowiązku prospektowego [Miklaszewska 2010: 186]. Niemniej, jeżeli nowa emisja papierów wartościowych, sprzedaż papierów wartościowych albo ich połączenie stanowić będzie ofertę publiczną, współpraca emitenta z firmą inwestycyjną mająca za przedmiot pośrednictwo przy jej dokonywaniu jest obligatoryjna, o czym stanowi art. 19 ust. 1 pkt 2 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi* (dalej: u.o.i.f.) [Szlachetka 2014: 123]. Niejednoznaczny w świetle brzmienia art. 19 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. jest wymagany od firmy inwestycyjnej zakres jej pośredniczenia. *Prima facie* wydaje się, iż minimalny zakres określa art. 27 u.o.p., zgodnie z którym firma inwestycyjna powinna pośredniczyć przy składaniu do KNF prospektu emisyjnego. Taką konstatację uznać należy za nieprawidłową z uwagi na niemożliwość uznania pośredniczenia przy składaniu wniosku za pośrednictwo w dokonywaniu oferty publicznej.

Zgodnie bowiem z art. 3 ust. 1 u.o.p., ofertą publiczną jest udostępnianie informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, w dowolnej formie i w dowolny sposób, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Ta definicja nie rozstrzyga jednak, na czym powinno polegać pośredniczenie przy „udostępnianiu informacji”. W rezultacie pomocne jest odwołanie się przy ustaleniu zakresu czynności pośrednika przy „udostępnianiu informacji” do art. 2 ust. 1 lit. d Dyrektywy 2003/71/WE (dalej: dyrektywa prospektowa) definiującego ofertę publiczną jako „obwieszczenie”. W konsekwencji nie można uznać pośredniczenia przy składa-

niu wniosku do KNF za pośredniczenie przy akcie komunikacji z potencjalnym nabywcą papierów wartościowych emitenta, toteż należy wskazać, iż obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej wynikający z art. 19, ust. 1, pkt 2 u.o.i.f. jest niezależny wobec obowiązku pośredniczenia przy składaniu do KNF prospektu emisyjnego (art. 27 u.o.p.).

Obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu powstanie także w przypadku chęci dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych już wyemitowanych. Obowiązek ten powstaje bowiem *lege non distinguende* na podstawie art. 27 u.o.p., to znaczy niezależnie od tego czy prospekt powstaje w związku z dokonywaniem oferty publicznej czy w oderwaniu od niej.

2. ODPOWIEDZIALNOŚĆ FIRMY INWESTYCYJNEJ Z TYTUŁU POŚREDNICTWA PRZY SKŁADANIU WNIOSKU O ZATWIERDZENIE PROSPEKTU EMISYJNEGO

W świetle zakresu podmiotowego odpowiedzialności za prawidłowość informacji przewidzianego w art. 22 ust. 4 u.o.p. wskazać należy, iż firma inwestycyjna z tytułu obowiązkowego pośrednictwa przy składaniu wniosku o którym mowa w art. 27 u.o.p. mogłaby ponosić odpowiedzialność na podstawie pkt 5 przywołanego art. 22 ust. 4, tj. jako podmiot sporządzający lub biorący udział w sporządzeniu informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym.

W doktrynie niemieckiej uwzględnianie instytucji kredytowej do zakresu podmiotowego przy odpowiedzialności prospektowej na podstawie ustawy szczegółowej wynika ze złożenia podpisu pod prospektem przez uprawnione do jej reprezentacji osoby, o czym stanowi § 5 ust. 4 zd. 2 WpPG. Złożenie podpisów przez wskazane osoby stanowi obowiązek, jeżeli na podstawie przedmiotowego prospektu składany jest jednocześnie wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych na rynek regulowany, do czego obliguje § 5 ust. 3 WpPG w zw. z § 32 ust. 2 Börsengesetz z 16 czerwca 2007 r. Komentatorzy wskazują jednocześnie, iż odpowiedzialność firmy inwestycyjnej, na równi z emitentem, w związku z jej pośrednictwem przy składaniu wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do rynku regulowanego jest wyjątkiem w innych porządkach prawnych [Singhof 2014: Nb. 273].

Polskie regulacje nie uzależniają odpowiedzialności odszkodowawczej firmy inwestycyjnej od złożenia przez nią podpisu na prospekcie lub innej formy ujawnienia jej w prospekcie, lecz od rzeczonoego sporządzenia albo brania udziału w sporządzeniu informacji w prospekcie emisyjnym. W konsekwencji odpowiedzialność z tytułu pośrednictwa przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu uzależniona jest od rozstrzygnięcia, czy firma inwestycyjna pośrednicząca przy składaniu takiego wniosku dokonywała czynności wskazanych w art. 22

ust. 4 pkt 5 u.o.p. W piśmiennictwie prezentowana jest szeroka interpretacja pojęcia sporządzania lub brania udziału w sporządzaniu informacji. M. Kuźnicka i M. Marczuk [Kuźnicka i Marczuk 2014: Nb. 27] definiują je odpowiednio jako kształtowanie treści oświadczenia wiedzy zamieszczonego w prospekcie emisyjnym oraz współpracowanie, co do zasady w każdej możliwej formie, z innymi podmiotami, przy sporządzaniu określonej informacji. W praktyce pod pojęciem brania udziału w sporządzaniu informacji należy rozumieć także sytuacje, gdy określony podmiot zobowiązany jest do przeanalizowania i zweryfikowania fragmentów prospektu sporządzanych przez inne podmioty, jeżeli następuje to w celu ich skorelowania z częścią prospektu sporządzaną przez podmiot dokonujący weryfikacji. Uzasadnionym jest zatem przyjęcie poglądu, iż jeżeli podmiot pośredniczący przy składaniu wskazanego wniosku wyłącznie weryfikuje informacje zawarte w prospekcie emisyjnym i jednocześnie składa podpis pod przedmiotowym wnioskiem, to nie sporządza on ani nie bierze udziału w sporządzeniu informacji zawartych w prospekcie emisyjnym, a tym samym nie odpowiada na podstawie art. 98 ust. 1 u.o.p. Firma inwestycyjna w tym przypadku bowiem nie kształtuje w żaden sposób treści oświadczenia zawartego w prospekcie, a jedynie sygnuje takie oświadczenie sporządzone przez np. emitenta.

Zwrócić jednocześnie należy uwagę, iż podstawę odpowiedzialności firmy inwestycyjnej w związku z pośrednictwem przy wnioskowaniu o zatwierdzenie prospektu emisyjnego ze względu na nieprawdziwość, nierzetelność lub niekompletność informacji w nim zawartych może stanowić także art. 98, ust. 5 u.o.p. Zgodnie z nim, odpowiedzialność taką ponoszą osoby, które wykorzystują w swojej działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi informacje nieprawdziwe, nierzetelne lub niekompletne.

Niejednoznaczność pojęć użytych w art. 98, ust. 5 u.o.p., w tym wykorzystanie ww. informacji „w swojej działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi” jest niekwestionowana [Chłopecki 2014: Nb. 9]. Wykładnia literalna tego zwrotu prowadzi do konstatacji, iż norma obejmuje działalność związaną z zawieraniem umów sprzedaży instrumentów finansowych [*Słownik Języka Polskiego PWN*, dostęp: 31.01.2016]. Jednocześnie przy próbie dekodowania pojęcia „obrotu instrumentami finansowymi” istnieje możliwość posiłkowania się definicjami pierwotnego i wtórnego obrotu, które zostały zawarte w art. 4, pkt 3 i 4 u.o.p. Zgodnie z nimi, obrotem jest przede wszystkim dokonywanie oferty publicznej, czyli udostępnianie informacji, która to czynność została określona w art. 3, ust. 1 u.o.p. Wskazówek interpretacyjnych nie udzielają natomiast dokumenty powstałe w trakcie procesu legislacyjnego, w tym stenogramy z posiedzeń komisji sejmowych, podczas których art. 98 u.o.p. nie był przedmiotem pogłębionej debaty [*ORKA Sejm*, dostęp: 31.01.2016].

Powyższe oznacza, iż firma inwestycyjna mogłaby ponosić odpowiedzialność z tytułu wadliwości prospektu ze względu na pośredniczenie przy składaniu

wniosku o jego zatwierdzenie na podstawie art. 98, ust. 5 u.o.p., jeżeli pośredniczenie przy jego składaniu zostałyby zakwalifikowane jako pośredniczenie przy udostępnianiu informacji o papierach wartościowych emitenta. Taka kwalifikacja jest jednak nieuprawniona ze względu na odrębność etapu składania wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego od etapu udostępniania informacji potencjalnym nabywcom. Tym samym niemożliwe jest dochodzenie roszczeń odszkodowawczych na podstawie art. 98, ust. 5 u.o.p. wobec firmy inwestycyjnej ze wskazanego powyżej tytułu. Wskazany art. 98, ust. 5 w zw. z art. 22, ust. 4 pkt 5 u.o.p. mógłby jednak stanowić podstawę takich roszczeń wobec firmy inwestycyjnej, jeżeli pośrednictwo przy składaniu wniosku miałoby faktyczny wpływ na brzmienie zawartych w prospekcie informacji. Niemniej, przy ograniczeniu się firmy inwestycyjnej wyłącznie do złożenia podpisu pod wnioskiem o dopuszczenie, odpowiedzialność na wskazanej podstawie prawnej jest wyłączona.

3. ODPOWIEDZIALNOŚĆ FIRMY INWESTYCYJNEJ NA PODSTAWIE U.O.P. Z TYTUŁU OBOWIĄZKOWEGO POŚREDNICTWA PRZY DOKONYWANIU OFERTY PUBLICZNEJ

Jak wskazano w poprzedniej części pracy, art. 19 u.o.i.f. statuuje niezależny obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej wobec obowiązku z art. 27 u.o.p., który dotyczy dokonywania oferty publicznej. Aktualne zatem pozostaje pytanie, czy firma inwestycyjna może ponosić odpowiedzialność na podstawie art. 98, ust. 1 u.o.p., względnie na podstawie art. 98 ust. 5 u.o.p. z tytułu pośrednictwa przy dokonywaniu oferty publicznej.

Odpowiedzialność firmy inwestycyjnej z tytułu udostępnienia informacji o papierach wartościowych emitenta, dokonywanego w imieniu emitenta, na podstawie art. 98, ust. 1 u.o.p. możliwa jest w przypadku, jeżeli taki podmiot sporządzał albo brał udział w sporządzeniu informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym, o czym stanowi art. 22, ust. 4, pkt 5 u.o.p. Wymóg pośrednictwa o którym mowa w art. 19, ust. 1, pkt 2 u.o.i.f. nie wprowadza obowiązku sporządzenia informacji na potrzeby prospektu emisyjnego przez firmę inwestycyjną. Ponadto, obowiązkowe udostępnienie informacji nie stanowi także o braniu udziału w sporządzeniu informacji prospektowych, toteż art. 98, ust. 1 u.o.p. nie może stanowić podstawy roszczeń odszkodowawczych, jeżeli firmie inwestycyjnej zostało zlecone wyłącznie pośredniczenie w udostępnieniu informacji prospektowych – nie można bowiem zakwalifikować jako sporządzania informacji np. umieszczenia na stronie internetowej informacji o oferowanych papierach wartościowych emitenta.

Alternatywną podstawę roszczeń stanowi art. 98, ust. 5 u.o.p. uzależniający odpowiedzialność m.in. firmy inwestycyjnej od wykorzystywania wadliwych

informacji prospektowych w swojej działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Mając na względzie dokonaną interpretację pojęcia obrotu instrumentami finansowymi w poprzedniej części pracy, jako obrót należy rozumieć dokonywanie oferty publicznej – udostępnianie określanych informacji. W konsekwencji pośredniczenie przez firmę inwestycyjną przy dokonywaniu oferty publicznej, tj. przy jej udostępnianiu, stanowi jedną z form udostępnienia, a zatem mieści się w zakresie pojęciowym „wykorzystywania (wadliwych) informacji w swojej działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowym”. Przykładem stanu, który aktualizowałby odpowiedzialność firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego pośrednictwa wynikającego z ustawy o instrumentach finansowych jest przesłanie przez firmę inwestycyjną wiadomości o oferowanych przez spółkę papierach wartościowych wszystkim osobom znajdującym się na liście mailingowej należącej do firmy inwestycyjnej. W konsekwencji stwierdzić należy, iż na podstawie art. 98, ust. 5 u.o.p. dopuszczalne jest kierowanie roszczeń odszkodowawczych wobec firmy inwestycyjnej, jeżeli to ona w imieniu emitenta udostępniła wadliwe informacje o papierach wartościowych emitenta w związku z ofertą publiczną.

4. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ODSZKODAWCZA FIRMY INWESTYCYJNEJ Z TYTUŁU OBOWIĄZKOWEGO POŚREDNICTWA W POLSCE I W NIEMCZACH

W przypadku tzw. ratunkowych ofert publicznych akcji, których zadaniem jest pozyskanie przez spółkę środków na sanację finansowej kondycji spółki, kwestia odpowiedzialności innych podmiotów niż emitent ma szczególne znaczenie [Sójka 2008, Nb. 4.4.1]. Tym samym, w szczególności jeżeli nie jest możliwe kierowanie roszczeń wobec podmiotów odpowiedzialnych na podstawie u.o.p., istotne znaczenie dla inwestora u którego wystąpiła szkoda ma znalezienie podstawy prawnej do kierowania roszczeń, w szczególności wobec innych podmiotów niż emitent, który na tym etapie może już nie dysponować środkami majątkowymi umożliwiającymi zaspokojenie wierzycieli. Taka sytuacja wystąpi w przypadku wnioskowania o dopuszczenie na rynek regulowany papierów wartościowych uprzednio wyemitowanych. W tym bowiem stanie niemożliwe jest kierowanie roszczeń wobec firmy inwestycyjnej na podstawie art. 98, ust. 5 u.o.p. w zw. z art. 19, ust. 1, pkt. 2 u.o.i.f., a ustawa o ofercie publicznej nie przewiduje odpowiedzialności cywilnoprawnej firmy inwestycyjnej za wadliwe informacje zawarte w prospekcie emisyjnym w związku z jej pośrednictwem przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego.

W świetle powyższego uzasadniona wydaje się zatem chęć kierowania roszczeń wobec firmy inwestycyjnej będącej np. bankiem, jako instytucji zaufania publicznego, która złożyła wniosek do KNF o zatwierdzenie prospektu emi-

syjnego. To bowiem bank pośrednicząc przy składaniu rzeczzonego wniosku, w szczególności umieszczając pod takim wnioskiem podpis osób uprawnionych do jego reprezentacji co najmniej mógł wywrzeć na inwestorach wrażenie, iż informacje zawarte w prospekcie są wiarygodne.

Brak samodzielnej podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej podmiotu składającego wniosek o zatwierdzenie prospektu jest rozwiązaniem zgodnym z brzmieniem dyrektywy prospektowej przewidującej jedynie minimalny zakres podmiotów odpowiedzialnych prospektowo. Dyrektywa prospektowa w art. 6, ust. 1 stanowi bowiem w tym zakresie o obowiązku zapewnienia przez państwa odpowiedzialności osoby wnioskującej o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym za informacje podane w prospekcie emisyjnym. Zgodnie z polską regulacją, osobą wnioskującą o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym jest emitent (art. 11 a u.o.p.); tę osobę należy odróżnić od podmiotu wnioskującego o zatwierdzenie prospektu, który zobligowany jest przy składaniu wniosku do korzystania z pośrednictwa firmy inwestycyjnej (art. 27, ust. 1 u.o.p.). Inaczej kwestia obowiązku pośrednictwa firmy inwestycyjnej uregulowana jest w Niemczech, gdzie wniosek o zatwierdzenie prospektu emisyjnego (*Prospektbilligung*) nie wymaga pośrednictwa firmy inwestycyjnej (§ 13 WpPG), lecz wymaga tego wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym (§ 32 Börsengesetz).

Obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej przy składaniu wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym w Niemczech skorelowany jest z jej odpowiedzialnością za informacje zawarte w prospekcie. Polskie regulacje przenoszą natomiast *de facto* ciężar odpowiedzialności na emitenta – zgodnie z przytoczonym art. 11a u.o.p. podmiotem wnioskującym o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu jest emitent i to jego odpowiedzialność stanowi o spełnieniu wymogu wskazanego w dyrektywie dotyczącego odpowiedzialności podmiotu wnioskującego o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. Choć jest to rozwiązanie odmienne od niemieckiego, jest ono typowe wobec regulacji istniejących w innych krajach Unii Europejskiej, np. w Luksemburgu [Groß 2016: Nb. 8]. Takie unormowanie w Niemczech jest jednak krytykowane w piśmiennictwie z punktu widzenia konkurencyjności niemieckiego rynku kapitałowego – firmy inwestycyjne z innych państw mogą nie chcieć uplasować papierów wartościowych emitentów na rynku niemieckim, gdyż prowadziłyby to do ich odpowiedzialności za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym [Groß 2016: Nb. 8].

Mając na względzie brak podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego pośrednictwa przy wnioskowaniu o zatwierdzenie prospektu w ustawie szczegółowej – podstawy takiej można upatrywać w art. 415 k.c. Niemniej, kwestią kardynalną dla zagadnień odpowiedzialności na podstawie przepisów ogólnych w przypadku istnienia przepisów

szczegółowych, jakimi są przepisy art. 98 u.o.p. jest rozstrzygnięcie, w jaki sposób należy interpretować regułę *lex specialis derogat legi generali*, w szczególności, czy istnienie *lex specialis* oznacza, że jeżeli nie przewiduje on odpowiedzialności określonego podmiotu za partykularny stan oznacza to także brak możliwości pociągnięcia takiego podmiotu do odpowiedzialności cywilnoprawnej na zasadach ogólnych.

5. UREGULOWANIA W NIEMIECKIM PORZĄDKU PRAWNYM

Kwestię stosunku *lex specialis* z § 21 i n. WpPG wobec *legi generali* w BGB została wprost rozstrzygnięta w niemieckiej ustawie szczególnej. Zgodnie z § 25 ust. 2 WpPG dopuszczalna *explicite* jest możliwość kierowania roszczeń przeciwko podmiotom odpowiedzialnym na podstawie WpPG w związku z naruszeniem zawartych umów lub w związku z czynami niedozwolonymi, jeżeli odpowiedzialność za określony stan partykularnego podmiotu nie jest objęta przez ustawę szczegółową jaką jest WpPG. Jednocześnie oznacza to, iż jeżeli odpowiedzialność za określony stan uregulowana jest w WpPG, wykluczone jest ich dochodzenie na innych podstawach prawnych [Wyrok OLG Frankfurt z 6 lipca 2004 r.].

W orzecznictwie niemieckim wskazuje się, iż taka regulacja w szczególności umożliwi kierowanie roszczeń, gdy określony podmiot wzbudził szczególne zaufanie wobec inwestora [Wyrok BGH z 9 lipca 2013 r.]. Odpowiedzialność cywilnoprawna z tytułu zawiedzenia zaufania inwestora nazywana jest w Niemczech cywilnoprawną odpowiedzialnością prospektową w szerokim znaczeniu (*die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne*). Do jej przyjęcia niezbędne jest wywołanie u inwestora szczególnego, osobistego zaufania wobec przekazanych przez podmiot informacji związanych z inwestycją przy wykorzystaniu prospektu emisyjnego [Wyrok BGH z 26 września 1991 r.]. Podstawą roszczeń w takim przypadku jest § 311 ust. 2 oraz ust. 3 BGB statuujące odpowiedzialność za *culpa in contrahendo*. Mając na względzie, iż odpowiedzialność za ten stan nie jest przewidziana w WpPG, dopuszczalne jest ich wnoszenie równoległe do roszczeń wynikających z błędnych prospektów na podstawie WpPG [Groß 2015: Nb. IX 865a].

Jak się wskazuje w piśmiennictwie, samo przekazanie informacji przez instytucję kredytową będącą firmą inwestycyjną, bez dodatkowych wyjaśnień inwestorowi, może wywołać wrażenie, iż prawidłowość informacji zawartych w prospekcie została przez nią potwierdzona [Siol 2011: Nb. 43]. Z drugiej strony aktualne jest także stanowisko, iż taki szczególny stosunek zaufania między firmą inwestycyjną a inwestorem nie powstaje w przypadku oznaczenia w prospekcie firmy inwestycyjnej i pokładania w tym oznaczeniu zaufania przez in-

westora. W konsekwencji osobiste, szczególne zaufanie może powstać m.in. w odniesieniu do podmiotów doradzających, w tym doradców inwestycyjnych lub pośredników [Sioł 2011: Nb. 41], którzy udzielają informacji inwestorom przed objęciem albo nabyciem oferowanych akcji [Assmann 2015: Nb. 1] oraz przy udzielaniu informacji i wyjaśnień podmiotowi w trakcie negocjacji, mimo że do zawarcia umowy nie doszło, jednak których udzielenie wywołało poczucie ich szczególnej wiarygodności [Wyrok BGH z 22 marca 1979 r.].

6. ODPOWIEDZIALNOŚĆ FIRMY INWESTYCYJNEJ NA PODSTAWIE 415 K.C. WOBEC NABYWCÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Odwołując się do przemysłów dotyczących możliwości wywołania uzasadnionego zaufania wobec kontrahenta dzięki oświadczeniom, zapewnieniom i udzielonym informacjom niewynikającym z obowiązku umownego wskazać należy, iż zagadnienie odpowiedzialności za (zawiedzenie) zaufania (*Vertrauenshaftung*) na podstawie art. 415 k.c. nie było dotychczas przedmiotem szczególnego zainteresowania doktryny prawniczej w Polsce, w tym także w związku z wywołaniem takiego zaufania na rynku kapitałowym.

Zastosowanie tej odpowiedzialności – w świetle braku normy analogicznej do § 25 ust. 2 WpPG – wymaga na początku rozważenia jak zastosować regułę kolizyjną *lex specialis* (art. 98 u.o.p.) *derogat legi generali* (415 k.c.). Według E. Łętowskiej reguły takie jak *lex specialis derogat legi generali* nie mogą być uznawane za niezawodny instrument interpretacyjny w prawie zobowiązań [Łętowska i Osajda 2012, Nb. 49]. W oparciu o powyższe oraz rozwiązania przyjęte w niemieckim porządku prawnym należy stwierdzić, iż wskazana reguła powinna znajdować zastosowanie wyłącznie w sytuacji *in concreto* – gdy możliwe byłoby j e d n o c z e s n e kierowanie roszczeń w oparciu o dwie różne podstawy prawne: ogólną i szczególną. Samo istnienie w porządku prawnym przepisu szczególnego nie powinno oznaczać, iż jest niemożliwe kierowanie roszczeń na podstawie *lex generalis*.

Niemniej, nawet rozstrzygając o możliwości kierowania roszczeń wobec firmy inwestycyjnej na podstawie art. 415 k.c., zarówno orzecznictwo jak i piśmiennictwo nie dostarcza wskazówek, kiedy można byłoby mówić o odpowiedzialności za zawiedzione zaufanie na rynku regulowanym, w tym czy firma inwestycyjna z tytułu złożenia podpisu pod wnioskiem o zatwierdzenie prospektu emisyjnego powinna ponosić odpowiedzialność cywilnoprawną za informacje zawarte w takim prospekcie. Cegiełkę do ewentualnego rozwoju przedmiotowej odpowiedzialności dołożył P. Machnikowski w artykule pt. *Uwagi wstępne o podstawach odpowiedzialności cywilnej za zawiedzione zaufanie*, który wprost wskazuje na ciekawość tego zagadnienia w przypadku, gdy podmioty nie są

połączone węzłem umownym, stawiając jednocześnie pytanie o samodzielność podstawy art. 415 k.c. z tego tytułu [Machnikowski 2006: 218].

Instytucja firmy inwestycyjnej z uwagi na funkcje pełnione na rynku kapitałowym uznawana jest za instytucję zaufania publicznego [Nieborak 2011: 80]. Zaufanie publiczne wobec banków jako firm inwestycyjnych stanowi swego rodzaju domniemanie co do tego, że przyszłe i niepewne zachowania przez nie podejmowane nie będą miały negatywnych następstw dla innych [Radziszewski 2013: 10]. Powyższe oznacza, iż pośrednictwo firmy inwestycyjnej (banku) przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego z założenia ma oż e implikować powstanie zaufania co do prawidłowości informacji zawartych w prospekcie emisyjnym.

P. Machnikowski upatruje bezprawności przy naruszeniu czyjś zaufania w naruszeniu zasad współzycia społecznego [Machnikowski 2006: 223], które w praktyce może następować zarówno przez działanie jak i zaniechanie, np. niedostateczne sprawdzenie informacji zamieszczonych przez emitenta w prospekcie. W świetle aktualnego orzecznictwa Sądu Najwyższego o bezprawności zaniechania można mówić wtedy, gdy istniał nakaz działania, zakaz zaniechania, czy też zakaz sprowadzenia skutku, jaki przez zaniechanie może być sprowadzony [Wyrok SN z 20 stycznia 2009 r.]. Taki nakaz działania względnie zakaz sprowadzenia skutku można wyprowadzić właśnie z pełnienia przez firmy inwestycyjne roli podmiotów zaufania publicznego. W ostateczności, o bezprawności przesądza „dążenie do zapewnienia kompensaty tych uszczerbków w dobrach prawnych, które zostały spowodowane zachowaniami społecznie nieakceptowalnymi” [Machnikowski 2006: 223], a za takie zachowanie należy uznać sygnowanie przez instytucję zaufania publicznego prospektu, zawierającego nieprawdziwe lub niekompletne informacje.

PODSUMOWANIE

Zakres sytuacji, w których aktualizuje się obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej na podstawie polskich regulacji jest odmienny niż przewidziany w niemieckiej ustawie szczegółowej. Niemniej, niemieckie rozwiązanie przewidujące odpowiedzialność prospektową firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego uczestnictwa przy składaniu wniosku o dopuszczenie na rynku regulowanym stanowi wyjątek w państwach członkowskich Unii Europejskiej.

Ustawa o ofercie publicznej nie przewiduje odpowiedzialności firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego pośrednictwa przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego, który zawiera informacje nieprawdziwe lub niekompletne. Odpowiedzialność prospektowa firmy inwestycyjnej aktualizuje się jednak co do zasady w związku z jej obowiązkowym pośrednictwem przy

dokonywaniu oferty publicznej wynikającym z art. 19, ust. 1, pkt 2 u.o.i.f., a podstawy jej odpowiedzialności należy upatrywać w art. 98, ust. 5 u.o.p. Dokonywanie oferty publicznej nie ma jednak miejsca w przypadku wnioskowania o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych już wyemitowanych, z zastrzeżeniem wyłączeń przewidzianych w art. 7, ust. 10 u.o.p., a tym samym w tym przypadku nie może być mowy o odpowiedzialności firmy inwestycyjnej na podstawie art. 98 ust. 5 u.o.p., prowadząc do konieczności rozważenia możliwości zastosowania w tym przypadku art. 415 k.c.

W świetle braku w polskim porządku prawnym regulacji analogicznej do przewidzianej w § 25 ust. 2 WpPG konieczne jest zastosowanie reguły kolizyjnej *lex specialis derogat legi generali*. Mając na względzie, iż odpowiedzialność odszkodowawcza firmy inwestycyjnej na podstawie art. 415 k.c. opiera się na odpowiedzialności za zawiedzione zaufanie, obejmuje ona odpowiedzialność wynikającą z innego stanu aniżeli określonego w art. 98, ust. 5 u.o.p. Dodatkowo, w przypadku wnioskowania o dopuszczenie papierów wartościowych uprzednio wyemitowanych, odpowiedzialność z art. 98, ust. 5 u.o.p. w ogóle nie znajduje zastosowania. W rezultacie, zastosowanie przywołanej reguły kolizyjnej w przypadku pośrednictwa firmy inwestycyjnej przy wnioskowaniu o zatwierdzenie prospektu w związku z wnioskowaniem o dopuszczenie papierów wartościowych na rynek regulowany powinno prowadzić do możliwości zastosowania art. 415, k.c. W innych natomiast przypadkach odpowiedzialność firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego pośrednictwa na rynku regulowanym wynikać będzie z art. 98 ust. 5 u.o.p., co do zasady wystarczająco zabezpieczając interesy inwestorów, bez potrzeby sięgania do deliktowej odpowiedzialności firmy inwestycyjnej z art. 415 k.c.

BIBLIOGRAFIA

- Assmann H. D., 2015, § 5 *Prospekthaftung*, [w:] R. A. Schütze, H. D. Assmann, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, Monachium.
- Chłopecki A., 2014, *Komentarz do art. 98 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych*, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, LEX, Warszawa.
- Emmerich V., 2016, § 311 *Rechtsgeschäftliche und rechtsgeschäftsähnliche Schuldverhältnisse*, [w:] W. Krüger, *Münchener Kommentar zum BGB. Schuldrecht – Allgemeiner Teil*, Monachium.
- Groß W., 2015, *IX. Kapitalmarktrecht*, [w:] D. Joost, L. Strohn, *Handelsgesetzbuch*, Monachium.
- Groß W., 2016, *WpPG § 5. Prospekt*, [w:] W. Groß, *Kapitalmarktrecht. Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz*, Monachium.

- Kocemba, K., 2013, *Odpowiedzialność i sankcje za naruszenie obowiązków informacyjnych. Odpowiedzialność cywilna*, [w:] R. F. Szymański (red.), *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa.
- Kuźnicka M., Marczuk M., 2014, *Art. 22. Oferta publiczna*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, C. H. Beck, Warszawa.
- Łętowska E., Osajda K., 2012, *Rozdział I. Wprowadzenie do części ogólnej zobowiązań*, [w:] E. Łętowska (red.), *Prawo zobowiązań – część ogólna, System Prawa Prywatnego*. Tom 5, C. H. Beck, Warszawa.
- Machnikowski P., 2006, *Uwagi wstępne o podstawach odpowiedzialności cywilnej za zawiedzione zaufanie*, „Acta Universitatis Wratislaviensis”, nr 300.
- Miklaszewska E., 2010, *Bank na rynku finansowym: Problemy skali, efektywności i nadzoru*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Nieborak T., 2011, *Komentarz do art. 5*, [w:] T. Sójka, T. Nieborak, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, LEX, Warszawa.
- ORKA Sejm, <http://orka.sejm.gov.pl/proc4.nsf/opisy/3970.htm>.
- Radziszewski E., 2013, *Bank jako instytucja zaufania publicznego. gwarancje prawne i instytucjonalne*, KNF, Warszawa.
- Regulamin Gieldy 2016*, <http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin-gpw.pdf>.
- Róg P., Wajda P., 2014, *Art. 98. Oferta publiczna*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, C. H. Beck, Warszawa.
- Singhof B., 2014, *Emissionsgeschäft*, [w:] K. Schmidt, W. Hadding, *Münchener Kommentar zum HGB*, t. 6, Wydawnictwo C.H. Beck/Franz Vahlen, Monachium.
- Siol J., 2011, § 45. *Anlagevermittlung und Prospekthaftung der Banken*, [w:] H. Schimansky, H. J. Bunte, H. J. Lwowski, *Bankrechts – Handbuch*, Monachium.
- Słownik Języka Polskiego PWN*, <http://sjp.pwn.pl/sjp/obrot;2491957.html>.
- Sójka T., 2008, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Oficyna, Warszawa.
- Szlachetka E., 2014, *Umowa o oferowanie*, „Monitor Prawa Bankowego”, nr 7–8.
- Wyrok BGH z 22 marca 1979 r.*, VII ZR 259/77, opubl. BGHZ 74.
- Wyrok SN z 20 stycznia 2009 r.*, II CSK 423/08, opubl. LEX nr 527191.
- Wyrok OLG Frankfurt z 6 lipca 2004 r.*, 5 U 122/03, opubl. ZIP 2004.
- Wyrok BGH z 9 lipca 2013 r.*, II ZR 9/12, opubl. NZG 2013.
- Wyrok BGH z 26 września 1991 r.*, VII ZR 376/89, opubl. NJW 1992.

**PROSPECTUS LIABILITY OF INVESTMENT FIRMS ON THE BASIS OF
THEIR COMPULSORY INTERMEDIATION ON CAPITAL MARKET TOWARDS
SECURITIES BUYERS IN THE LIGHT OF SPECIAL LAW AND GENERAL CIVIL
LIABILITY IN POLAND AND GERMANY**

Article presents situations, which require compulsory intermediation of investment firm on Polish capital market with reference to public offer. Author analysis possibility of bearing responsibility for faulty prospectus on the basis of Polish Civil Code being inspired by solutions existing in German law order. The main of the paper is to broaden chances of non-professionals on capital market to cover their damages if they appear because of faulty prospectus, especially when issuer announces emergency public offer that should make possible avoiding insolvency.

Key words: prospectus, liability, IPO, bank.

• F I N A N S E I P R A W O F I N A N S O W E •
• Journal of Finance and Financial Law •

Wrzesień/September 2016 • vol. III, no. 3

ISSN 2353-5601

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.3.3.06>

OCHRONA INTERESÓW UCZESTNIKÓW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W KONTEKŚCIE ZJAWISKA UKRYTEGO INDEKSOWANIA

Tomasz Miziołek*

Streszczenie:

Ukryte indeksowanie jest praktyką stosowaną przez firmy *asset management* polegającą na dość pasywnym zarządzaniu portfelem przez fundusze deklarujące aktywne podejście do zarządzania, przy równoczesnym pobieraniu relatywnie wysokiej opłaty za zarządzanie, nieadekwatnej do wykazywanego zaangażowania. Jak pokazują wyniki badań prowadzonych przez krajowe organy nadzoru, niezależne firmy analityczne, a także Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, ukryte indeksowanie występuje – z różną intensywnością – w wielu europejskich krajach i naraża inwestorów na poważne straty.

Słowa kluczowe: ochrona konsumenta, ukryte indeksowanie, *active share*, błąd odwzorowania.

JEL Class: D18, G15, G23.

Przyjęto/Accepted: 20.07.2016

Opublikowano/Published: 30.09.2016

WPROWADZENIE

Korzystanie z usług firm zarządzających aktywami związane jest z koniecznością ponoszenia generalnie dwóch rodzajów opłat. Pierwsza z nich to opłata dystrybucyjna (manipulacyjna), która stanowi wynagrodzenie dla podmiotów zajmujących się dystrybucją i służy pokryciu kosztów organizacji i nadzoru nad siecią sprzedaży. Drugi rodzaj kosztów to opłata za zarządzanie funduszem,

* Dr hab., Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

która jest co do zasady pobierana przez spółkę zarządzającą funduszem¹ za świadczenie wszelkiego rodzaju czynności związanych z procesem zarządzania funduszem (m.in. zarządzanie portfelem inwestycyjnym, prowadzenie księgowości, prowadzenie rejestrów uczestników, itp.). Wśród czynności tych kluczową rolę odgrywa niewątpliwie podejmowanie decyzji inwestycyjnych w zakresie alokacji środków i wyboru odpowiednich instrumentów do portfela, tak aby lokaty funduszu umożliwiały osiągnięcie założonego celu inwestycyjnego. Proces ten może odbywać się w sposób aktywny (zarządzający według własnego uznania dokonuje selekcji walorów do portfela) lub pasywny (portfel funduszu odwzorowuje w określonej formie – w zależności od przyjętej metody replikacji – skład określonego indeksu rynku finansowego). Metoda zarządzania rzutuje z kolei na wielkość kosztów ponoszonych z tego tytułu przez uczestników funduszy – w przypadku podmiotów aktywnie zarządzających portfelem koszty te są z reguły wyraźnie wyższe niż w funduszach indeksowych², co uzasadnia się na ogół wyższymi kosztami transakcyjnymi oraz kosztami związanymi z procesem analitycznym (m.in. wynagrodzenie kadry zarządzającej, analityków, koszty pozyskania odpowiednich danych, informacji, czy analiz, koszty oprogramowania, itp.). Jak jednak pokazuje praktyka, koszty ponoszone przez uczestników tych funduszy inwestycyjnych, które deklarują aktywne podejście do zarządzania aktywami, są często nieadekwatne do faktycznego sposobu, w jaki odbywa się to zarządzanie (zbliżonego w rzeczywistości do podejścia pasywnego). W rezultacie uczestnicy niektórych aktywnie zarządzanych funduszy ponoszą bezpodstawnie wysokie koszty tego rodzaju usługi, co z kolei obniża wynik inwestycyjny i jest sprzeczne z ich interesami.

Celem artykułu jest przede wszystkim zaprezentowanie istoty zjawiska ukrytego indeksowania stosowanego przez fundusze inwestycyjne oraz jego analiza porównawcza na wybranych rynkach finansowych w Europie w świetle przeprowadzonych dotąd badań empirycznych. Ponadto w artykule zaprezentowane zostaną również informacje dotyczące szacunkowych kosztów występowania ukrytego indeksowania oraz działania, jakie podjęte zostały dotychczas w celu przeciwdziałania temu zjawisku – zarówno przez instytucje międzynarodowe, jak i organy krajowe.

¹ Na polskim rynku finansowym w większości przypadków co najmniej połowa opłaty za zarządzanie funduszem trafia – na mocy umowy między stronami – nie do spółki zarządzającej (TFI) lecz do podmiotu zajmującego się dystrybucją jego tytułów uczestnictwa.

² Potwierdzają to wyniki licznych opracowań dotyczących kosztów ponoszonych przez uczestników funduszy inwestycyjnych. Przykładowo na amerykańskim rynku funduszy otwartych (*mutual funds*) wskaźnik kosztów (*expense ratio*), stanowiący generalnie odpowiednik opłaty za zarządzanie w Polsce, wyniósł w 2015 r. – według obliczeń Investment Company Institute i spółki Lipper – średnio 84 punkty bazowe w aktywnie zarządzanych funduszach akcyjnych oraz 11 punktów bazowych w funduszach indeksowych (zarządzanych pasywnie); w funduszach obligacji wskaźnik ten wyniósł, odpowiednio, 60 i 10 punktów bazowych (wskaźniki mierzone jako średnie ważone aktywami funduszy) [ICI 2016, dostęp: 22.03.2016].

1. ISTOTA UKRYTEGO INDEKSOWANIA

Zjawisko ukrytego indeksowania³ nie zostało dotychczas zdefiniowane w aktach prawnych regulujących funkcjonowanie instytucji wspólnego inwestowania w Europie, natomiast próby takie podjęły zarówno niektóre narodowe organy nadzorujące rynki finansowe w Europie, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*European Securities and Markets Authority* – ESMA), jak też naukowcy analizujący to zjawisko w perspektywie krajowej, bądź międzynarodowej. Wydaje się, że najpełniej istotę ukrytego indeksowania oddaje podejście zastosowane przez ESMA, zgodnie z którym jest to praktyka stosowana przez zarządzających funduszami (głównie inwestycyjnymi) polegająca na tym, iż twierdzą oni, iż zarządzają aktywami w sposób aktywny (co znajduje potwierdzenie w oficjalnych dokumentach informacyjnych funduszu), podczas gdy w rzeczywistości skład portfela inwestycyjnego jest zbliżony do składu *benchmarku* funduszu. W ten sposób zarządzający realizują w praktyce strategię inwestycyjną, która wymaga od nich relatywnie mniejszego zaangażowania niż w przypadku prawdziwie aktywnego zarządzania portfelem, a jednocześnie wysokość stawki opłaty za zarządzanie (*management fee*) znajduje się na zbliżonym poziomie jak w funduszach, które są uważane za aktywnie zarządzane. Tego rodzaju postępowanie szkodzi interesom uczestników funduszy inwestycyjnych, gdyż nie otrzymują oni w ten sposób usługi, jakiej powinni oczekiwać na podstawie informacji prezentowanych przez sam fundusz i firmę nim zarządzającą (np. w prospekcie informacyjnym lub kluczowych informacjach dla inwestorów⁴), w efekcie czego:

- są obciążani wyższymi opłatami za zarządzanie w stosunku do opłat, jakie zazwyczaj są pobierane w funduszach zarządzanych pasywnie lub w funduszach, które w znikomym stopniu wykorzystują aktywne zarządzanie aktywami,
- mogą być narażeni na inny profil ryzyka i zysku niż oczekują⁵,

³ W polskiej literaturze ekonomicznej pojęcie „ukrytego indeksowania” nie było dotychczas stosowane – zostało ono zaproponowane przez autora artykułu, gdyż wydaje się, iż najwierniej odzwierciedla ono najczęściej stosowane w terminologii anglojęzycznej pojęcie *closet indexing* (wymienne wykorzystuje się również określenie *closet index tracking*, które można przetłumaczyć jako „ukryte naśladowanie indeksu”). Rzadziej spotyka się w odniesieniu do tego zjawiska pojęcie *index hugging* oznaczające „trzymanie się indeksu”.

⁴ Zgodnie z obowiązującym w Unii Europejskiej prawem prospekt informacyjny i kluczowe informacje dla inwestorów (*key investor information document* – KIID) są podstawowymi rodzajami dokumentów informacyjnych, jakie są obowiązane udostępniać klientom fundusze typu UCITS.

⁵ Informacja na temat profilu ryzyka i zysku (*risk/return profile*) funduszu jest jednym z najważniejszych elementów KIID. Profil ten określa się na podstawie wartości syntetycznego wskaźnika zysku i ryzyka (*Synthetic Risk and Reward Indicator* – SRRI), prezentowanej w skali od 1 do 7, a obliczonej w oparciu o odchylenie standardowe tygodniowych stóp zwrotu w okresie

– mogą być wprowadzani w błąd w dokumentach informacyjnych w zakresie sposobu, w jakim fundusz jest zarządzany [ESMA 2016: 1–2, dostęp: 5.04.2016].

Szczególnie dotkliwą i wymierną negatywną konsekwencją ukrytego indeksowania dla uczestników funduszy inwestycyjnych są straty ponoszone przy pobieraniu przez fundusze stałych opłat za zarządzanie. Są one bowiem nieadekwatnie wysokie w stosunku do relatywnie niewielkiego zaangażowania, jakie zarządzający wykazują w procesie inwestycyjnym, który w dużej mierze polega na naśladowaniu składu określonego indeksu zamiast aktywnego poszukiwania najlepszych okazji inwestycyjnych. Wyższe opłaty przekładają się bezpośrednio na niższe stopy zwrotu, ponieważ opłaty te są pokrywane ze środków funduszu, a zatem obciążają jego aktywa i zmniejszają wartość tytułów uczestnictwa. Dotyczy to w szczególności mniej zamożnych inwestorów, gdyż w ich przypadku stawki tej opłaty są wyższe niż w przypadku klientów inwestujących kapitał o znacznej wartości. Konsekwencje opisywanego zjawiska w znacznie większym stopniu dotyczą także uczestników powierzających swoje środki finansowe w zarządzanie funduszom akcyjnym oraz mieszanym deklarującym aktywne podejście do inwestycji niż funduszom dłużnym lub rynku pieniężnego. Wynika to z faktu, iż różnice pomiędzy stawkami opłaty za zarządzanie występującymi w funduszach aktywnie i pasywnie zarządzanych są w przypadku pierwszych dwóch ww. kategorii podmiotów wyraźnie wyższe niż w funduszach inwestujących głównie w dłużne instrumenty finansowe (por. przypis 2). W rezultacie ukryte indeksowanie okazuje się z reguły znacznie bardziej kosztowne dla klientów funduszy operujących na rynkach akcji. Wreszcie w przypadku funduszy, które oprócz opłaty stałej mogą w określonych okolicznościach pobierać także zmienną opłatę za zarządzanie uzależnioną od wyniku inwestycyjnego (*performance fee*, *success fee*), koszt uczestnictwa w funduszu może stać się jeszcze wyższy, gdyż w sytuacji, gdy fundusz wypracuje np. dodatnią stopę zwrotu lub stopę zwrotu wyższą niż określona stopa bezwzględna (np. 5% lub 10%) realizując równocześnie ukryte indeksowanie, uczestnicy są obciążani dwoma rodzajami opłat.

Kluczowe znaczenie w ramach badania skali występowania analizowanego zjawiska ma wybór metody, na podstawie której określa się, czy dany podmiot stosuje, czy też nie opisywaną praktykę. Generalnie uznaje się, że powinny zostać spełnione równocześnie dwa podstawowe warunki, aby można było przyjąć, że mamy do czynienia z ukrytym indeksowaniem. Fundusz, który z formalnego punktu widzenia jest zarządzany w sposób aktywny⁶, w rzeczywistości powinien

ostatnich 5 lat. Dzięki temu wskaźnikowi można zakwalifikować fundusz do określonej kategorii ryzyka, niezależnie od realizowanej polityki inwestycyjnej.

⁶ Fakt ten określa się na podstawie zapisów w dokumentach informacyjnych funduszu lub – w przypadku badań określonego rynku – ustala się poziom opłat (relatywnie niski), który wyklucza z grona analizowanych podmiotów fundusze indeksowe.

realizować stosunkowo pasywne podejście do zarządzania, a jednocześnie powinien pobierać opłaty za zarządzanie typowe dla podmiotów oferujących aktywną alokację i selekcję składników portfela.

Pierwszy, podstawowy warunek odnosi się sposobu zarządzania portfelem inwestycyjnym. Ponieważ ukryte indeksowanie w swej istocie oznacza, iż dany podmiot – mimo deklarowania aktywnej polityki inwestycyjnej – lokuje w praktyce (świadomie lub nie) środki finansowe w sposób pasywny, tj. zbliżony do składu określonego indeksu rynku finansowego, podstawową kwestią jest dokonanie oceny stopnia aktywnego/pasywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym. W tym celu wykorzystuje się na ogół trzy kryteria ilościowe – wskaźnik *active share*, błąd odwzorowania i współczynnik determinacji.

Najpowszechniej stosowaną miarą jest wskaźnik *active share* zaproponowany przez Cremersa i Petajisto. Oblicza się go sumując wartości bezwzględne różnic pomiędzy wagami poszczególnych składników w portfelu funduszu, a wagami jakie składniki te posiadają w portfelu indeksu, a następnie dzieląc otrzymany wynik przez 2. Ten łatwy w obliczeniu i interpretacji oraz intuicyjnie zrozumiały wskaźnik służy do oceny stopnia aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym. Mierzy on bowiem udział, jaki stanowi portfel long-short (*long-short portfolio*)⁷ (tj. portfel reprezentujący wszystkie aktywne zakłady (*bets*) podjęte przez fundusz) w całym portfelu inwestycyjnym funduszu. Innymi słowy ilustruje on tę część portfela, która jest różna od portfela indeksu *benchmarkowego*. W podmiotach niezaciągających kredytów na zakup aktywów oraz niezajmujących krótkich pozycji może on przyjmować wartości od 0 do 100% [Cremers i Petajisto 2009: 3330, 3335]. W im większym stopniu skład portfela badanego podmiotu pokrywa się ze składem portfela indeksu, tym wartość wskaźnika *active share* jest mniejsza, to zaś z kolei wskazuje na bardziej pasywne podejście do jego tworzenia i zarządzania aktywami.

Z punktu widzenia badania zjawiska ukrytego indeksowania decydujące znaczenie odgrywa określenie wartości granicznych ww. wskaźnika, które uzasadniałyby potraktowanie danego funduszu jako podmiotu potencjalnie stosującego ukryte indeksowanie⁸. Zdaniem twórców *active share* fundusze nieindeksowe, w przypadku których wartość wskaźnika jest relatywnie niska i waha się w granicach od 20 do 60% (i które charakteryzują się relatywnie niską wartością

⁷ Fundusz zajmuje aktywną długą pozycję w indeksie (*active long position*) w sytuacji, kiedy przeważa określony składnik (np. akcje) w swoim portfelu względem portfela indeksu (tzn. waga tego składnika w portfelu funduszu jest wyższa niż w indeksie lub składnik ten w ogóle nie występuje w indeksie). Z kolei aktywna krótka pozycja w indeksie (*active short position*) ma miejsce wówczas, gdy fundusz niedoważa określony składnik swojego portfela w stosunku do składu indeksu (tj. waga tego składnika w portfelu funduszu jest niższa niż w indeksie lub składnik ten w ogóle nie występuje w portfelu funduszu).

⁸ Istotne znaczenie ma również m.in. wybór odpowiedniego indeksu do obliczania wskaźnika *active share*, jednak temat ten nie będzie dalej rozwijany z uwagi na ograniczoną objętość artykułu.

błędu odwzorowania⁹), należy uznać za ukrytych naśladowców (*closet trackers*) – wymiennie stosuje się także pojęcie ukrytych indeksatorów (*closet indexers*) lub funduszy trzymających się *benchmarku* (indeksu) (*benchmark (index)-hugging funds*)¹⁰. Podejście to zostało upowszechnione przez kolejnych badaczy zajmujących się ukrytym indeksowaniem i obecnie przyjmowane jest zwykle jako standardowe przy analizowaniu skali występowania tego zjawiska¹¹.

Wartość wskaźnika *active share* nie jest jednak jedynym wyznacznikiem stopnia aktywnego zarządzania portfelem. Zdaniem Cremersa i Petajisto, choć wskaźnik ten może być stosowany samodzielnie, dopiero połączenie go z drugim, równie istotnym „wymiarom” aktywnego zarządzania – błędem odwzorowania (*tracking error*) – daje bardziej wszechstronny obraz aktywnego zarządzania pozwalając odróżnić znaczenie czynnika doboru akcji do portfela (*stock selection*) (który znajduje odzwierciedlenie we wskaźniku *active share*) od czynnika związanego z tzw. *factor timingiem* (określanym również jako taktyczna alokacja aktywów) polegającego na dokonywaniu zmieniających się w czasie zakładów dotyczących określonego czynnika ryzyka systematycznego w stosunku do *benchmarku* (który znajduje odzwierciedlenie w błędzie odwzorowania) [Cremers i Petajisto 2009: 3330].

Wskaźnik błędu odwzorowania (naśladowania) wskazuje na zmienność różnic w stopach zwrotu funduszu i jego *benchmarkowego* indeksu. Oblicza się go jako odchylenie standardowe różnicy pomiędzy stopą zwrotu portfela inwestycyjnego funduszu, a stopą zwrotu indeksu. Interpretacja wskaźnika jest następująca – im niższa jego wartość, tym mniejsza zmienność różnic między stopami zwrotu funduszu i indeksu, co z kolei minimalizuje ryzyko znaczącego ujemnego odchylenia stopy zwrotu funduszu w stosunku do *benchmarku* (*underperformance*). Przyjmuje się zatem, że im niższe wartości osiąga w danym podmiocie błąd odwzorowania, w tym większym stopniu jego portfel inwestycyjny jest zbliżony składem do indeksu, a tym samym jest pasywnie zarządzany.

W dotychczas przeprowadzanych badaniach zjawiska ukrytego indeksowania powyższy wskaźnik był rzadziej wykorzystywany niż wskaźnik *active share*. Jednym z wyjątków, jednak o doniosłym znaczeniu (gdyż analiza ta dotyczyła całego europejskiego rynku), było badanie ESMA, w którym zastosowano błąd odwzorowania jako jedno z kryteriów wyróżnienia funduszy potencjalnie stosujących ukryte indeksowanie (jako wartości graniczne przyjęto poziom 4% lub 3%).

⁹ Miara ta zostanie opisana w dalszej części artykułu.

¹⁰ Fundusze charakteryzujące się wskaźnikiem *active share* niższym niż 20% traktowane są jako fundusze indeksowe (*pure index funds*), natomiast fundusze posiadające wskaźnik na poziomie wyższym niż 60% uznawane są jako fundusze aktywnie zarządzane.

¹¹ Zaznaczyć jednak należy, iż w niektórych badaniach przyjmowane są inne wartości graniczne dla wskaźnika *active share*. Przykładowo, w badaniu przeprowadzonym przez ESMA tylko w jednym z przyjętych scenariuszy jako wartość referencyjną przyjęto 60%, zaś w dwóch pozostałych było to 50%.

Trzecim kryterium ilościowym wykorzystywanym w badaniach mających na celu identyfikację potencjalnych ukrytych naśladowców jest współczynnik determinacji, określany w skrócie jako R^2 . Jest to opisowa miara oceny dopasowania funkcji regresji do danych empirycznych, która informuje o tym, jaka część zmienności zmiennej objaśnianej jest wyjaśniana przez zmienność zmiennej objaśniającej. Przyjmuje on wartości od 0 do 1. Oblicza się go jako kwadrat współczynnika korelacji. W kontekście ukrytego indeksowania przedstawia on, w jakim stopniu wynik inwestycyjny funduszu może być objaśniony poprzez zmianę wyniku inwestycyjnego *benchmarku*. Im zatem wyższa (bliższa jedności) wartość współczynnika determinacji, w tym większym stopniu zachowanie portfela funduszu jest objaśniane przez zachowanie indeksu (nie zaś przez inne zmienne), co można interpretować jako pasywne podejście do zarządzania portfelem. Mimo dużych wartości poznawczych wskaźnik ten jest wykorzystywany sporadycznie. W przywoływanym wcześniej badaniu ESMA tylko jeden z uwzględnianych scenariuszy zakładał, iż jednym z kryteriów jest posiadanie przez fundusz współczynnika determinacji na poziomie powyżej 0,95.

Zidentyfikowanie – na podstawie jednej bądź kilku przedstawionych powyżej miar – funduszu jako zarządzanego w sposób dość pasywny, jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym do przedstawienia danemu podmiotowi zarzutu stosowania praktyki ukrytego indeksowania. Fundusz może bowiem zarządzać aktywami w dowolny sposób (zgodny z przepisami prawa) – także pasywnie, o ile jednak w sposób jasny deklaruje w prezentowanych publicznie dokumentach informacyjnych taką właśnie praktykę oraz jeśli pobiera z tego tytułu stosowne opłaty za zarządzanie. Dopiero fundusz zarządzany relatywnie pasywnie, a jednocześnie obciążający uczestników wygórowanymi w stosunku do realizowanego sposobu zarządzania opłatami (charakterystycznymi dla funduszy aktywnie zarządzanych) i dezinformujący w tym zakresie klientów (deklarujący wbrew faktom aktywne zarządzanie) może zostać uznany za stosujący ukryte indeksowanie.

2. ROZMIARY ZJAWISKA NA EUROPEJSKIM RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH I JEGO KONSEKWENCJE

Badania dotyczące zjawiska ukrytego indeksowania na rynku funduszy inwestycyjnych w Europie¹² są prowadzone od niedawna, jednak intensywność ich prowadzenia systematycznie rośnie (zob. tab. 1).

¹² Badania dotyczące zarówno innych części świata, jak i innych instytucji wspólnego inwestowania (np. funduszy emerytalnych) wykraczają poza ramy niniejszego artykułu.

Tabela 1. Podstawowe informacje na temat wybranych badań dotyczących zjawiska ukrytego indeksowania w Europie w latach 2013–2016

Podmiot/autorzy przeprowadzający badanie	Data publikacja wyników badania	Okres objęty badaniem	Państwo(a) objęte badaniem	Rodzaje (liczba, aktywa) funduszy objętych badaniem	Miary wykorzystane w badaniu
SCM Private	IX 2013	30.06.2008–30.06.2013	Wielka Brytania	127 detalicznych, aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych o aktywach w wysokości 120 mld GBP	Active share
Finanstilsynet (Dania)	IX 2014	2013	Dania	188 funduszy akcyjnych	Active share, błąd odwzorowania
SCM Private	II 2015	2014	Wielka Brytania	154 detaliczne, aktywnie zarządzane fundusze akcyjne o aktywach w wysokości 137 mld GBP	Active share
Finanstilsynet (Norwegia)	III 2015	2010–2014	Norwegia	Fundusz akcyjny DNB Norge zarządzający aktywami o wartości 7,9 mld NOK	Active share, różnicowa stopa zwrotu, błąd odwzorowania, R ²
Cremers, Ferreira, Matos, Starks	I 2015	2002–2010	18 państw europejskich	11,8 tys. funduszy o łącznych aktywach w wysokości 7,9 bln USD (XII 2010)*	Active share
ESMA	II 2016	2012–2014	Brak informacji	1 251 nieindeksowanych funduszy akcyjnych o aktywach powyżej 50 mln €, które rozpoczęły działalność przed 2005 r. i których roczna opłata za zarządzanie jest wyższa od 0,65%	Active share, błąd odwzorowania, R ²
Morningstar	III 2016	I 01.2005–30.06.2015	13 państw europejskich	456 nieindeksowanych funduszy inwestujących w europejskie spółki o dużej kapitalizacji należące do trzech subkategorii: europejskich funduszy akcji dużych spółek wartosciowych (Europe Large-Cap Value Equity) (88), europejskich funduszy akcji dużych spółek o mieszanej polityce inwestycyjnej (Europe Large-Cap Blend Equity) (323) oraz europejskich funduszy akcji dużych spółek wzrostowych (Europe Large-Cap Growth Equity) (45)	Active share

* – łączna liczba funduszy i łączne aktywa funduszy jawnie indeksowanych i funduszy ETF) oraz funduszy aktywnie zarządzanych (faktycznie i stosujących ukryte indeksowanie).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: SCM Private [2013], Finanstilsynet [2014], SCM Private [2015], Finanstilsynet [2015], Cremers i in. [2015], ESMA [2016], Caquineau i in. [2016].

Na ogół celem badań jest zidentyfikowanie skali tego zjawiska w danym kraju, czasami także analizowane są inne aspekty jego występowania, w tym zwłaszcza szacowane są koszty ponoszone przez uczestników. Analizy w tym zakresie są dokonywane przez bardzo różnorodne podmioty: poczynając od podmiotów zaangażowanych w ochronę interesów klientów instytucji finansowych, poprzez naukowców zajmujących się tematyką zarządzania aktywami, banki centralne, organy nadzoru nad rynkiem finansowym, spółki monitorujące i analizujące sytuację na rynkach instytucji wspólnego inwestowania, aż po Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Początkowo badania te dotyczyły wyłącznie jednego, wybranego kraju, miały dość ograniczony (podmiotowo) zakres i były prowadzone przez lokalne instytucje, jednak z czasem obszar badań się zaczął się zwiększać, w efekcie czego, zwłaszcza w ostatnim okresie, opublikowane zostały raporty o charakterze przekrojowym obejmujące swym zasięgiem kilkanaście państw europejskich.

Do grona europejskich krajów, gdzie zjawisko ukrytego indeksowania stało się już przedmiotem bardziej szczegółowych analiz, należą Wielka Brytania oraz dwa kraje skandynawskie: Dania i Norwegia.

Opublikowane we wrześniu 2013 r. wyniki badania przeprowadzonego przez brytyjską spółkę zarządzającą aktywami SCM Private wykazały, iż średnio 40% portfela każdego przeanalizowanego funduszu akcyjnego jest identyczne ze składem indeksu, który ten fundusz zamierza pobić. Blisko połowa (46%) zbadanych funduszy akcji adresowanych do klientów detalicznych zostało uznanych za ukrytych indeksatorów. Skład portfela jedynie co czwartego z przeanalizowanych funduszy (24%) okazał się być zasadniczo inny od składu portfela indeksu (wartość wskaźnika *active share* była wyższa od 70%). Koszty ukrytego indeksowania w latach 2008–2013 oszacowano na 1,86 mld GBP w przypadku brytyjskich funduszy akcyjnych (*UK equity funds*) oraz na 1,17 mld GBP w przypadku funduszy akcyjnych inwestujących poza Wielką Brytanią (*overseas equity funds*) [SCM Private 2013: 3, dostęp: 14.04.2016]. Ta sama spółka przeanalizowała w 2015 r. 154 detaliczne brytyjskie fundusze akcji zarządzające środkami finansowymi o łącznej wartości 137 mld GBP. Wyniki badania wskazały, iż 36% tych funduszy jest w rzeczywistości kosztownymi kopiami funduszy indeksowych, tj. mniej niż 60% składu ich portfeli różni się od składu indeksu. W samym tylko 2014 r. 10 najgorszych pod tym względem funduszy kosztowało inwestorów 346 mln GBP biorąc pod uwagę słabsze wyniki w stosunku do podobnych funduszy indeksowych. Koszty w pozostałych funduszach akcyjnych (detalicznych) wyniosły 457 mln GBP. W sumie, według szacunków SCM Private, brytyjska opinia publiczna mogła zostać oszukana wskutek ukrytego indeksowania w 2014 r. na około 803 mln GBP [SCM Private 2015: 3, dostęp: 14.04.2016].

We wrześniu 2014 r. duński organ nadzoru nad rynkiem finansowym – Finanstilsynet – ujawnił raport nt. rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, funduszy specjalnych i funduszy hedgingowych w Danii w 2013 r. Stwierdzono w nim, iż 56 spośród 188 zbadanych funduszy akcyjnych (czyli 30%), tj. funduszy posiadających ekspozycję na rynek akcji w wysokości co najmniej 85%, nie realizuje aktywnej polityki inwestycyjnej jak deklaruje w prospektach informacyjnych, czyli charakteryzuje się wskaźnikiem *active share* niższym niż 60% i jednocześnie ich błąd odwzorowania wynosi mniej niż 4%¹³. Średnia wartość wskaźnika *active share* wyniosła w badanej próbie 63,9% (mediana była nieco wyższa i wyniosła 68,5%), natomiast w przypadku błędu odwzorowania wynosiła 3,6% [Finanstilsynet 2014: 11–14, dostęp: 22.04.2016]. W kwietniu 2016 r. wyniki powyższego badania zostały zweryfikowane przez duński Finanstilsynet. Jak poinformował organ nadzoru, po przeprowadzonych w końcu 2014 r. konsultacjach z duńskim stowarzyszeniem zrzeszającym firmy zarządzające funduszami inwestycyjnymi (Investerings Finds Branchen – IFB) zdecydowano zmienić ww. kryteria dotyczące pasywnego inwestowania – graniczną wartość wskaźnika *active share* zmniejszono do 50%, błędu odwzorowania do 3%, a dopuszczalną różnicę między stopą zwrotu brutto funduszu a stopą zwrotu *benchmarku* ustalono na +/- 3 pkt. proc. W rezultacie liczba funduszy podejrzewanych o stosowanie ukrytego indeksowania zmniejszyła się z 56 do 22 (12% całej próby) [Finanstilsynet 2016: 1–2, dostęp: 26.04.2016].

Innym skandynawskim państwem, w którym zbadano, czy krajowe fundusze akcyjne są w rzeczywistości zarządzane w sposób aktywny, czy tylko anonują taki sposób zarządzania, natomiast w praktyce skład ich portfeli w istotnym stopniu pokrywa się ze składem *benchmarku*, była Norwegia. Tamtejszy organ nadzoru – Finanstilsynet – przeanalizował, w jaki sposób był zarządzany w latach 2010–2014 jeden z największych norweskich funduszy akcyjnych – Verdipapirfondet DNB Norge (DNB Norge) zarządzany przez DNB Asset Management¹⁴. Opublikowane w marcu 2015 r. rezultaty badania pokazały, że wyniki inwestycyjne funduszu były niemal identyczne jak wyniki jego *benchmarku* (różnicowa stopa zwrotu¹⁵ dla różnych okresów – od rocznego do pięcioletniego – wahała się od 1,86 pkt. proc. do 4,50 pkt. proc.), zaś wartości miar opisane w poprzednim punkcie jednoznacznie wskazywały na występowanie zjawiska ukrytego indeksowania (wskaźnik *active share* wahał się od 9,2% do 16,9%,

¹³ W przypadku samego tylko wskaźnika *active share* poziom niższy niż 60% posiadało łącznie 71 funduszy (38%), z czego 5 charakteryzowało się wskaźnikiem niższym niż 20%.

¹⁴ DNB Asset Management jest jedną z pięciu największych firm zarządzających funduszami w Skandynawii posiadającą ponad 550 tys. klientów funduszy otwartych w Norwegii i 300 klientów instytucjonalnych w Norwegii, Szwecji i kontynentalnej Europie.

¹⁵ Różnicowa stopa zwrotu (*differential return*) określa różnicę między stopą zwrotu funduszu a stopą zwrotu *benchmarku* w danym okresie.

błąd odwzorowania od 1,72% do 3,18%, a R^2 wyniósł 98,21%). W ocenie Finanstilsynet rzeczywiste zarządzanie funduszem od dłuższego czasu różniło się od deklaracji określonych w jego dokumentach i od tego, czego oczekiwali inwestorzy. W opinii organu nadzoru spółka nie zabezpieczyła w odpowiedni sposób interesów posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszu w kontekście kosztów, jakie zmuszeni byli ponosić (aż 1,8% w skali roku, podczas gdy np. oferowany przez tę samą firmę pasywny fundusz DBN Norge Index pobierał opłatę za zarządzanie w wysokości jedynie 0,3%) i w praktyce uniemożliwiała osiągnięcie przez uczestników funduszu nadwyżkowej stopy zwrotu (*excess return*) uzasadniającej pobieranie tak wysokiej opłaty. Krytyka ta spotęgowana była jeszcze przez znaczącą skalę działalności funduszu (aktywa o wartości około 8 mld NOK (1 mld USD), około 125 tys. uczestników), fakt oferowania go nieprofesjonalnym klientom i utrzymywanie stałej, rocznej opłaty za zarządzanie nieuzasadnionym sposobem, w jaki fundusz faktycznie zarządzał portfelem [Finanstilsynet 2015: 1–5, 8; dostęp: 22.04.2016]¹⁶. Dalej idące wnioski dotyczące zjawiska ukrytego indeksowania w Norwegii płyną z opublikowanej w tym samym roku pracy magisterskiej, w której autorzy zbadali m.in. wartości wskaźników *active share* i błędu odwzorowania dla 27 aktywnie zarządzanych norweskich funduszy akcyjnych w latach 2005–2014. Z przeprowadzonych obliczeń (dokonanych na podstawie metodologii Cremersa i Petajisto) wynikało, iż aż 41% podmiotów (11 funduszy, w tym m.in. DNB Norge) można było określić mianem ukrytych indeksatorów [Norstein i Varran 2015: 88, dostęp: 20.04.2016].

Poza opisanymi powyżej państwami, także w kilku innych europejskich krajach podjęte zostały już działania mające na celu zidentyfikowanie skali tego zjawiska – ich inicjatorami były organy nadzorcze lub rządy. Pierwszym europejskim rządem, który w marcu 2015 r. formalnie rozpoczął badanie funduszy podejrzewanych o stosowanie ukrytego indeksowania, był rząd Szwecji [Marriage 2015, dostęp: 19.04.2016]. Badane to stanowi część zainicjowanego we wrześniu 2014 r. przeglądu regulacji dotyczących sektora *asset management*, a prezentacja jego rezultatów jest spodziewana w czerwcu 2016 r. Badania w zakresie zjawiska ukrytego indeksowania rozpoczęły również organy nadzoru w Luksemburgu – Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) [Mooney 2015, dostęp: 19.04.2016], Niemczech – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) [Marriage 2016a, dostęp: 19.04.2016], Wielkiej Brytanii – Financial Conduct Authority (FCA) [Marriage i Mooney 2016, dostęp: 19.04.2016], Irlandii – Central Bank of Ireland i we Włoszech – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) [Marriage 2016b, dostęp: 19.04.2016].

¹⁶ W maju 2015 r. norweski organ nadzoru podobne zarzuty skierował wobec jednego z subfunduszy Nordea Funds zarządzanego przez bank Nordea.

Oprócz badań prowadzonych w ramach poszczególnych państw, zjawisko ukrytego indeksowania zaczęło być również analizowane w perspektywie międzynarodowej. Dotychczas opublikowano wyniki trzech badań, które potwierdzają, iż – w zależności od przyjętych kryteriów – może ono dotyczyć co najmniej kilkunastu procent funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w Europie. Autorami pierwszego z nich było czterech naukowców, którzy zbadali występowanie jawnego i ukrytego indeksowania w latach 2002–2010 wśród aktywnie i pasywnie zarządzanych funduszy akcyjnych (w tym także funduszy ETF) w 32 państwach świata w czterech kategoriach. Dowiedli oni, że spośród 18 przeanalizowanych państw europejskich w końcu 2010 r. w trzech (Belgii, Finlandii i Hiszpanii) ponad 40%, a w dwóch kolejnych (Polsce i Szwecji) aż ponad 50% aktywów (biorąc pod uwagę kraj rejestracji) ulokowanych było w aktywnie zarządzanych funduszach akcyjnych, których wskaźnik *active share* jest niższy od 60%. W najmniejszym stopniu zjawisko ukrytego indeksowania rozpowszechnione było natomiast w Lichtensteinie (18%), Holandii (21%) i Szwajcarii (24%). Okazało się również, iż wskaźnik *active share* utrzymuje się na przestrzeni lat na zbliżonym poziomie – średnia seryjna korelacja wyniosła aż 0,95. Wśród analizowanych kategorii funduszy największy odsetek ukrytych indeksatorów (nierzadko sięgający nawet ponad 80% aktywów) występował w podmiotach inwestujących w kraju ich pochodzenia [Cremers i in. 2015: 8–11, 35–36, Internet Appendix: 11–12, dostęp: 25.04.2016].

W lutym 2016 r. ESMA ujawniła wyniki badania, do którego zakwalifikowano wstępnie ponad 2 600 europejskich akcyjnych, nieindeksowych funduszy typu UCITS. W skład próby weszły podmioty działające odpowiednio długo (uruchomione przed 1 stycznia 2005 r.), o istotnych rozmiarach (ich aktywa wynosiły powyżej 50 mln euro) i których roczna stawka opłaty za zarządzanie wynosiła powyżej 0,65% (na podstawie tego ostatniego kryterium wyeliminowano z badania fundusze indeksowe). Ze względu na brak danych dla znaczącej liczby tych funduszy, do właściwej analizy zaklasyfikowano 1 251 podmiotów. Na podstawie trzech przyjętych scenariuszy badania (różniły się one stosowanymi miarami ilościowymi i ich wartościami granicznymi¹⁷) okazało się, iż – w zależności od przyjętych założeń – od 5% (przy trzecim, najbardziej rygorystycznym scenariuszu) do 15% (przy pierwszym, najbardziej liberalnym scenariuszu) akcyjnych funduszy UCITS może potencjalnie być ukrytymi naśladowcami; w przypadku zastosowania scenariusza drugiego odsetek ten wyniósł 7%. Prezentując te wyniki ESMA zaznaczyła, iż zdaje sobie sprawę z ograniczeń

¹⁷ W pierwszym scenariuszu (zgodnym z założeniami przyjmowanymi na ogół w badaniach naukowych i przez organizacje konsumenckie, takie jak np. Finance Watch) uwzględniony został wskaźnik *active share* (<60%) i błąd odwzorowania (<4%), w drugim również wzięto pod uwagę *active share* (<50%) i błąd odwzorowania (<3%), natomiast w trzecim *active share* (<50%), błąd odwzorowania (<3%) oraz R^2 (>0,95).

analizy wyłącznie o charakterze ilościowym i jest świadoma, iż ta część analizy reprezentuje model statystyczny i uzyskane rezultaty powinny być uznane jedynie za pierwszy, wstępny krok w badaniu zjawiska ukrytego indeksowania. Dlatego też w kolejnym etapie ESMA – w ramach analizy jakościowej – dokonała przeglądu dokumentów informacyjnych tych funduszy, które zostały zidentyfikowane jako potencjalni ukryci naśladowcy, aby zobaczyć jak opisują one swoją strategię zarządzania portfelem. Okazało się, iż zdecydowana większość tych funduszy w swoich prospektach i KIID deklaruje aktywne zarządzanie portfelem – można im zatem postawić zarzut umyślnego wprowadzania w błąd inwestorów. Jak jednak dodała ESMA ostateczne dowody na występowanie ukrytego indeksowania, które mogłyby prowadzić do działań nadzorczych, będą wymagać bardziej szczegółowych działań podejmowanych przez właściwe, krajowe organy nadzorcze dotyczących m.in. rzeczywistych informacji dostarczanych inwestorom przez fundusze [ESMA 2016: 1–4, dostęp: 5.04.2016].

Kompleksowe badanie dotyczące stopnia aktywnego podejścia do zarządzania portfelem przez europejskie fundusze przeprowadziła również amerykańska firma analityczna Morningstar. Według opublikowanego w marcu 2016 r. raportu średnia (nieważona) wartość *active share* dla ponad 450 europejskich funduszy dużych spółek¹⁸ zarejestrowanych w 13 państwach w trzyletnim okresie czerwiec 2012 – marzec 2015 r. wyniosła 69,6%, natomiast mediana sięgnęła 72,4%. Najwyższą wartość wskaźnik ten osiągnął w przypadku funduszy inwestujących w spółki wzrostowe (75,1%), natomiast w odniesieniu do pozostałych dwóch grup funduszy oscylował wokół 69% [Caqueneau i in. 2016: 8–9].

Choć autorzy badania skupili swoją uwagę przede wszystkim na wskaźniku *active share* analizując m.in. związek między wartością ww. wskaźnika a wynikami inwestycyjnymi funduszy oraz ich ryzykiem inwestycyjnym oraz pokazując znaczenie tej miary przy wyborze funduszy, to uzyskane przez nich rezultaty pozwoliły także na oszacowanie skali zjawiska ukrytego indeksowania w badanej próbie funduszy i wskazanie rynków, gdzie potencjalnie może ono być najbardziej rozpowszechnione. Wykorzystując ww. wskaźnik i przyjmując jego standardową (biorąc pod uwagę założenia przyjmowane w większości dotychczasowych analiz) wartość graniczną na poziomie 60% okazało się, iż 20,2% europejskich, nieindeksowych funduszy akcyjnych inwestujących głównie w duże spółki (*European large-cap funds*) można uznać za ukrytych indeksatorów¹⁹. Wśród nich najwięcej charakteryzowało się wskaźnikiem wahających się

¹⁸ Fundusze te zostały podzielone, zgodnie z klasyfikacją stosowaną przez firmę Morningstar, na trzy subkategorie: europejskich funduszy akcji dużych spółek wartościowych, europejskich funduszy akcji dużych spółek o mieszanej polityce inwestycyjnej oraz europejskich funduszy akcji dużych spółek wzrostowych.

¹⁹ Należy zaznaczyć, iż autorzy badania formułując taki wniosek nie wykorzystywali innych miar, ani też nie analizowali opłat pobieranych przez badane fundusze.

między 50 a 60% lub 40 a 50% (odpowiednio 8,9% i 6,4%), były jednak i takie, w przypadku których procent portfela ulokowany w instrumenty różniące się od składu indeksu był niższy niż 40% (5,0%). W końcu marca 2015 r. odsetek aktywów zgromadzonych w funduszach stosujących ukryte indeksowanie wyniósł 17,5%. Intrygującą obserwacją wynikającą z przeprowadzonego badania jest także ogromna rozbieżność pomiędzy udziałem w rynku aktywów funduszy posiadających wskaźnik *active share* niższy niż 60%. W niektórych krajach przekraczał on bowiem aż 50% (Włochy – 66,3%, Irlandia – 54,9%), natomiast w innych znajdował się poniżej 10% (Dania i Finlandia – 0%, Hiszpania – 3,4%)²⁰. Według analityków Morningstara powołujących się na badania Cremersa różnice te mogą wynikać z odmiennej legislacji i struktury rynku w poszczególnych krajach [Caquineau i in. 2016: 10–12].

Jeżeli chodzi o trendy długoterminowe, to w badanym okresie (lata 2005–2015) udział ukrytych indeksatorów (mierzony wartością zarządzanych aktywów) zwiększał się do 2009 r. osiągając blisko 40% (szczyt ten wyraźnie zbiegł się z następstwami światowego kryzysu finansowego), po czym stopniowo zmniejszał się do 2013 r. (około 15%) i ponownie wzrósł w latach 2014–2015 do około 20%. Te oraz inne wyniki badań wskazujące na dość silną korelację między ukrytym indeksowaniem a ryzykiem rynkowym tłumaczyć należy tym, iż kiedy niepewność zwiększa się, zarządzający funduszami mogą skłaniać się do zmniejszania wielkości swoich aktywnych zakładów z rynkiem [Caquineau i in. 2016: 20–21].

3. PODEJMOWANE DZIAŁANIA

Choć jak dotychczas tylko nieliczne podmioty zakończyły swoje badania dotyczące zjawiska ukrytego indeksowania, to jednak uzyskane dotąd rezultaty jednoznacznie wskazują, iż występuje ono (w różnej skali) na europejskim rynku finansowym i stanowi poważne wyzwanie zarówno dla regulatorów, jak i dla firm zarządzających funduszami inwestycyjnymi. Dlatego też w ostatnich kilkunastu miesiącach niektórzy interesariusze (organizacje konsumenckie, organy nadzoru, stowarzyszenia zrzeszające spółki *asset management*) podjęli już pierwsze, konkretne działania mające na celu ochronę interesów uczestników funduszy podejrzewanych o stosowanie tych praktyk.

W listopadzie 2014 r. Sveriges Aktiesparares Riksförbund (Aktiesparana) – niezależna organizacja reprezentująca interesy osób prywatnych inwestujących

²⁰ Wyniki te potwierdzają pośrednio także średnie (ważone aktywności) wartości wskaźnika *active share* w badanych krajach – najwyższy (sugerujący relatywnie niski odsetek ukrytych indeksatorów) zanotowano w Finlandii (80,5%), zaś najniższy (wskazujący na prawdopodobnie stosunkowo duży udział ukrytych indeksatorów) w Irlandii (55,9%).

w akcje, tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz inne instrumenty finansowe powiązane z akcjami zrzeszająca blisko 70 tys. członków (prawdopodobnie jest to największe stowarzyszenie inwestorów indywidualnych na świecie) – uruchomiła platformę internetową mającą za zadanie pomóc jej członkom w identyfikowaniu ukrytych indeksatorów poprzez publikowanie danych nt. wartości wskaźnika *active share* i błędu odwzorowania funduszy inwestycyjnych. Narzędzie to umożliwia podział funduszy na pięć kategorii: niedrogie fundusze indeksowe, drogie fundusze indeksowe, prawdziwie aktywne fundusze, semiaktywne fundusze i fałszywie aktywne fundusze (*false active funds*) – ta ostatnia kategoria obejmuje właśnie ukrytych naśladowców. Przyporządkowanie funduszy do poszczególnych kategorii odbywa się na podstawie następujących danych: roczna, trzy-, pięcio- i dziesięcioletnia stopa zwrotu, wskaźnik *active share*, błąd odwzorowania i roczny, raportowany wskaźnik kosztów netto (*annual report net expense ratio*) [Pearce 2014, dostęp: 19.04.2016]²¹.

Norweski Finanstillsynet w liście skierowanym w marcu 2015 r. do spółki DNB Asset Management zawierającym polecenie naprawcze (*corrective order*) nakazał jej albo dostosowanie polityki inwestycyjnej funduszu DNB Norge do zasad charakterystycznych dla aktywnego zarządzania (co jest odzwierciedlone w jego prospekcie i w stawce opłaty za zarządzanie), albo skorygowanie pobieranej opłaty do faktycznie prowadzonej, pasywnej strategii inwestycyjnej i równoczesne wprowadzenie adekwatnych zmian do dokumentów informacyjnych w celu zapewnienia przejrzystości informacji dotyczącej strategii zarządzania funduszem, co jednak wymagałoby zgody uczestników [Finanstillsynet 2015: 8, dostęp: 22.04.2016].

Duński organ nadzoru w 2015 r. zwrócił się z prośbą o złożenie wyjaśnień wobec podmiotów zarządzających 22 subfunduszami podejrzewanymi o stosowanie ukrytego indeksowania. Na podstawie uzyskanych odpowiedzi uznał, iż nie ma wystarczających podstaw, aby prowadzić wobec nich dalsze działania nadzorcze, zastosować nakazy lub reprimendy; warto jednak zwrócić uwagę, iż 6 spośród tych subfunduszy zostało w tym czasie zlikwidowanych lub połączono je z innymi subfunduszami, co może sugerować, iż w ten sposób chciały uniknąć cięższej na nie odpowiedzialności. W listopadzie 2015 r. IFB przyjęło zalecenie dla swoich członków dotyczące publikowania w raportach rocznych wartości

²¹ Warto również dodać, iż w grudniu 2014 r. Aktiesparana złożyła pozew (podpisało się pod nim ponad 3 tys. inwestorów) przeciwko drugiemu największemu szwedzkiemu podmiotowi oferującemu fundusze inwestycyjne – Swedbank Robur. Organizacja ta zarzuciła mu, iż stosował *misselling* w postaci sprzedawania klientom detalicznym dwóch funduszy stosujących ukryte indeksowanie w minionych 10 latach i zażądała odszkodowania w wysokości 7 mld SEK. Pozew ten jednak został, z powodów formalnych, odrzucony przez krajową szwedzką radę do spraw sporów konsumenckich, choć zdaniem Aktiesparana było to efektem lobbowania ze strony szwedzkich banków. Rozważane było złożenie podobnego pozwu także przeciw trzem innym dużym szwedzkim bankom – Nordea, Handelsbanken i SEB.

wskaźników *active share* i błędu odwzorowania przez fundusze działające zgodnie z dyrektywą UCITS. Stowarzyszenie rekomendowało podmiotom, w przypadku których wskaźniki te wynoszą (odpowiednio) mniej niż 50% i 3%, aby w sprawozdaniach rocznych opisywały, jak zakres stosowania aktywnego zarządzania koresponduje z celami odnośnie stóp zwrotu, z ich uniwersum inwestycyjnym oraz poziomem ryzyka [Finanstilsynet 2016: 3, dostęp: 26.04.2016].

Z kolei szwedzkie stowarzyszenie firm zarządzających funduszami – Fondbolagens förenin – w 2015 r. wprowadziło wymóg dla funduszy akcyjnych w Szwecji publikowania wartości wskaźnika *active share* w ich raportach rocznych [Moisson 2016, dostęp: 19.04.2016].

Konkludując wyniki przeprowadzonej analizy ESMA stwierdziła, iż będzie kontynuowała współpracę z krajowymi organami regulacyjnymi w celu ustalenia dalszego scenariusza działań. Prace te obejmować będą aktywną rolę w koordynacji dalszych analiz prowadzonych na poziomie krajowym. Pełniejsze badania dotyczące poszczególnych funduszy znajdują się – zdaniem ESMA – w gestii właściwych narodowych organów w ramach ich regularnej pracy nadzorczej. Wraz z właściwymi organami krajowymi ESMA będzie również oceniać potrzebę podejmowania dalszych kroków w celu zapewnienia, aby wszyscy uczestnicy rynku postępowali całkowicie zgodnie z obowiązkami informacyjnymi. W przypadku stwierdzenia jakichkolwiek niedociągnięć w zakresie regulacji prawnych, które mogłyby stworzyć korzystne warunki dla rozwoju ukrytego indeksowania (np. odnośnie obowiązków informacyjnych funduszy), ESMA przeanalizuje konieczność podjęcia kolejnych działań w celu uściślenia i doprecyzowania tychże przepisów [ESMA 2016: 5, dostęp: 5.04.2016].

PODSUMOWANIE

Jak wynika z opisanych w niniejszym artykule wyników badań dotyczących zjawiska ukrytego indeksowania w Europie występuje ono – choć z różną intensywnością – na wielu rynkach funduszy inwestycyjnych na Starym Kontynencie. Mimo iż jest ono zgodne z literą prawa (nie zostało bowiem jak dotychczas uwzględnione w żadnym kraju w jakimkolwiek akcie prawnym określającym funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych), nie jest zgodne z jego duchem – uczestnicy funduszy inwestycyjnych w takich przypadkach są bowiem wprowadzani w błąd co do rzeczywistych działań w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym, jak też obciążani są wyższymi kosztami za usługę zarządzania aktywami, nieadekwatnymi do wysiłku i zaangażowania (abstrahując w tym momencie już od efektu tego zarządzania) ze strony zarządzających funduszem. Praktyka ta jest zatem jedną z form *missellingu* na rynku usług finansowych, gdyż z jednej strony stanowi wątpliwą pod względem etycznym praktykę ofero-

wania produktu finansowego po zawyżonej cenie, a z drugiej polega na wprowadzaniu w błąd klienta poprzez brak przekazywania odpowiednich informacji na temat oferowanego funduszu (w szczególności w odniesieniu do sposobu zarządzania aktywami, a w konsekwencji także potencjalnej stopy zwrotu)²².

BIBLIOGRAFIA

- Caquineau M., Möttölä M., Schumacher J., 2016, *Active Share in European Equity Funds. The Activeness of Large-Cap European Fund Managers Through the Lens of Active Share*, Morningstar, Chicago.
- Cremers M., Ferreira M.A., Matos P., Starks L., 2015, *Indexing and Active Fund Management: International Evidence, Working Paper* (version: January 2015), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1830207.
- Cremers M., Petajisto A., 2009, *How Active is Your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance*, „The Review of Financial Studies”, vol. 22, no. 9.
- ESMA, 2016, *Supervisory Work on Potential Closet Index Tracking*, ESMA/2016/165, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-165_public_statement_-_supervisory_work_on_potential_closet_index_tracking.pdf.
- Finanstilsynet, 2014, *Markedsudviklingen i 2013 for Investeringsforeninger, Specialforeninger og Hedgeforeninger*, https://www.finanstilsynet.dk/~/_media/Tal-og-fakta/2014/Marked-sudvikling/Markedsudviklingsartikel_Investeringsforeninger_2013.ashx.
- Finanstilsynet, 2015, *Management of Equity Fund – Corrective Order*, <http://www.finanstilsynet.no/en/Document-repository/News/2015/Q1/Management-of-equity-fund--rectification-order/>.
- Finanstilsynet, 2016, *Active/Passive Management in Danish UCITS*, <https://www.finanstilsynet.dk/en/Nyheder%20og%20presse/Pressemeddelelser/2016/PM-BSH-tale-IFB-200416>.
- ICI, 2016, *Average Expense Ratios for Equity, Hybrid, and Bond Mutual Funds Hit 20-Year Lows*, https://www.ici.org/pressroom/news/16_news_trends_expenses.
- Marriage M., 2015, *Sweden Begins Crackdown on Closet Trackers*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d39d9a08-cf22-11e4-b761-00144feab7de.html>.
- Marriage M., 2016a, *German Regulator Launches Closet-tracker Investigation*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f4c8fc8e-d1a8-11e5-831d-09f7778e7377.html#axzz417QtXtKa>.
- Marriage M., 2016b, *Italian Closet Trackers Sanctioned by Regulator*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/85387d82-e20f-11e5-9217-6ae3733a2cd1.html#axzz42D1jKKEj>.
- Marriage M., Mooney A., 2016, *Financial Conduct Authority Closes in on `Closet Tracker` Funds*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cbe59c82-fcbe-11e5-b3f6-11d5706b613b.html#axzz47fgpbMmm>.
- Moisson E., 2016, *Closet Tracking Row Boosts Passive Flows in Sweden*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4d8cc99a-f733-11e5-96db-fc683b5e52db.html#axzz44Z8LDyUp>.

²² Stosowanie ukrytego indeksowania ma nie tylko dość oczywiste konsekwencje związane z obciążaniem uczestników nieadekwatnie wysokimi opłatami, ale także – jak wynika z większości prowadzonych na ten temat badań – skutkuje tym, iż fundusz taki osiąga zwykle stopę zwrotu netto (tj. po uwzględnieniu wszelkich kosztów) niższą niż stopa zwrotu *benchmarku*, co wynika z faktu, iż w relatywnie niewielkim stopniu podejmuje się aktywnych zakładów z rynkiem. Dla inwestorów lokujących środki finansowe w tytuły uczestnictwa teoretycznie zarządzanych aktywnie funduszy i w związku z tym oczekujących wysokich ponadprzeciętnych stóp zwrotu jest to zatem – jak twierdzi Pejajisto – szczególnie niekorzystny wybór [Petajisto 2013: 92].

- Mooney A., 2015, *Luxembourg Probing Closet Trackers*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/679ed476-d3ae-11e4-99bd-00144feab7de.html#axzz3ZS09zuuT>.
- Norstein V., Varran H., 2015, *A Comprehensive Study of Actively Managed Equity Funds in Norway, Master Thesis*, Copenhagen Business School, http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/5524/vegard_norstein_og-haakon_varran.pdf?sequence=1
- Pearce A., 2014, *European Tool to Out `Closet Index Trackers`*, <http://www.efinancialnews.com/story/2014-10-13/swedish-shareholders-association-closet-index-trackers>.
- Petajisto A., 2013, *Active Share and Mutual Funds Performance*, „Financial Analysts Journal”, vol. 69, no. 4.
- SCM Private, 2013, *Closet Indexation. A UK Epidemic*, <http://www.scmprivate.com/content/file/knowledge/research/closet-indexation-report-full-sept-13.pdf>.
- SCM Private, 2015, *Closet Indexation. The UK Epidemic Continues*, <http://www.scmprivate.com/content/file/knowledge/research/SCM-direct-closet-indexation-epidemic-continues-report-february-2015.pdf>.

PROTECTION OF INTEREST OF INVESTMENT FUNDS PARTICIPANTS IN THE CONTEXT OF CLOSET INDEXING

Closet indexing is a practice used by asset management companies consisting in relatively passive portfolio management by funds declaring an active approach to management, while charging relatively high management fees, inadequate to demonstrated commitment. As the results of research carried out by national supervisory authorities, independent analytic firms as well as European Securities and Markets Authority (ESMA) show, closet indexing is experienced – with varying intensity – by many European countries and exposes investors on significant losses.

Key words: consumer protection, closet indexing, active share, tracking error.

• FINANSE I PRAWO FINANSOWE •
• Journal of Finance and Financial Law •

Wrzesień/September 2016 • vol. III, no. 3

ISSN 2353-5601

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.3.3.07>

ETYCZNY DORADCA, CZYLI JAKI?

Marika Świeszczak*, Krzysztof Świeszczak**

Streszczenie:

Problem etyki jest szczególnie istotny dla banków – na zasadach moralnych opierają swoje działanie, relacje z klientami, a także inne obszary funkcjonowania, jak choćby politykę wypłat dywidend, misję instytucji, obowiązki pracowników itp. Powstaje zatem pytanie, czy banki mogą sobie pozwolić na odstępianie od tych reguł dla uzyskania korzyści (choćby jednorazowych)? Doradca, jako pierwsze ogniwo, jest szczególnie istotny w kontekście budowania polityki etycznej i wdrażania wartości etycznych. Sposób postrzegania pracowników wpływa na wizerunek banku i jego reputację, dlatego też tak niezbędne jest, aby konsumenci odbierali ich jako działających zgodnie z zasadami etyki.

Celem artykułu jest prezentacja pracy doradcy bankowego z perspektywy zasad etycznych, a także przedstawienie wyników badania pilotażowego dotyczącego rozumienia pojęcia etyczny i doradca etyczny oraz skojarzeń z terminem bank.

Słowa kluczowe: banki, etyka, doradca.

JEL Class: G21, M14.

Przyjęto/Accepted: 25.08.2016

Opublikowano/Published: 30.09.2016

WPROWADZENIE

Współczesna gospodarka charakteryzuje się dużą niepewnością, podwyższonym ryzykiem i kryzysem zaufania do instytucji finansowych. Dla banków są to czasy trudne, w których każdy klient decyduje o przetrwaniu. Konieczne jest

* Dr, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

** Dr, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

jednak postawienie sobie pytania: gdzie leży granica pomiędzy efektywnością a etyką? Wydarzenia ostatnich lat pokazują, że nie każdy podmiot działa w najlepszym interesie klienta, a część z nich niemoralnie wykorzystuje zaufanie społeczeństwa.

Problem etyki jest szczególnie istotny dla banków – na zasadach moralnych opierają swoje działanie, relacje z klientami, a także inne obszary funkcjonowania, jak choćby politykę wypłat dywidend, misję instytucji, obowiązki pracowników itp. Powstaje zatem pytanie, czy banki mogą sobie pozwolić na odstępianie od tych reguł dla uzyskania korzyści (choćaby jednorazowych)?

Rozważania te są szczególnie istotne, gdyż rzutują na to, jak banki są odbierane przez konsumentów i inne podmioty. Doradca, jako pierwsze ogniwo, jest szczególnie istotny w kontekście budowania polityki etycznej i wdrażania wartości etycznych. Sposób postrzegania pracowników wpływa na wizerunek banku i jego reputację, dlatego też tak niezbędne jest, aby konsumenci odbierali ich jako działających zgodnie z zasadami etyki.

Działalność gospodarcza jest nierozzerwalnie związana z pojawianiem się dylematów etycznych, jednakże wraz z rozwojem rynków finansowych i ich globalizacją można mówić o intensyfikacji ich występowania. Bardzo często trudno jest odróżnić sytuację etyczną od nieetycznej, w tym wypadku to właśnie osoba doradcy bankowego ma być tym podmiotem, który postąpi w sposób jednoznacznie etyczny.

Celem artykułu jest prezentacja pracy doradcy bankowego z perspektywy zasad etycznych, a także przedstawienie wyników badania pilotażowego dotyczącego rozumienia pojęcia etyczny i doradca etyczny oraz skojarzeń z terminem bank.

1. ETYKA W BANKOWOŚCI

Etykę biznesu można definiować jako „rozważania nad sposobami i kierunkami działania w ramach życia gospodarczego, które dadzą lub nie obronić się z moralnego punktu widzenia” [Nowak 2006: 3–5]. Innymi słowami są to zasady, zgodnie z którymi powinna być prowadzona działalność gospodarcza, aby zapobiegać oszustwom, szkodnictwu i zaniedbaniom. Także w kontekście bankowości etyka polega na zastosowaniu pewnych bardzo ogólnych reguł etycznych do określonych i niejednokrotnie niepowtarzalnych sytuacji i konfliktów [Solomon 2009: 401–402].

Inna definicja traktuje etykę jako „filozoficzne studium moralnej wartości ludzkiego postępowania i zasad, które nim rządzą” [Grimshaw 2001: 43], zaś postawy etyczne jako „powszechnie przyjęte i akceptowalne standardy postępowania przedstawicieli wybranych zawodów oraz podmiotów gospodarczych” [Wheelen i Hunger 2002: 43]. Bardzo ogólna definicja etyki uwzględnia pry-

zmat „możliwości identyfikacji dobra i zła” [Rezaee 2007: 440] oraz „prowadzonej działalności i problemów z nią związanych” [Sims 2003: 13]. W literaturze można spotkać także stanowisko, zgodnie z którym „etyka stanowi całokształt zasad i kodeksów postępowania przedsiębiorców” [Gopalsamy 2006: 107]. Ogromne znaczenie odgrywa w tym podejściu specyfika relacji pomiędzy podmiotami gospodarczymi oraz ich interesariuszami, którzy oczekują, iż współpraca będzie kreowana w oparciu o normy i wartości etyczne [Ricardo 2011: 386].

Etyka w bankowości koncentruje się wokół trzech obszarów [Gasparski (red.) 2004: 23–24; Szpringer 2005: 119]:

- zasad etycznych transakcji dokonywanych na rynkach finansowych,
- reguł budowania relacji z klientami,
- dylematów osobistych osób zaangażowanych w dwa poprzednie obszary.

Rozważania nad etyką wpisują się w nurt społecznej odpowiedzialności biznesu. Odpowiedzialność należy rozumieć jako uznanie i przyjęcie zobowiązań za skutki strategii, decyzji, działań, produktów i związanej z nimi aktywności, a także transparentność w tym obszarze. Generalnie za podmiot odpowiedzialny uważa się taki, który [Marcinkowska 2013: 28]:

- włącza interesariuszy w swoją działalność,
- identyfikuje kwestie kluczowe dla przedsiębiorstwa,
- identyfikuje kwestie kluczowe dla interesariuszy,
- odpowiada na problemy różnych grup interesów, jeśli wpływają na jego wyniki finansowe.

Co istotne, same obowiązki mogą w poszczególnych podmiotach wyglądać nieco odmiennie, ponadto mogą być inne dla każdej z grup interesów. Pomimo tych różnic w literaturze wyróżniono cztery podstawowe rodzaje odpowiedzialności banku [Caroll 1979: 497–505; Caroll 1991: 39–48; Decker i Sale 2009: 135–156]:

– odpowiedzialność ekonomiczną – uznawaną za najistotniejszy obowiązek banku, związaną z takim prowadzeniem działalności (sprzedaży produktów i usług finansowych), które zapewniłoby mu realizację określonych celów ekonomicznych (zaspokojenie potrzeb klientów i generowanie zysku),

– odpowiedzialność prawną – wynikającą z założenia o działaniu podmiotu zgodnie z zasadami prawa,

– odpowiedzialność etyczną – dotyczącą tego, że samo wypełnianie przepisów prawa jest niewystarczające, stąd też obowiązki wobec banku dotyczą także norm i wartości etycznych, panujących w danym społeczeństwie,

– odpowiedzialność dyskrecjonalną (wolicjonalną) – są to obowiązki narzucane sobie przez bank jako pewna wartość dodana do standardowych obowiązków, mająca tworzyć obraz podmiotu społecznie odpowiedzialnego.

Pojawia się zatem pytanie, gdzie w działalności banków jest miejsce na działalność etyczną. Współcześnie zaistniała potrzeba zmian reguł dotycząca-

sowej gry – instytucje finansowe przestają konkurować cenami produktów bankowych, najnowsze strategie opierają się na jakości, a dokładniej na etycznych zasadach – uczciwości, rzetelności, profesjonalizmie, sumienności i prawości [Strzelecki 2005: 24–25]. Etyka jest obszarem szczególnie ważnym w bankowości, gdyż są one postrzegane jako instytucje zaufania publicznego, a więc te cechy mają dla nich pierwszorzędne znaczenie. W literaturze określono zasady etyczne w bankowości [Bożović 2007: 176]:

- zasadę wzajemnego zaufania – opiera się na zaufaniu w relacjach doradca – klient, będącym podstawą transakcji zawieranych osobiście, za pośrednictwem telefonu, Internetu itd., ale również przy wykonywaniu innych czynności,

- zasadę obopólnych korzyści – dotyczy poczucia uzyskania korzyści z transakcji przez oboje partnerów (żadna ze stron nie może czuć się pokrzywdzona czy oszukana),

- zasadę dobrych intencji – zakłada ona, że u podłoża każdej transakcji leży etyka i moralność,

- zasadę kompromisu i tolerancji w biznesie – dotyczy osiągnięcia porozumienia w negocjacjach oraz szanowania sprzecznych interesów uczestników poszczególnych transakcji lub relacji,

- zasadę etycznego doskonalenia zachowań przedsiębiorstw – opiera się na gotowości do akceptacji popełnionych wcześniej błędów oraz dążeniu do poprawy swoich zachowań,

- zasadę demonopolizacji własnej pozycji na rynku – dotyczy ustanowienia równych zasad dla wszystkich podmiotów oraz poszanowania uczciwej konkurencji rynkowej.

Zasadę sprzeczności pomiędzy własnymi korzyściami – opiera się na przedkładaniu korzyści wspólnych nad korzyści indywidualne.

2. WARTOŚCI ETYCZNE W PRACY DORADCY BANKOWEGO

U podstaw działalności banków znajduje się szacunek oraz tolerancja [*Earning public trust...*, 2006: 3], niezbędne przy zawieraniu transakcji, a zwłaszcza kształtowaniu relacji interpersonalnych. Generalnie powinny być one budowane w oparciu o wzajemne poszanowanie, godność oraz przeciwdziałanie dyskryminacji [Icke i in. 2011: 296]. Obowiązkiem banków jest poszanowanie interesariuszy, gdyż to właśnie ono wpływa na ich wizerunek i zaufanie.

Doradcy bankowi powinni wypełniać swoje obowiązki zgodnie z zasadami uczciwości [*Wells Fargo Team...*, 2012: 3], innymi słowy działać w taki sposób, żeby ich czyny były jasne, czytelne oraz transparentne w opinii interesariuszy [*Code of Ethics...*, 2011: 6]. Uczciwość jest także tą wartością, która powinna charakteryzować cały proces współpracy instytucji finansowych z innymi pod-

miotami. Z tą wartością związana jest także inna – odpowiedzialność pracowników za ich decyzje. Oznacza to, że każdy pracownik ponosi konsekwencji swych czynów, a zatem w sytuacji dylematów etycznych ważne jest, aby doradcy kierowali się zasadami etycznymi, a nie interesem własnym czy klienta, jeśli jest to niezgodne z etyką biznesu [*There is...*, 2012: 3, dostęp: 07.02.2016].

Kolejną wartością niezbędną w pracy doradcy bankowego jest wiarygodność [*Code of ethics*, 2009: 8], ze względu na fakt, że banki muszą przekazywać czytelne i jasne komunikaty oraz informacje dla klientów, bez względu na to, czego one dotyczą. Co istotne, relacje ze wszystkimi interesariuszami muszą się opierać na zaufaniu i szacunku, w związku z czym kluczową wartością mają być rzetelność i kompetencje pracowników [Icke i in. 2011: 296].

W pracy bankowców niezwykle istotne jest unikanie sytuacji mających znamiona konfliktu interesów. Jest to szczególnie ważne także w czasie prowadzenia negocjacji i tworzenia relacji z klientami, tak aby zaspokajać ich potrzeby i budować zaufanie. Kształtowanie długoterminowych relacji z interesariuszami wymaga uczciwego i rzetelnego zachowania pracowników banków, co jest jednoznaczne z przeprowadzaniem transakcji dla krótkoterminowego zysku czy też innych korzyści [*Kanon Dobrych Praktyk...*, 2008: 2, dostęp: 07.02.2016].

Kolejnymi cechami doradców banków są sumienność oraz staranność. Wartości te powinny być widoczne w wypełnianiu swoich obowiązków z najwyższą rzetelnością, najlepszą wiedzą i wolą, przy całkowitym wykorzystaniu swoich umiejętności i kwalifikacji. Należy też wskazać, że działania pracowników muszą być prowadzone w celu uzyskania korzyści nie tylko przez klientów, ale również bank (w nawiązaniu do wspomnianej wcześniej zasady obopólnych korzyści) [*Zasady Dobrej Praktyki...*, 2010: 5, dostęp: 07.02.2016].

W wielu kodeksach etycznych wskazuje się również na tzw. wartość dodaną banku, którą jest umiejętność pracy w zespole. Wynika to z faktu, że wyniki finansowe podmiotu zależą nie od pojedynczego pracownika, lecz całego zespołu, stąd też tak ważna jest umiejętność współpracy [*Code of Ethics*, 2013: i, dostęp: 07.02.2016].

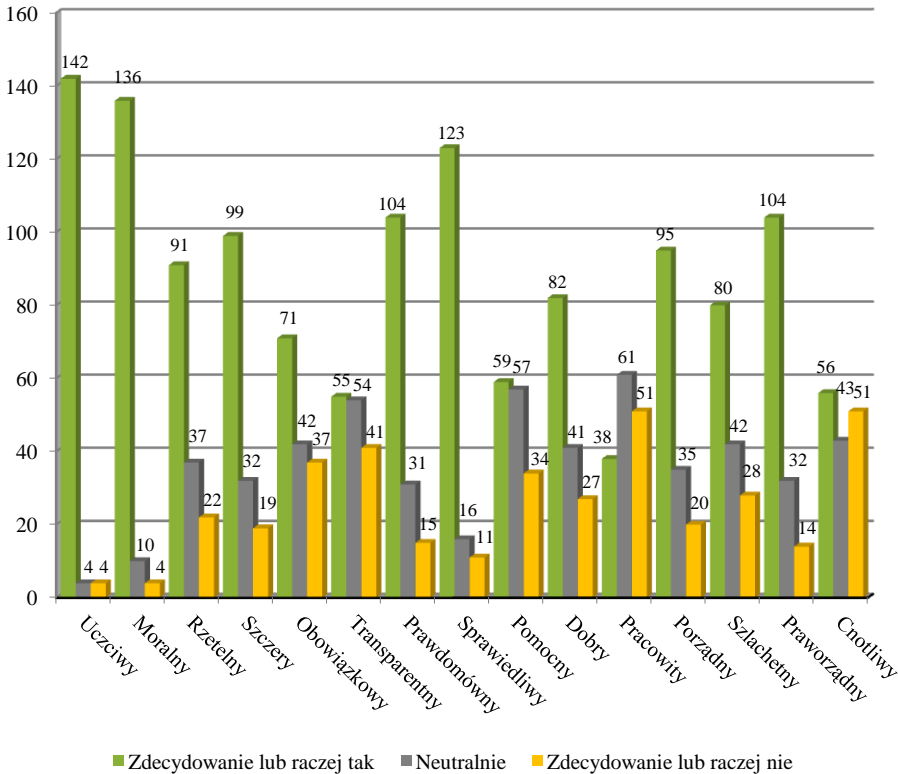
Wymienione wartości mają charakter uniwersalny. Oznacza to, że powinny być stosowane przez każdą instytucję związaną z produktami i usługami finansowymi.

3. CECHY ETYCZNEGO DORADCY BANKOWEGO

Dla dogłębnego zapoznania się ze specyfiką etycznego doradcy bankowego przeprowadzono badanie CAWI na grupie 150 osób (dobór celowy, pilotaż badania), w ramach którego respondenci musieli wybrać cechy, które kojarzą im się z pojęciem etyczny, podmiotem etycznym, doradcą etycznym oraz bankiem.

Badaniu zostało poddanych 118 kobiet i 32 mężczyzn, w tym 113 w wieku do 25 lat, zaś 37 w przedziale wiekowym 25–40. 143 respondentów miało wykształcenie ekonomiczne, a 7 o innym profilu.

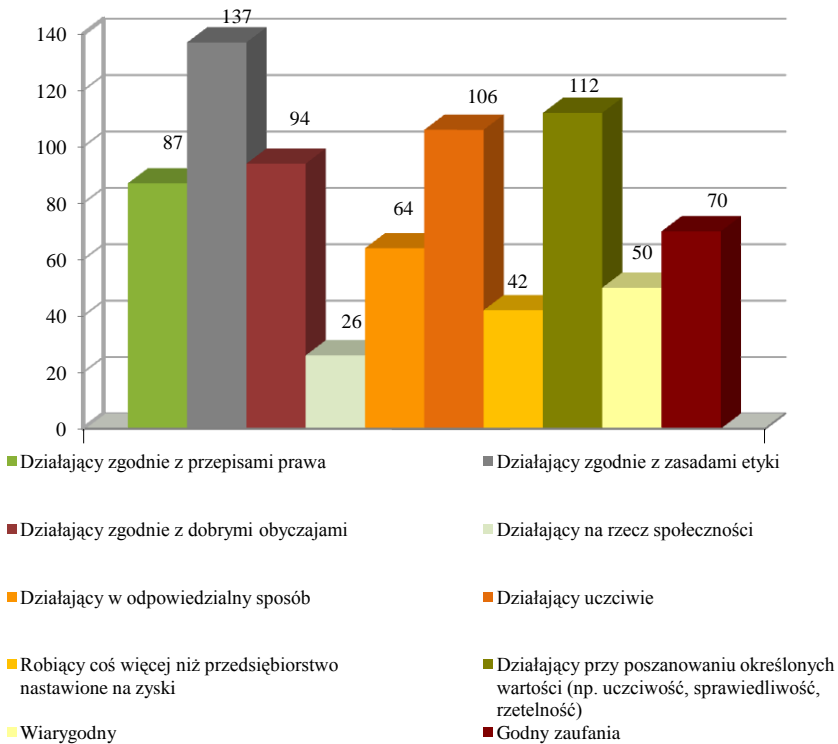
142 respondentów uważa, że pojęcie etyczny jest utożsamiane z terminem uczciwy, 136 z moralny, 123 ze sprawiedliwy, 104 z prawdomówny i praworządny. Z kolei 51 osób uznało, że termin ten zdecydowanie lub raczej nie kojarzy się z cnotliwy i pracowity, a 41 z transparentny (rys. 1).



Rysunek 1. Odpowiedzi respondentów na pytanie, co oznacza dla nich pojęcie etyczny

Źródło: opracowanie własne.

Według 137 respondentów uważa, że podmiot etyczny to taki, który działa zgodnie z zasadami etyki, 112 osób za działający przy poszanowaniu określonych wartości (np. uczciwość, sprawiedliwość, rzetelność), 106 za działający uczciwie, 94 za działający zgodnie z dobrymi obyczajami, a 87 za działający zgodnie z prawem (rys. 2).



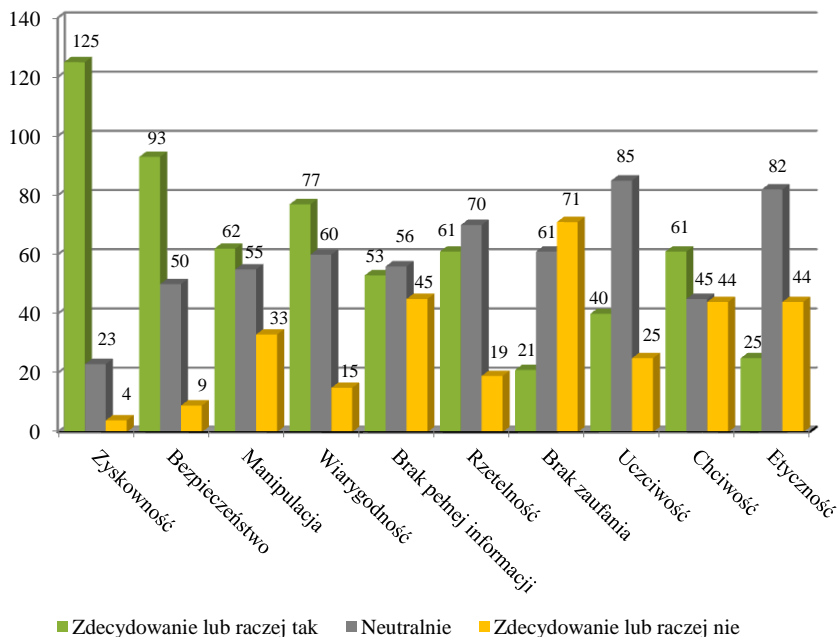
Rysunek 2. Odpowiedzi respondentów na pytanie, co oznacza dla nich podmiot etyczny

Źródło: opracowanie własne.

Według 125 respondentów pojęcie bank kojarzy się z terminem zyskowość, według 93 z bezpieczeństwem, a według 77 z wiarygodnością. Z kolei 71 badanych uważa, że instytucje finansowe nie powinny być utożsamiane z zaufaniem. Co istotne, tylko 44 respondentów uznało, że bank kojarzy im się z terminem etyczny (zob. rys. 3).

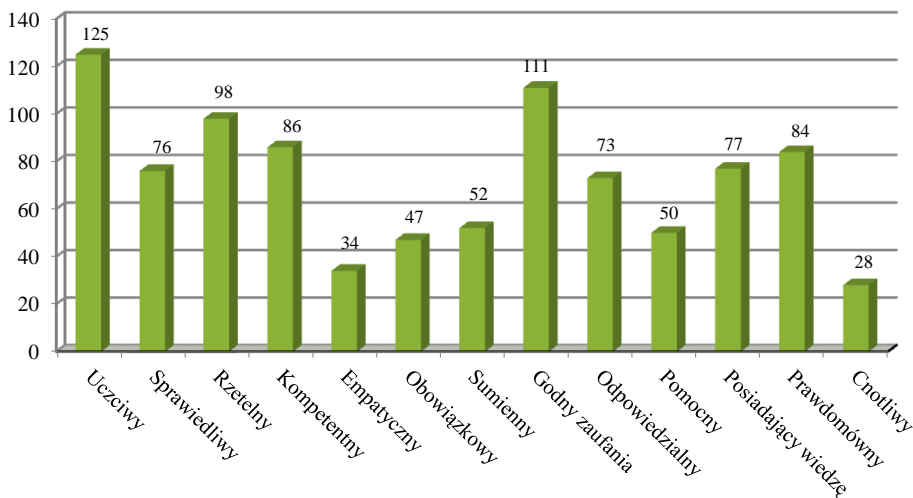
125 respondentów pojęcie doradca etyczny kojarzy z cechą uczciwy, 111 z godny zaufania, 98 z rzetelny, 86 z kompetentny, a 84 z prawdomówny (zob. rys. 4).

Jak wynika z przeprowadzonego badania, respondenci wybrali tylko nie-liczne z cech charakterystycznych dla podmiotu i doradcy etycznego. Samo pojęcie bank również w niewielkim zakresie kojarzy się z terminem etyczny. Otrzymane wyniki pokazują, że świadomość społeczeństwa w zakresie działalności etycznej jest stosunkowo niska, zaś funkcjonowanie banku jest raczej kojarzone z jego komercyjną stroną, a nie społeczną odpowiedzialnością biznesu.



Rysunek 3. Odpowiedzi respondentów na pytanie, z jakimi wartościami kojarzy się pojęcie bank

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 4. Odpowiedzi respondentów na pytanie, z jakimi wartościami kojarzy się pojęcie etyczny doradca

Źródło: opracowanie własne.

PODSUMOWANIE

Działalność bankowa jest nierozzerwalnie związana z etyką, która jest komponentem społecznej odpowiedzialności biznesu, czyli koncepcji przewodniej dla instytucji zaufania publicznego, jakimi są banki. Działanie wyłącznie w granicach ustalonych przez przepisy prawa nie jest już wystarczające, konieczne jest również przestrzeganie zasad etycznych i dobrych obyczajów. Należy przy tym wskazać, że etyka jest tą wartością, która powinna być widoczna w każdym aspekcie działania banku. Co istotne, doradca bankowy jako pierwsze ogniwo relacji z klientami, pełni szczególną rolę w kształtowaniu wizerunku banku jako etycznego, dlatego też powinien on charakteryzować się określonymi cechami, takimi jak uczciwość, rzetelność, sumienność, staranność, kompetencje, wiedza, wiarygodność i umiejętność pracy w zespole.

Przeprowadzone badanie pokazało, że w rozumieniu respondentów etyczny jest tożsamy z uczciwy, moralny i sprawiedliwy. Co ciekawe, pojęcie bank nie jest kojarzone z tą charakterystyką, a raczej jest postrzegane przez pryzmat komercyjnego aspektu działania (nastawienie na zyski), nie zaś koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu. Respondenci ustalili także, jaki powinien być doradca etyczny – przede wszystkim musi on być uczciwy, godny zaufania i rzetelny. Jak wynika z przeprowadzonego badania, respondenci wybrali tylko nieliczne z cech charakterystycznych dla podmiotu i doradcy etycznego.

BIBLIOGRAFIA

- Božović J., 2007, *Business Ethics in Banking*, „Economics and Organization”, vol. 4, no. 2.
- Caroll A. B., 1991, *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders*, „Business Horizons”, vol. 34, no. 4.
- Caroll A. B., 1979, *A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance*, „Academy of Management Review”, vol. 4, no. 4.
- Code of Ethics*, 2013, Bank of America, <http://phx.corporate-ir.net/External.File?item=UGFyZW50SUQ9MTg0MjA4fENoaWxkSUQ9LTF8VHlwZT0z&t=1>.
- Code of Ethics and Business Conduct*, 2011, USBANK, HR1109I.
- Code of Ethics*, 2009, MKB Bank.
- Decker S., Sale C., 2009, *An Analysis of Corporate Social Responsibility, Trust and Reputation in the Banking Profession*, [w:] S. O. Idowu, W. L. Filho, *Professionals' Perspectives of Corporate Social Responsibility*, Springer, Heidelberg.
- Earning Public Trust. The Code of Ethics of the Inter-American Development Bank*, 2006, IADB.
- Gasparski W. (red.), 2004, *Uczciwość w świecie finansów*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa.
- Gopalsamy N., 2006, *A Guide To Corporate Governance*, New Age International, New Delhi.
- Grimshaw B., 2001, *Ethical Issues and Agendas*, „Facilities”, vol. 19.
- Icke B. T., Caliskan E. N., Ayturk Y., Icke M. A., 2011, *An Empirical Research of Ethical Banking in Turkey*, „Journal of Modern Accounting and Auditing”, vol. 7, no. 3.

- Kanon Dobrych Praktyk Rynku Finansowego*, Komisja Nadzoru Finansowego, 2008, http://www.knf.gov.pl/Images/Kanon_DPRF_tcm75-22555.pdf.
- Marcinkowska M., 2013, *Kapitał relacyjny banku. Kształtowanie relacji banku z otoczeniem*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Nowak M., 2006, *Etyka w biznesie, czyli jak wyglądają oszustwa biznesowe*, Wydawnictwo Publikacji Elektronicznych Escape Magazine, Toruń.
- Rezaee Z., 2007, *Corporate Governance Post-Sarbanes-Oxley: Regulations, Requirements, and Integrated Processes*, John Wiley & Sons, Hoboken.
- Ricardo A. C., 2011, *Business Environment*, Pearson Education India, New Delhi.
- Sims R. R., 2003, *Ethics and Corporate Social Responsibility: Why Giants Fall*, Greenwood Publishing Group, London.
- Solomon R. C., 2009, *Etyka biznesu*, [w:] P. Singer, *Przewodnik po etyce*, Wyd. Książka i Wiedza, Warszawa.
- Strzelecki A., 2005, *Moda na etykę. Współczesna refleksja etyczna w biznesie i fenomen jej popularności*, „Studia i Materiały”, nr 1.
- Szpringer W., 2005, *Kredyt konsumencki i upadłość konsumencka na rynku usług finansowych UE*, ABC Dom Wydawniczy, Warszawa.
- There Is No Right Way to Do the Wrong Thing. Code of Ethics*, 2012, Nedbank Group, <http://www.nedbankgroup.co.za/pdfs/CodeofEthics.pdf>.
- Wells Fargo Team Member Code of Ethics and Business Conduct*, 2012, Wells Fargo Bank.
- Wheelen T. L., Hunger J. D., 2002, *Strategic Management and Business Policy*, Prentice Hall, New Jersey.
- Zasady Dobrej Praktyki Bankowej*, 2010, Załącznik nr 1 do Uchwały Nr 11 XXI Walnego Zgromadzenia Związku Banków Polskich 22.04.2010 r., Związek Banków Polskich, http://www.dzbank.pl/_files/Zasady_Dobrej_Praktyki_Bankowej.pdf.

ETHICS ADVISER, MEANS WHO?

The problem of ethics is particularly important for banks, because on moral principles they base their activity, customer relations and other functional areas, such as the policy of dividend payments, the mission of the institution, responsibilities of employees, etc. The question is whether the banks cannot afford to waive of these rules for the benefit (even disposable)? Advisor is the first link and therefore he is particularly important in the context of building ethics policy and implementation of ethical values. The perception of employees affects the image of the bank and its reputation, which is why it is so essential that consumers regard them as operating in accordance with the rules of ethics.

The aim of the article is to present the work of bank advisor from the perspective of ethical principles and to present the results of a pilot study about the understanding of the concept of ethics and ethical advisor as well as associations with the term bank.

Key words: banks, ethics, advisor.

Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych

Artur Zimny

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

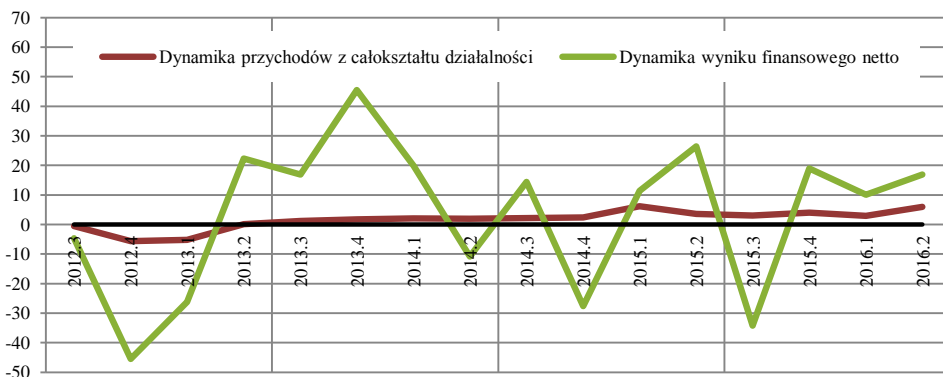
Na podstawie danych za pierwsze półrocze 2016 koniunkturę w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych można uznać za dobrą. Firmy odnotowują zarówno wzrosty przychodów (w drugim kwartale 2016 były one o 6% wyższe niż w drugim kwartale 2015), jak i wyników finansowych netto (w drugim kwartale wzrost o prawie 17% w stosunku do analogicznego okresu rok wcześniej). Dobre perspektywy potwierdza wskaźnik wzrostu PKB, który (wyrównany i w cenach stałych) w ciągu ostatnich 10 kwartałów tylko raz okazał się niższy od 3% (za drugi kwartał 2016 podano wartość 3,1%). Sektor przedsiębiorstw odnotował w drugim kwartale rentowność obrotu netto na poziomie 5,5%, co jest wartością najwyższą od 5 lat.

Rosnące obroty pociągają za sobą z jednej strony wzrost należności handlowych, a z drugiej – analogicznych zobowiązań.

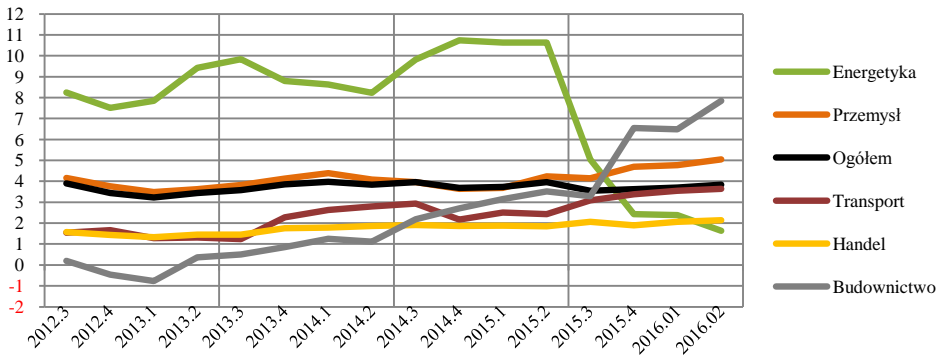
Dane pozwalają stwierdzić, że zarządzanie tymi dwoma aspektami działalności operacyjnej jest zrównoważone, bowiem wskaźniki płynności utrzymują się na dość stabilnym (i zadowalającym) poziomie.

Wyhamowała natomiast dynamika inwestycji. O ile jeszcze w pierwszym kwartale 2016 nakłady inwestycyjne były o 13,4% wyższe od nakładów w pierwszym kwartale 2015, to już w drugim kwartale wartość nakładów była o 5,7% niższa, niż rok wcześniej. Największy spadek nakładów odnotowano w transporcie (16,7%), dość duży także w energetyce (16,7%). W przemyśle przetwórczym i budownictwie wystąpiły wzrosty, ale niewielkie (odpowiednio 8,9% oraz 2,7%). Wśród powodów wstrzeźliwości przedsiębiorstw w inwestowaniu wymienia się opóźnienia w wykorzystywaniu dotacji unijnych oraz niepewność zarządców firm co do przyszłej polityki gospodarczej kraju.

Owoce świetnej koniunktury zbiera branża budownicza. Po okresie spadku przychodów i ponoszenia znaczących strat



Wykres 1. Dynamika wyników kwartalnych [analogiczny kwartał roku poprzedniego = 100], urealniona o wskaźnik CPI



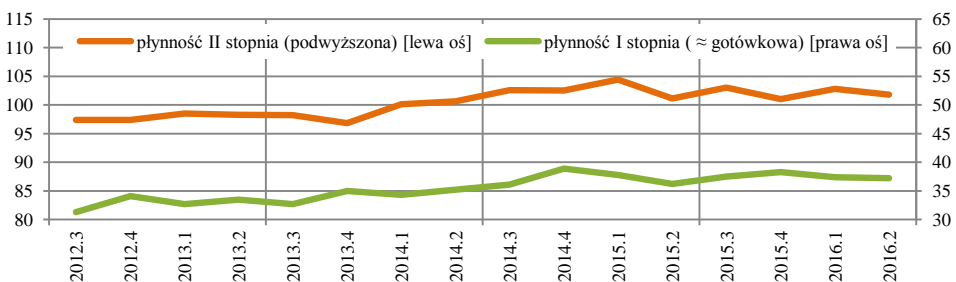
Wykres 2. Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały [w %]

(lata 2012–2013) następuje dynamiczne odbicie. I choć w ostatnich dwóch kwartałach wartość przychodów w porównaniu z analogicznymi kwartałami rok wcześniej uległa pewnym spadkom, to znacząco poprawiła się rentowność obrotu netto – za ostatnie 4 kwartały wyniosła ona w budownictwie 7,8%, deklasując pozostałe branże i znacznie przewyższając średnią dla ogółu przedsiębiorstw niefinansowych (3,8%).

Zupełnie odwrotna tendencja charakteryzuje branżę energetyczną, która przez lata była niekwestionowanym liderem w zakresie kondycji finansowej. Znaczne odpisy wartości aktywów zredukowały notowaną przez branżę rentowność obrotu netto z poziomów około 10% do 5% w trzecim kwartale 2015, 2,4% w dwóch

kolejnych kwartałach i zaledwie 1,6% w drugim kwartale 2016 – z tym wynikiem energetyka okazała się najgorszą z analizowanych branż. Kontynuacja dokonywania odpisów, skutkujących zmniejszeniem zyskowności, wynika obecnie przede wszystkim z wprowadzania niekorzystnych regulacji dotyczących odnawialnych źródeł energii, przez co wiele rozpoczętych projektów tego typu (głównie farm wiatrowych) staje się nieopłacalnymi. Pewne znaczenie ma też wzrost kosztów zakupów uprawnień do emisji CO₂ oraz zmniejszenie wskaźnika WACC stanowiącego limit dopuszczalnego zwrotu z kapitału dla przedsiębiorstw prowadzących dystrybucję energii elektrycznej.

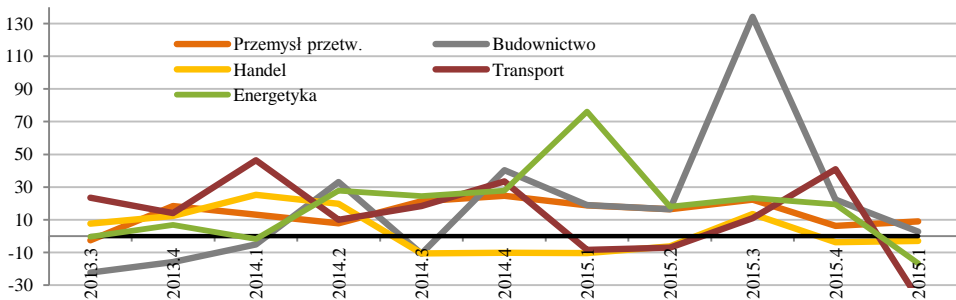
Branżę charakteryzuje też ujemna dynamika przychodów (w trzech z czterech



Wykres 3. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [w %]

ostatnich kwartałów) oraz znaczny spadek płynności. Pozostałe branże, tj. przemysł, transport i handel, wykazują powolny, lecz stabilny wzrost rentowności, przy czym tradycyjnie zyskowności branży przemysłowej (5,0% w drugim kwartale 2016) jest wyższa, niż w handlu (2,1%). Branża handlowa nie odczuwa jeszcze obciążenia nowym podatkiem od

sklepów wielkopowierzchniowych, bowiem wprowadzająca go ustawa ma wejść w życie od września 2016. Branża transportowa natomiast wyróżnia się w drugim kwartale 2016 największą dynamiką sprzedaży (wzrost o 13,9% w stosunku do drugiego kwartału 2015) i wysoką płynnością, najwyższą spośród badanych tu branż.



Wykres 4. Dynamika nakładów inwestycyjnych [przyrost w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego]

Nowa ustawa o umowach koncesji na roboty budowlane lub usługi

Dagmara Hajdys

Dr hab., Katedra Finansów Publicznych,
Instytut Finansów, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny,
Uniwersytet Łódzki

W dniu 5 września 2016 r. Sejm przyjął nową ustawę o umowach na roboty budowlane lub usługi (dalej ustawa koncesyjna). Nowe regulacje prawne wprowadzają szereg zmian mających na celu uproszczenie procedur zawierania umów koncesyjnych oraz ograniczenie niepewności prawnej przy ich, a także ułatwienie realizacji projektów w formule partnerstwa publiczno-prywatnego w obszarach infrastruktury i usług strategicznych, przy jednoczesnym zapewnieniu najlepszego stosunku jakości do ceny.

Zmiana przepisów jest podyktowana koniecznością dostosowania polskiego porządku prawnego do regulacji unijnych wynikających z *Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/23/UE z 26 lutego 2014 roku w sprawie udzielania koncesji* (tzw. dyrektywa koncesyjna).

Nowa ustawa koncesyjna jest szczególnie istotna dla rozwoju rynku partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP) w Polsce. Umowy koncesyjne stanowią 2/3 zawartych umów o PPP.

Przygotowane rozwiązania w zakresie umów koncesyjnych, promują i umożliwiają realne wykorzystywanie elementów pozaekonomicznych, takich jak: ochrona środowiska, integracja społeczna czy

wspieranie innowacyjności. W opisie przedmiotu koncesji na roboty budowlane lub usługi będą uwzględniane szczególne warunki realizacji umów koncesji, odnoszące się m.in. do: aspektów gospodarczych, środowiskowych, społecznych, innowacyjnych, przestrzegania przez koncesjonariusza przepisów prawa pracy, ochrony środowiska i zabezpieczenia społecznego, podwykonawstwa, rozszerzenia zakresu dopuszczalnych zmian, wypowiedzenia oraz unieważnienia zawartej umowy koncesji na roboty budowlane lub usługi.

Ustawa zakłada, że próg stosowania ustawy, tak jak w przypadku przepisów Prawa zamówień publicznych, wyniesie 30 tys. euro. Do tej pory takiego progu nie było. Podobnie jak w Prawie zamówień publicznych odwołania będą składane do Krajowej Izby Odwoławczej i dalej ewentualnie do sądu powszechnego, co zastąpi obecny tryb administracyjno-prawny (skargę do sądu administracyjnego). Ponadto ustawa wprowadza szeroki katalog możliwych zmian umowy koncesji na roboty budowlane lub usługi, w tym m.in. od dawna postulowane prawo interwencji (*step-in-right*). Chodzi o sytuację, w której koncesjonariusz nie wywiązuje się z zapisów umowy. W takim przypadku udzielający koncesji będzie mógł go zastąpić nowym koncesjonariuszem bez konieczności organizowania postępowania na wybór nowego partnera biznesowego. Taka sytuacja musi jednak być przewidziana na wstępnym etapie realizacji projektu.

Nowością są trzy tryby wyboru koncesjonariuszy – odpowiedniki, choć w nieco prostszej formie, przetargu ograniczonego, nieograniczonego oraz negocjacji. Dotychczas wybór koncesjonariusza mógł nastąpić jedynie w drodze negocjacji. Oznacza to, że zamawiający nie będą

musieli zawsze prowadzić negocjacji, ale w odpowiedzi na zamieszczone przez nich ogłoszenie wykonawcy złożą swoje pisemne oferty.

Przepisy nowej ustawy ograniczają okres trwania umowy koncesji. Takie rozwiązanie ma zapobiegać ograniczeniu konkurencji w dostępie do rynku. Umowa koncesji może być zawarta na dłużej niż 5 lat tylko wtedy, gdy koncesjonariusz nie jest w stanie odzyskać swoich nakładów w tym terminie. Dotychczas umowa koncesyjna mogła być zawierana nawet na okres 30 lat w przypadku koncesji na roboty budowlane, a usługi do lat 15 [1].

Nowe rozwiązania będą korzystne zarówno dla zamawiających, jak i wykonawców, dotyczy to szczególnie małych i średnich przedsiębiorców, poprzez m.in.:

- zmniejszenie obowiązków formalnych wykonawców na etapie postępowania o zawarcie umowy koncesji, uproszczenie i uelastycznienie procedur. Wykonawca będzie przedstawiał oświadczenie o spełnianiu warunków udziału w postępowaniu, a obowiązek złożenia wszystkich dokumentów dotyczy co do zasady wykonawcy, którego oferta została uznana za najkorzystniejszą;
- możliwość swobodnego określenia procedury prowadzącej do wyboru koncesjonariusza (skrócenia terminu na składanie wniosków oraz określenia ustawowego terminu składania ofert);
- określenia przez zamawiających szczegółowych warunków związanych z realizacją umowy koncesji, a więc aspektów gospodarczych, środowiskowych i społecznych, związanych z zatrudnieniem lub innowacyjnością. Dodatkowo warunki te, powiązane z przedmiotem koncesji, będą musiały zostać wskazane w ogłoszeniu o koncesji lub w innych dokumentach zamówienia;

- zastrzeżenie przez zamawiającego w ogłoszeniu o koncesji, że o zawarcie umowy koncesji mogą ubiegać się wyłącznie zakłady pracy chronionej lub inni wykonawcy, których statutowym celem jest społeczna i zawodowa integracja osób niepełnosprawnych; zamawiający będzie mógł określić minimalny procentowy wskaźnik zatrudnienia tych osób, nie mniejszy niż 30% osób zatrudnionych przez zakłady pracy chronionej lub wykonawców;
- rozszerzenie zakresu podmiotowego stosowania umów koncesji na roboty budowlane lub usługi o zamawiających sektorowych (np. podmioty zajmujące się wydobywaniem gazu ziemnego i węgla oraz świadczące usługi publicznej w zakresie produkcji i dystrybucji energii elektrycznej), a także rozszerzenie zakresu przedmiotowego przez wprowadzenie odrębnych regulacji dotyczących umów mieszanych;
- wprowadzenie nowej zasady szacowania wartości umowy koncesji na roboty budowlane lub usługi;
- powierzenie prezesowi Urzędu Zamówień Publicznych kompetencji dotyczących umów koncesji na roboty budowlane lub usługi oraz określenie zakresu współpracy w tym obszarze z ministrem rozwoju.

Przyjęcie nowych rozwiązań prawnych w zakresie koncesji powinno zwiększyć zainteresowanie małych i średnich firm w realizację zadań publicznych opartych o umowę koncesji. Ustawa zastąpi obecnie obowiązującą ustawę o koncesji na roboty budowlane lub usługi [2] i zacznie obowiązywać po 14 dniach od daty jej ogłoszenia w Dzienniku Ustaw.

[1] Na podstawie informacji zamieszczonych na stronie:

https://www.ppp.gov.pl/Aktualnosci/Aktualnosci/Strony/Elastyczne_i_przejrzyste_koncesje.aspx [dostęp: 12.09.2016].

[2] Ustawa z dnia 9 stycznia 2009 r. o koncesji na roboty budowlane lub usługi, DzU 2009, nr 19, poz. 101 z późn. zm.

Zmiany w świecie podatków w połowie roku 2016

Radosław Witczak

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

W dzisiejszym numerze chcieliśmy napisać o dwóch istotnych dla przedsiębiorców zmianach wprowadzonych od drugiej połowy 2016 roku do ordynacji podatkowej: klauzuli obejścia prawa oraz tzw. jednolitego pliku kontrolnego.

Ustawą z dnia 13 maja 2016 r. o zmianie ustawy – Ordynacja podatkowa oraz niektórych innych ustaw [DzU z dnia 14 czerwca 2016 r. z późn. zm.) wprowadza-

dzono po długich dyskusjach (które również przedstawialiśmy na łamach naszego czasopisma) klauzulę obejścia prawa. Zgodnie z nowym art. 119a ordynacji podatkowej czynność dokonana przede wszystkim w celu osiągnięcia korzyści podatkowej, sprzecznej w danych okolicznościach z przedmiotem i celem przepisu ustawy podatkowej, nie skutkuje osiągnięciem korzyści podatkowej, jeżeli sposób działania był sztuczny.

Klauzula ma umożliwić organom administracji skarbowej pozbawianie podatników korzyści podatkowych, będących efektem dokonywania czynności w spo-

sób sztuczny. Dotyczy zatem czynności, które są sprzecznie z przedmiotem i celem przepisu ustawy podatkowej. Regulacje definiują co rozumie się przez „sztuczne” działania poprzez wyliczenie przykładowych sytuacji. Jednakże wyliczenie to ma jedynie charakter przykładowy i w efekcie może być rozszerzone w praktyce stosowania przepisów przez organy podatkowe i skarbowe, a także budzić wątpliwości interpretacyjne. W przypadku konieczności zastosowania w konkretnej sprawie klauzuli obejścia prawa decyzje będzie wydawał minister finansów. Następuje zatem zmiana organu podatkowego właściwego do wydania decyzji. Zatem jeśli np. postępowanie podatkowe prowadził naczelnik urzędu skarbowego i okazuje się, że będzie konieczne zastosowanie analizowanych przepisów, to decyzję wyda minister finansów. Podatnicy, którzy planują (ale także już przeprowadzili lub prowadzą) działania powodujące zmniejszenie obciążeń podatkowych, mogą wystąpić o wydanie opinii zabezpieczającej. Na jej podstawie będą mogli uzyskać ocenę organu podatkowego czy ich działanie nie ma charakteru sztucznego, a zatem czy dane przedsięwzięcie nie zostanie objęte klauzulą obejścia prawa. Opinie zabezpieczające zbliżone są do już wydawanych interpretacji podatkowych. Jednakże ich koszt wynosi 20 000 zł [1].

Dla podmiotów gospodarczych istotną kwestią jest ustanowienie kwot korzyści podatkowych których przekroczenie może skutkować zastosowaniem klauzuli obejścia praw. Zgodnie z art. 119b ordynacji podatkowej wynoszą one 100 000 zł dla danego okresu rozliczeniowego, a w przypadku braku okresu rozliczeniowego korzyści również wynoszą 100 000 zł. Efektem takich rozwiązań jest w praktyce wykluczenie mikro i małych przedsiębiorstw spod działania omawianych regulacji.

Ciekawym rozwiązaniem jest ustanowienie Rady do Spraw Przeciwdziałania Unikaniu Opodatkowania. Celem jej funkcjonowania jest opiniowanie zasadności zastosowania klauzuli obejścia prawa w indywidualnych sprawach. W jej skład wchodzi nie tylko przedstawiciele Ministerstwa Finansów, ale także innych instytucji [2].

Część ekspertów wskazuje, że omawiany instrument może być wykorzystywany przez administrację skarbową wobec polskich przedsiębiorstw (szczególnie dopiero rozwijających swoją strukturę na skalę międzynarodową), natomiast już funkcjonujące międzynarodowe grupy kapitałowe będą w stanie uzasadnić ekonomicznie (w związku z już funkcjonującą strukturą) zawierane transakcje. Zatem spowoduje to pogorszenie konkurencyjności polskich przedsiębiorców w porównaniu do zagranicznych [3].

Kolejnym elementem zmian w systemie podatkowym jest wprowadzenie tzw. jednolitego pliku kontrolnego.

Zgodnie z nowym art. 82 ust. 1b ordynacji podatkowej podmioty prowadzące księgi podatkowe przy użyciu programów komputerowych są obowiązane, bez wezwania organu podatkowego, do przekazywania, za pomocą środków komunikacji elektronicznej, danych wynikających z ewidencji (tzw. ewidencji sprzedaży, zakupów) prowadzonych na potrzeby podatku VAT za okresy miesięczne w terminie do 25. dnia miesiąca następującego po każdym kolejnym miesiącu. Dodatkowo na podstawie art. 193a ordynacji podatkowej dane wynikające z ksiąg podatkowych muszą być przekazywane na żądanie organów administracji skarbowej również w formie elektronicznej. Dane w postaci elektronicznej odpowiadającej strukturze logicznej określo-

nej w przepisach (por. 193a § 2 ordynacji podatkowej), zaczerpnięte z ewidencji, ksiąg wskazanych wyżej stanowią tzw. jednolity plik kontrolny. Jego sporządzenie i przesyłanie do organów administracji skarbowej ma m.in. przyczynić się do zmniejszenia kosztów wypełniania obowiązków podatkowych przez podatników, ale także usprawnienia kontroli podatkowej. Spowoduje również wyeliminowanie papierowych wydruków, dostęp do danych w łatwym do analizy formacie, automatyzację procesów kontrolnych. Obowiązek ten obejmuje przedsiębiorstwa od 1 lipca 2016 r. [4]

Zgodnie z art. 29 *Ustawy z dnia 10 września 2015 r. o zmianie ustawy – Ordyna-*

cja podatkowa oraz niektórych innych ustaw [DzU z dnia 20 października 2015 r. z póź. zm.] obowiązek sporządzania jednolitego pliku kontrolnego nie dotyczy od 1 lipca wszystkich podmiotów gospodarczych. Mikroprzedsiębiorcy, mali i średni przedsiębiorcy mogą takie dokumenty w formie elektronicznej sporządzać i przysyłać do organów podatkowych, ale nie muszą. Obowiązek przesyłania danych w formie elektronicznej dotyczy będzie takich od 1 lipca 2018 r. Jako mikro, małych i średnich przedsiębiorców rozumie się jednostki gospodarcze zdefiniowane w ten sposób w *Ustawie z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej* [DzU 2015, poz. 584 z późn. zm.].

[1] A. Turska, M. Zborowski, *Podatnik w nowej rzeczywistości*, „Rzeczpospolita”, 29.06.2016 wyd. el.; art. 119a–119l, art. 119w–119zc ordynacji podatkowej.

[2] Zob. szerz. art. 119m–119v ordynacji podatkowej.

[3] Zob. szerz. Ł. Mazur i A. Artowicz, *Klauzula obejścia prawa: ratunek czy balast*, „Rzeczpospolita”, 25.01.2016 wyd. el.

[4] T. Krywan, *Jednolity Plik Kontrolny*, Lex, wyd. el.

Dostęp do podstawowego rachunku płatniczego w ograniczaniu wykluczenia finansowego

Iwa Kuchciak

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Bankowości

Ograniczenie wykluczenia finansowego wymaga podejmowania działań nie tylko na szczeblu krajowym, ale także międzynarodowym. Niezmiernie ważne są inicjatywy mające na celu zapewnienie gospodarstwom domowym łatwiejszego dostępu do rachunku bankowego. Komisja Europejska mając na uwadze znaczenie włączenia finansowego dla sprawnego funkcjonowania rynku wewnętrznego i rozwoju nowoczesnej, społecznej gospodarki rynkowej i uwzględniając

skalę problemu (zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej 7% dorosłych mieszkańców UE, tj. 30 mln osób, nie posiada rachunku bankowego) podjęła w 2011 roku prace zmierzające do wypracowania regulacji dotyczących zapewnienia dostępu do niskokosztowego rachunku płatniczego. Regulacje te obejmowały wydanie zalecenia w sprawie dostępu do zwykłego rachunku płatniczego [1], a następnie dyrektywy w sprawie porównywalności opłat związanych z rachunkami płatniczymi, przenoszenia rachunku płatniczego oraz dostępu do podstawowego rachunku płatniczego (ang. *Payment Accounts Directive*, PAD) [2].

Zalecenie w sprawie dostępu do zwykłego rachunku płatniczego zawierało charakterystykę zwykłego rachunku płatniczego, do którego dostęp nie powinien być uzależniony od wykupienia dodatkowych usług i który powinien umożliwiać realizację wybranych usług płatniczych [3]. Kluczowymi obszarami zalecenia były cztery elementy [4], tj. określenie specyfiki dostępu do odpowiednich kont płatniczych, parametrów podstawowego konta, przyjęcie założeń odnośnie rozsądnej ceny oraz wyznaczonych dostawców usług płatniczych [5].

Ze względu na nieznaczną poprawę jaką osiągnięto w obszarze zwiększenia przejrzystości i porównywalności opłat, jak również ograniczenia trudności z przeniesieniem rachunków płatniczych w wyniku wydania zalecenia w sprawie dostępu do zwykłego rachunku płatniczego Komisja Europejska podjęła decyzję o wdrożeniu bardziej kompleksowych i wiążących prawnie środków dotyczących rachunków płatniczych poprzez regulacje zawarte w dyrektywie w sprawie porównywalności opłat związanych z rachunkami płatniczymi, przenoszenia rachunku płatniczego oraz dostępu do podstawowego rachunku płatniczego [6]. Najważniejszym celem dyrektywy jest zmniejszenie skali wykluczenia finansowego w Unii Europejskiej poprzez zapewnienie każdemu obywatelowi Unii Europejskiej dostępu do podstawowego rachunku, realizującego funkcje płatnicze. Ponadto, dyrektywa reguluje kwestie umożliwienia przenoszenia rachunków i stworzenia wiarygodnych narzędzi umożliwiających porównywanie opłat związanych z rachunkiem płatniczym [7]. Z tego względu, środki przewidziane w dyrektywie odnoszą się do tych trzech głównych obszarów: zapewnienia nieodpłatnie lub za rozsądną opłatą dostępu do rachunku płatniczego oraz postępowania w przy-

padku przeniesienia lub zmiany rachunku płatniczego [8].

Kluczowym zapisem dyrektywy jest nałożenie na kraje członkowskie obowiązku polegającego na zobligowaniu wszystkich instytucji kredytowych lub ewentualnie wystarczającej ich liczby do zapewnienia konsumentom bezpłatnego dostępu lub za rozsądną opłatą do podstawowego rachunku płatniczego, tj. rachunku o ograniczonej funkcjonalności umożliwiającego dostęp do zestawu podstawowych usług płatniczych [9]. Z punktu widzenia promowania włączenia w system bankowy przyjęty katalog usług towarzyszących podstawowemu rachunkowi bankowemu umożliwia praktycznie pełną inkluzję.

Poza rekomendowaniem wysokości opłat za korzystanie z podstawowego rachunku bankowego i określeniem katalogu oferowanych w jego ramach usług, Komisja Europejska zwróciła uwagę na konieczność zapewnienia w każdym państwie członkowskim odpowiedniej liczby instytucji kredytowych oferujących podstawowe rachunki płatnicze adekwatnej do zapewnienia dostępu do nich wszystkim konsumentom, w celu uniknięcia jakiegokolwiek dyskryminacji konsumentów i zapobieżenia zakłóceniom konkurencji.

W odniesieniu do zapewnienia przejrzystości opłat za prowadzenie rachunku w dyrektywie PAD zawarto kilka działań, wśród których należy przede wszystkim wskazać na zwiększenie obowiązków informacyjnych ciążyących na dostawcach usług płatniczych dotyczących wysokości opłat za najbardziej reprezentatywne usługi powiązane z rachunkiem płatniczym. Ostatnim z głównych obszarów uregulowań dyrektywy PAD były zapisy dotyczące postępowania w przypadku przeniesienia lub zmiany rachunku płatniczego zmierzające do zapewnienia

konsumentom jasnej, szybkiej i bezpiecznej procedury przenoszenia rachunków płatniczych, w tym podstawowych rachunków płatniczych przez dostawców usług płatniczych i to zarówno w przypadku przenoszenia się od jednego dostawcy usług płatniczych do innego, jak również, dokonywania zamiany jednego rachunku płatniczego na inny w ramach tego samego dostawcy usług płatniczych.

W dyrektywie PAD zwrócono także uwagę na konieczność edukacji finansowej. Zalecono państwom członkowskim wspieranie edukacji konsumentów najbardziej podatnych na zagrożenia realizowanej przez organy krajowe, a także zaangażowanie się w inicjatywy podejmowane przez organizacje konsumenckie i instytucje finansowe najbardziej podatnych na zagrożenia i zapewnienie im wskazówek i pomocy w odpowiedzialnym zarządzaniu ich finansami.

Podsumowując, przyjęte regulacje sprwadają się przede wszystkim do zagwarantowania każdemu konsumentowi, legalnie przebywającemu na terenie UE, prawa do otwarcia darmowego lub za rozsądną opłatą podstawowego rachunku płatniczego, który to ma zapewnić dostęp do korzystania z podstawowych usług/instrumentów płatniczych (m.in. polecenia przelewu, polecenia zapłaty, dokonywania wpłat i wypłat, transakcji przy użyciu kart płatniczych oraz płatności *on-line*) oraz zagwarantowania dostępu do zwięzłych i ujednoczonych informacji na temat kosztów poszczególnych usług (również utworzenia porównywarek opłat) i ułatwienia procesu przenoszenia rachunków tak, aby gospodarstwa domowe podejmowały decyzje w sposób bardziej świadomy w oparciu o rzetelne informacje i miały większą swobodę zmieniania tych decyzji.

-
- [1] *Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 18 lipca 2011 roku w sprawie dostępu do zwykłego rachunku płatniczego*, 2011/442/UE.
 - [2] *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/92/UE z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie porównywalności opłat związanych z rachunkami płatniczymi, przenoszenia rachunku płatniczego oraz dostępu do podstawowego rachunku płatniczego Tekst mający znaczenie dla EOG*, DzUrż UE L 257/214 z dnia 28 sierpnia 2014 r.
 - [3] *Dostęp konsumentów do zwykłych kont płatniczych*, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=URISERV%3Aem0050> [dostęp: 27.12.2015]. Wyniki badań w sprawie przydatności rachunku bankowego wskazują na związek między akceptacją posiadania rachunku a zakresem usług bankowych. Im większy jest ten zakres (np. debet w rachunku, zlecenia stałe, bankowość internetowa), tym większa akceptacja dla posiadania konta. P. Błędowski, M. Iwanicz-Drozdowska, 2010, *Wykluczenie finansowe w Polsce o możliwości przeciwdziałania*, „Polityka Społeczna”, nr 2, s. 6.
 - [4] *Komisja propaguje dostęp do podstawowych i tanich kont bankowych dla wszystkich obywateli*, Komisja Europejska-Komunikat prasowy, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-897_pl.htm [dostęp: 02.09.2016].
 - [5] *Komisja propaguje dostęp do podstawowych i tanich kont bankowych dla wszystkich obywateli*, Komisja Europejska-Komunikat prasowy, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-897_pl.htm [dostęp: 02.09.2016].
 - [6] *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/92/UE z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie porównywalności opłat związanych z rachunkami płatniczymi, przenoszenia rachunku płatniczego oraz dostępu do podstawowego rachunku płatniczego Tekst mający znaczenie dla EOG*, DzUrż UE L 257/214 z dnia 28 sierpnia 2014 r.
 - [7] *Taisze i dostępne dla wszystkich rachunki bankowe dzięki nowej inicjatywie Komisji*, Komisja Europejska – komunikat prasowy, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-415_pl.htm [dostęp: 02.02.2016].
 - [8] *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w I półroczu 2014 r.*, 2014, NBP Departament Systemu Płatniczego Warszawa, s. 78–79.
 - [9] *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/92/UE z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie porównywalności opłat związanych z rachunkami płatniczymi, przenoszenia rachunku płatniczego oraz dostępu do podstawowego rachunku płatniczego Tekst mający znaczenie dla EOG*, DzUrż UE L 257/214 z dnia 28 sierpnia 2014 r., art. 17 ust. 1.

Koniunktura giełdowa

Artur Zimny

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

W ciągu ostatnich 12 miesięcy kurs WIGu nie pozwala wyodrębnić tendencji wzrostowej ani spadkowej. Na wykresie można doszukać się dwóch formacji trójkąta zwyżającego się, częstszej i bardziej niepewnej dla prognoz w porównaniu z innymi formacjami. Zazwyczaj formacje trójkąta zwiastują kontynuację trendu, a ta od maja 2015 jest spadkowa, a zatem trójkąt utworzony przez kurs w okresie ostatniego roku każe spodziewać się dalszych spadków. Z kolei trójkąt uformowany przez WIG w ostatnich dwóch miesiącach sugeruje, że powinno nastąpić wybitcie górą, czyli początek wzrostów. W tej sytuacji bardziej jednoznacznym sygnałem do oceny przyszłej koniunktury giełdowej będzie wyjście kursu z formacji, co jednak może nastąpić nieprędko. Wydaje się, że jest to dobre odzwierciedlenie panującej na rynku niepewności co do polityki gospodarczej prowadzonej przez władze państwa – z jednej strony przedsiębiorcom obiecywane są ułatwienia ich działalności, z drugiej natomiast obciążenia fiskalne nie maleją, a w niektórych branżach wręcz rosną.

Efektom znacznych wahań WIGu są bardzo rozbieżne stopy zwrotu, liczone za różne okresy wstecz. W ciągu ostatniego miesiąca WIG stracił 0,3%, w ostatnich dwóch miesiącach zyskał 1,3%, a w ostatnich trzech aż 6,1%. Stopy zwrotu za ostatnie półrocze i rok to odpowiednio -1,0% i -3,9%.

Branżą najbardziej tracącą na wycenach jest energetyka. Silna tendencja spadko-

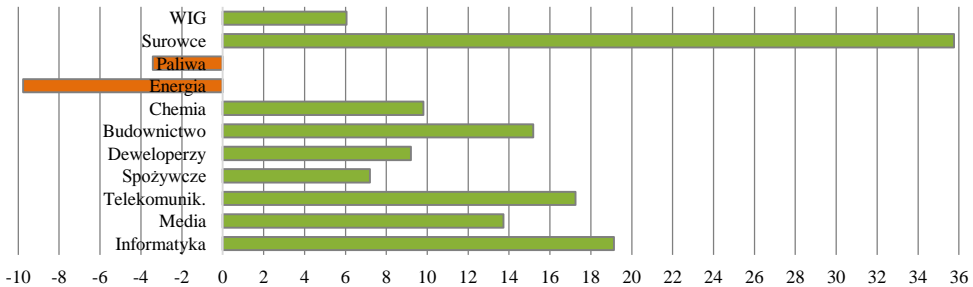
wa kursów spółek wchodzących w skład indeksu WIG Energia przyniosła straty z indeksu na poziomie -9,8% w ostatnim kwartale, -21,7% w ostatnim półroczu oraz -26,3% w ostatnim roku.

Jest to niewątpliwie efekt wdrażania nowych regulacji, bardzo niekorzystnych dla rozwoju odnawialnych źródeł energii (wiele firm energetycznych realizuje znacznie zaawansowane projekty tego typu, podjęte w przeszłości z nadzieją na pozytywne nastawienie ze strony państwa). Negatywny trend wykazuje również branża paliwowa, co może wynikać z niekorzystnej relacji tendencji cen ropy na świecie w stosunku do krajowej presji na detaliczne ceny paliwa. Z kolei branżą wykazującą najlepszą koniunkturę w ostatnim okresie jest branża surowcowa, która dała stopy zwrotu rzędu 8,3% (ostatni miesiąc), 35,8% (ostatni kwartał) czy 11,8% (ostatni rok). Silny trend wzrostowy kursu pozwala oczekiwać zysków jeszcze przez kilka najbliższych miesięcy. Znaczne wzrosty wykazały też firmy informatyczne; WIG Informatyka wzrósł o 19,1% w ostatnim kwartale i o 25% w ciągu ostatniego roku. Giełdowi reprezentanci branży budowlanej, wykazującej ostatnio bardzo dobre wyniki fundamentalne, nie okazali się szczególnie atrakcyjnymi obiektami dla inwestorów; w długim okresie stopy zwrotu dla tej branży są raczej umiarkowane, a silniejsze wzrosty (po wcześniejszych spadkach) trwają dopiero od trzech miesięcy, stąd relatywnie wysoka stopa zwrotu za ostatni kwartał. Lepsze wyniki wykazał indeks firm deweloperskich, dający w ostatnich okresach niewysokie, lecz konsekwentnie dodatnie stopy zwrotu, a za ostatni rok wykazując imponujący wzrost na poziomie 25,4%, nieco wyższy nawet od branży informatycznej.

Z punktu widzenia wskaźników C/WK (P/BV) i C/Z (P/E) atrakcyjne są spółki/



Wykres 1. WIG w okresie 28.09.2015–28.09.2016 [dane za: Stooq.pl]



Wykres 2. Stopy zwrotu z indeksu WIG i indeksów branżowych w okresie 28.06.2016–28.09.2016 [w %; dane za: Stooq.pl]

branże o niskich wartościach. Przy takim podejściu najatrakcyjniejsze obecnie branże to energetyczna, deweloperska, paliwowa i surowcowa (C/WK odpowiednio 0,57; 0,67; 0,85 i 1,08, C/Z odpowiednio 11,4; 9,4; 8,3; 5,9), przy czym nie jest oczywiste, czy w przypadku energetyki i spółek paliwowych jest to już dobry moment na zakupy, czy też ze względu na niekorzystną sytuację następować będzie jeszcze głębsza przecena. Inaczej rzecz się ma w przypadku deweloperów i firm surowcowych, w ich przypadku relatywnie niskim wycenom towarzyszy rosnący trend, co czyni z tych spółek potencjalnie dobre okazje inwestycyjne. Za znacznie przecenione z punktu widzenia wskaźnika C/WK uważa należy branże informatyczną i chemiczną

(wskaźniki 1,88 i 1,75), a z perspektywy wskaźnika C/Z zwłaszcza branżę telekomunikacyjną (156,5) i również informatyczną (18). (Wartości wskaźników C/WK i C/Z pobrano ze stooq.pl).

Warte odnotowania są zmiany dotyczące indeksu WIG-Ukraine, grupującego kursy firm ukraińskich notowanych na naszej giełdzie. Po długotrwałych obniżkach tego indeksu, trwających do listopada/grudnia 2014 r., trend spadkowy został wyhamowany, a rozpoczął się jego powolny, lecz wyraźny wzrost. Od tego czasu indeks zyskał już około 140%. Można to uznać za przejaw trwałego wzrostu optymizmu inwestorów w zakresie oceny sytuacji, w jakiej znajduje się nasz sąsiad.

O potrzebie wypracowania metod angażowana społeczności lokalnych w programy rewitalizacji – DiverCity II – kroki partycypacji (cz. I)

Magdalena Ślebocka^{*}, Aneta Tylman^{}**

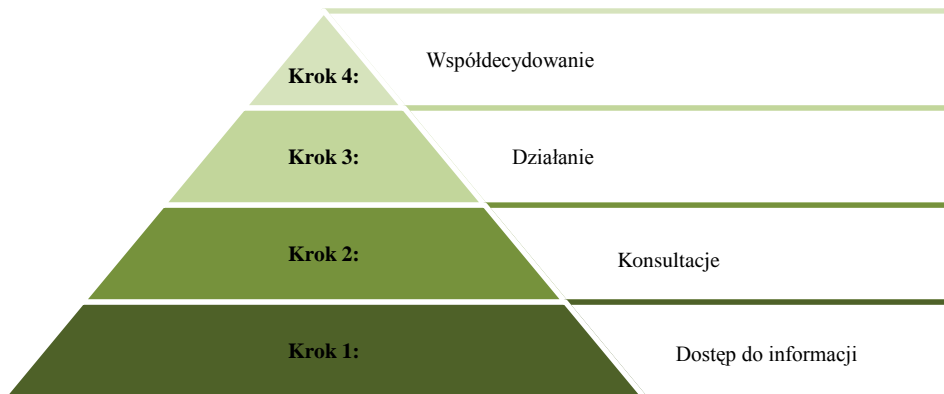
^{*} Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Zakład Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego

^{**} Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Zakład Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego

W 2015 i 2016 r. miała miejsce druga edycja projektu DiverCity – Miasto dla wszystkich, w których autorki niniejszej notatki miały zaszczyt aktywnie uczestniczyć, reprezentując miasto Łódź. Edycja poświęcona została wskazaniu na różnorodne metody angażowania podmiotów prywatnych w działania rewitalizacyjne w obszarze środowiska naturalnego, jak również wymianie doświadczeń w zakresie mechanizmów zachęt finansowych dla angażowania tych podmiotów w procesy rewitalizacji. W realizację projektu zaangażowane zostały Polska (miasta Łódź i Wrocław), Norwegia i Islandia. Partne-

rem ze strony skandynawskiej był Norweski Związek Władz Lokalnych i Regionalnych (KS) oraz przedstawiciele miast: Fredrikstad, Rejkjawi, Vesturbygd.

Mechanizmy zachęt finansowych dla podmiotów prywatnych (w której to wymianie doświadczeń autorki wzięły udział) poszukiwane były w szerszym kontekście roli i znaczenia partycypacji społecznej w procesach rewitalizacji. Warto podkreślić, że w dobie ograniczonej dostępności do środków finansowych pochodzenia publicznego, jak również w ostatnim już okresie wsparcia finansowego z funduszy europejskich na lata 2014–20, poszukiwanie alternatywnych form finansowania w stosunku do form tradycyjnych nabrało szczególnego znaczenia. Na uwagę w tym kontekście zasługiwały, zdaniem autorek, zwłaszcza doświadczenia strony norweskiej. Doty-



Schemat 1. Kroki angażowania podmiotów prywatnych w procesy miejskie

Źródło: *Metody angażowania podmiotów prywatnych*, 2016, Publikacja przygotowana w ramach projektu DiverCity² finansowanego przez Islandię, Lichtenstein i Norwegię z środków Funduszy EOG, Wrocław, s. 36.

czyły one kształtowania zaawansowanej partycypacji społecznej i zaowocowały opracowaniem koncepcji kroków angażowania podmiotów, w tym także mogących mieć swój finansowy wymiar, w procesy miejskie.

Krok 1 – Informacja – ma na celu zapewnienie dostępu do informacji. Krok 2 – Konsultacje – obejmuje grupę działań, których podstawowym założeniem jest promocja dialogu pomiędzy władzą samorządową a podmiotami prywatnymi. Krok 3 – Działanie – polega na aktywnym angażowaniu się (zarówno o charakterze finansowym, jak i niefinansowym) w realizację przedsięwzięć. Krok 4 – Współdecydowanie – pozwala na wspóldecydowanie przez podmioty prywatne o rodzaju lub sposobie zagospodarowania danego terenu lub też umożliwia im realny wpływ na finansowanie przedsięwzięć [1]. Strona norweska dysponowała szerokim wachlarzem przykładów zrealizowanych inwestycji przy wykorzystaniu tak poszczególnych kroków, jak i ich różnorodnych kombinacji.

Analizując bliżej przedstawione powyżej kroki, zauważyć należy, że zaawansowane formy partycypacji społecznej mające swój finansowy wymiar, nieobce są także polskim miastom biorącym udział w projekcie. Oczywistym przykładem są tu oczywiście budżety obywatelskie – wpisujące się w krok 4 – Współdecydowanie. Jako przykład posłużyć może także program Strych, wpisujący się

z krok 3 – Działanie – będący autorskim projektem Urzędu Miasta Łodzi. Projekt skierowany został do osób, które zamieszkują na terenie miasta, nie mają zaspokojonych potrzeb mieszkaniowych i na własny koszt chcą wykonać adaptację strychów/poddaszy na cele mieszkalne w budynkach należących do gminy. Projekt jest nie tylko finansowym wsparciem przedsięwzięć rewitalizacyjnych dla gminy – użytkownik na własny koszt dokonuje remontu, ale także dla podmiotów prywatnych – najemca po dokonaniu remontu może dokonać potrącenia poniesionych kosztów w czynszu, a po upływie 5 lat wykupić mieszkanie na własność. Projekt spotkał się z dużym zainteresowaniem. Obecnie ogłoszona została już jego piąta edycja. Adaptacji w 2016 r. podlegać będzie 16 poddaszy mieszczących się w 6 nieruchomościach.

Pomimo, że polskie miasta wpisują się w przedstawione powyżej kroki dążące do zaawansowanej partycypacji społecznej to jednak wiedza i doświadczenia wyniesione z projektu wskazują, zdaniem autorki, że skala polskich doświadczeń w tym zakresie, na tle doświadczeń norweskich i islandzkich pozostaje wciąż niewielka. Jest to oczywiście stan do którego zmiany należy dążyć już w chwili obecnej, tak aby zarówno polskie społeczeństwo, jak i władze samorządowe, były gotowe dla podjęcia wysiłku samofinansowania inwestycji miejskich po zakończeniu wsparcia z funduszy europejskich.

[1] Szerzej patrz: *Metody angażowania podmiotów prywatnych*, 2016, Publikacja przygotowana w ramach projektu DiverCity² finansowanego przez Islandię, Lichtenstein i Norwegię z środków Funduszy EOG, Wrocław, s. 49.

[2] Szerzej patrz: http://www.uml.lodz.pl/miasto/rewitalizacja_i_zabytki/projekt_strych/.

Zasady opracowania materiałów

Do publikacji będą przyjmowane prace mające charakter teoretyczny lub empiryczny, zawierające wartości merytoryczne, o odpowiedniej formie prezentacji, w których wykorzystano właściwe metody badawcze, nawiązano do dorobku dyscypliny finanse i w odpowiedni sposób to udokumentowano. Artykuły nadsyłane do publikacji w czasopiśmie *Finanse i Prawo Finansowe* mogą być przygotowane w języku polskim lub angielskim. Do treści artykułu napisanego w języku polskim należy dołączyć tytuł i streszczenie w języku angielskim. Przed publikacją artykuły będą recenzowane.

Wszelkie szczegółowe informacje na temat zasad recenzowania i wymogów edytorskich oraz formatka znajdują się na stronie internetowej czasopisma.

Zasady cytowania materiałów zawartych w czasopiśmie

W przypadku kopiowania i rozpowszechniania materiałów zawartych w niniejszym numerze czasopisma prosimy o podanie źródła, z którego pochodzą cytowane treści:

I. Nazwisko Autora, *Tytuł artykułu*, „Tytuł czasopisma” (e-czasopismo), numer i rok wydania, strona.

np.

J. Kowalski, *Sytuacja gospodarcza przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce w 2013 r.*, „Finanse i Prawo Finansowe. Journal of Finance and Financial Law” (e-czasopismo), nr 1/2014, s. 110–125.

www.financeiprawofinansowe.uni.lodz.pl

e-mail: joffl@uni.lodz.pl