

Jakub Keller

Rekomendacje giełdowe a ceny akcji



Rekomendacje giełdowe a ceny akcji



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Jakub Keller

Rekomendacje giełdowe a ceny akcji

Jakub Keller – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Finansów Korporacji, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39

RECENZENT

Krzysztof Borowski

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska

REDAKCJA JĘZYKOWA I TECHNICZNA

Monika Wolska-Bryl

SKŁAD I ŁAMANIE

Monika Wolska-Bryl

KOREKTA TECHNICZNA

Anna Sońta

PROJEKT OKŁADKI

Agencja Reklamowa efactoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/Rawpixel

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ

© Copyright by Jakub Keller, Łódź 2020

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.09551.19.0.M

Ark. druk. 11,75

ISBN 978-83-8142-968-9

e-ISBN 978-83-8142-969-6

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
Rekomendacja jako produkt domu maklerskiego	13
1.1. Główne akty prawne dotyczące obrotu giełdowego	14
1.2. Rola Komisji Nadzoru Finansowego	22
1.3. Działalność domów maklerskich	29
1.4. Dom maklerski instytucją zaufania – etyka maklerska	36
1.5. Rekomendacja giełdowa jako produkt domu maklerskiego	40
1.6. Zawartość rekomendacji giełdowych oraz metody wycen w nich wykorzystywane	49
1.7. Podsumowanie	67
Rozdział 2	
Skuteczność rekomendacji maklerskich w świetle dotychczasowych badań naukowych	71
2.1. Wyniki badań potwierdzających użyteczność rekomendacji maklerskich na rynkach światowych	72
2.2. Wyniki badań negujących użyteczność rekomendacji maklerskich na rynkach światowych	85
2.3. Funkcjonowanie i użyteczność rekomendacji na polskim rynku kapitałowym	94
2.4. Metody i narzędzia wykorzystywane w ocenie użyteczności rekomendacji giełdowych	99
2.5. Podsumowanie	111
Rozdział 3	
Wpływ publikacji rekomendacji na notowania akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	113
3.1. Cele i hipotezy	114
3.2. Metodyka i zakres badania	117
3.2.1. Zakres przedmiotowy	117
3.2.2. Zakres czasowy	119
3.2.3. Metodyka badania	120

6 Spis treści

3.3. Struktura badanych rekomendacji giełdowych	134
3.4. Weryfikacja oddziaływania rekomendacji na notowania giełdowe akcji	147
3.5. Determinanty poprawności reakcji rynku na rekomendacje	155
3.6. Podsumowanie	164
Zakończenie	167
Bibliografia	177
Spis tabel, rysunków i wykresów	187

Wstęp

Rynek kapitałowy jest nierozłącznym elementem związanym z rozwiniętą gospodarką wolnorynkową. Stanowi on miejsce wymiany dóbr kapitałowych, otwarte na bardzo szeroką grupę przedsiębiorców i inwestorów. W Polsce rynek kapitałowy, funkcjonujący w swojej najnowszej odsłonie, istnieje stosunkowo niedługo. Ze względu na miniony ustrój gospodarczy, zdominowany przez własność państwową oraz centralne planowanie gospodarcze, jego istnienie było nieuzasadnione, a z punktu widzenia władzy wręcz niepożądane. Po roku 1990 i dynamicznej zmianie w Polsce dotyczącej pojmowania własności oraz gospodarowania nią, rynek kapitałowy zyskał silną pozycję w polskiej gospodarce. Dynamika jego zmian, jaką obserwujemy w ostatnich latach, wskazuje, iż jest to jeden z najszybciej rozwijających się rynków giełdowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, z bardzo dobrymi perspektywami na kolejne lata.

Ze względu na internetową rewolucję i galopujący rozwój technologii mobilnych, dostęp do tego rynku ma coraz większa grupa inwestorów. Także dzięki rozwojowi inżynierii finansowej oraz powstawaniu nowych produktów i rozwiązań systemowych, rynek ten nie jest już kojarzony tylko i wyłącznie z elitą finansową, lecz tworzy coraz szerszą ofertę dla drobnych inwestorów. Z pewnością proces ten jest wspomagany również przez instytucje pośredniczące i obsługujące obrót giełdowy, jakimi są domy maklerskie, które proponują coraz lepsze rozwiązania dla indywidualnych inwestorów poprzez prowadzenie działalności edukacyjnej, aktywną politykę kosztową wobec klientów oraz proponowanie coraz lepszych i prostszych aplikacji umożliwiających szybki i łatwy dostęp do rynku za pośrednictwem Internetu. Należy podkreślić, że w dużej mierze działania poszerzające dostęp do tego rodzaju inwestycji są zjawiskiem dobrym i pożądanym w nowoczesnej gospodarce, jednak mogą stanowić również pewne zagrożenia z punktu widzenia tego rynku.

Pomimo że zazwyczaj przy zakładaniu rachunku maklerskiego pojawiają się pytania ogólne, dotyczące wykształcenia i doświadczenia rynkowego, nie mają one na celu ustalenia możliwości założenia rachunku brokerskiego, lecz

co najwyżej służą do celów statystycznych i dla potrzeb negocjacji kosztów rozliczeń transakcyjnych klienta. Według danych Komisji Nadzoru Finansowego, na rynkach finansowych, a szczególnie na rynku Forex, 4 na 5 inwestorów traci zainwestowane pieniądze¹. Tak negatywna tendencja wynika oczywiście z bardzo wielu czynników, ale głównymi, które należałoby tu podkreślić, są: brak wiedzy, duża dynamika rynku oraz ilość paradygmatów na nim funkcjonujących, a także ilość informacji, które docierają do inwestorów².

Duża ilość danych i krótki czas na ich analizę powoduje wiele trudności z odizolowaniem istotnych danych od szumu informacyjnego, co prowadzi do podejmowania decyzji pod wpływem niewłaściwych impulsów oraz zniekształcanych heurystycznie. Ze względu na to, iż rynek kapitałowy jest środowiskiem bardzo dynamicznym i wymagającym od inwestorów szerokiej wiedzy oraz umiejętności kontroli przepływu istotnych informacji, w naturalny sposób pojawia się potrzeba tworzenia narzędzi wsparcia procesów inwestycyjnych, które poprawiłyby dostępność inwestycji giełdowych dla osób niekoniecznie będących specjalistami z zakresu ekonomii i finansów. Niewątpliwie takim narzędziem są wyceny specjalistyczne w postaci rekomendacji maklerskich. Są to raporty wykonywane przez specjalistyczne instytucje, posiadające odpowiednie zaplecze kadrowe oraz dostęp do stosownych danych, co umożliwia wykonywanie raportów na poziomie często zupełnie niedostępnym dla inwestorów indywidualnych, a nawet części instytucjonalnych. Ponadto opracowania te są tworzone według odpowiednich wytycznych ustawowych oraz standardów zawodowych.

Rekomendacje nie są jednak pozbawione wad, a ich skuteczność i siła oddziaływania na rynek są obiektami badań naukowych na całym świecie. Rola rekomendacji na rynku kapitałowym pozostaje kwestią otwartą, wpisującą się w szeroki zakres badań dotyczących efektywności rynków oraz strategii inwestycyjnych.

Efektywność informacyjna rynku jest zagadnieniem bardzo pojemnym i szerokim, a jego analiza w nowoczesnej gospodarce wymagałaby uwzględnienia setek zmiennych pod kątem ich wpływu na rynek. W niniejszej pracy skoncentrowano się na części tego zagadnienia, a dokładnie na dyskontowaniu przez rynek informacji pochodzących z rekomendacji maklerskich. Rozważania na ten temat należałoby zacząć od stwierdzenia, że dane dochodzące do inwestorów na rynku mogą mieć różny charakter i punkt odniesienia, dając informacje

1 Komunikat w sprawie wyników osiągniętych przez inwestorów na rynku forex z 2 lipca 2013 r. Patrz: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/KNF_forex_2_07_2013.pdf [dostęp: 6.10.2017].

2 Patrz przykładowo badania: D. Zarzecki, T. Matecki, *Rekomendacje biur maklerskich – próba analizy*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006, s. 261–276.

o charakterze makroekonomicznym, politycznym, czy też dotyczące bezpośrednio podmiotu giełdowego.

Z punktu widzenia autora, rekomendacja domu maklerskiego stanowi bardzo specyficzną informację dla inwestora, ponieważ jest ona pewnego rodzaju kompilacją wielu czynników i danych pochodzących z wszystkich wymienionych grup. Rekomendacja giełdowa zazwyczaj tworzona jest z wykorzystaniem analizy fundamentalnej, której założeniem jest wycena z uwzględnieniem sytuacji przedsiębiorstwa na wielu płaszczyznach, od globalnej, aż do sytuacji wewnątrz samej firmy. Oznacza to, że efekt końcowy pokazujący pewną predykcję analityka co do przyszłości przedsiębiorstwa, powinien być oparty na szerokim zakresie informacji, przetworzonych i skompensowanych w bardzo lakoniczny komunikat typu „kup”/„sprzedaj”. Tego typu informacja stanowi bardzo jasny sygnał dla odbiorcy raportu i w połączeniu z prestiżem instytucji domu maklerskiego, jako wyspecjalizowanego podmiotu w zakresie obrotu giełdowego, może stanowić silną przesłankę do wykonania inwestycji zgodnej z jego zaleceniem. Ustawodawca, zauważając potencjalną wagę rynkową takich raportów, usankcjonował możliwość ich tworzenia, dając ją jedynie licencjonowanym podmiotom, co zdaniem autora zwiększa ich możliwości oddziaływania na rynek.

Należy się jednak zastanowić, czy analitycy zawsze są precyzyjni w swoich ocenach w zakresie tworzenia rekomendacji i czy przedstawiane przez nich informacje są faktycznie dyskontowane przez inwestorów w ich inwestycjach. Zdaniem autora pojemność informacyjna rekomendacji, prestiż domów maklerskich oraz stałe poszukiwanie przez inwestorów przesłanek do dokonywania inwestycji są czynnikami, które mogą różnicować zakres oddziaływania rekomendacji na rynek i stanowią podstawę do podjęcia oceny faktycznego wpływu takich raportów na polski rynek giełdowy. Ze względu na mechanizmy nim rządzące, skupiające się głównie wokół gry popytu i podaży, efekty wpływu pojawienia się rekomendacji maklerskich powinny być zauważalne i odzwierciedlone w ruchach cen akcji, które można powiązać z publikacją tychże raportów.

Wpływ rekomendacji na notowania giełdowe jest tematem badanym już od lat 70. XX wieku. Jedną z pierwszych prac na ten temat opublikowali Davies i Canes³, udowadniając oddziaływanie upublicznienia rekomendacji na zmiany cen giełdowych. Ich praca zainspirowała powstanie wielu kolejnych opracowań, weryfikujących omawiane zjawisko na różnych rynkach światowych, w których autorzy posługiwali się różnymi metodami badawczymi i opierali swoje badania na próbach o różnym charakterze i zakresie. Warto tu przytoczyć pracę Stickela⁴, który jako jeden z pierwszych zbadał wpływ rekomendacji na stosunkowo

3 P. Davies, M. Canes, *Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information*, „The Journal of Business” 1978, vol. 51, no. 1, s. 43–56.

4 S. Stickel, *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, „Financial Analysts Journal” 1995, vol. 51, no. 5, s. 25–39.

dużej próbie badawczej i sformułował wnioski w zakresie zarówno oddziaływania raportów na rynek, jak i ich struktury. Walker i Hatfield⁵ zaprezentowali zbliżone analizy, lecz w przeciwieństwie do Stickela, w swoich badaniach nie posługiwali się analizą zdarzeń, lecz weryfikowaniem skuteczności rekomendacji przez pryzmat portfeli inwestycyjnych konstruowanych w oparciu o publikowane wyceny. Jednak mimo odmiennego podejścia metodycznego uzyskali oni zbieżne wnioski, wskazujące na zasadność wykorzystywania rekomendacji w konstruowaniu strategii inwestycyjnych. Na gruncie polskim istotne badania w omawianym zakresie przeprowadził Gurgul⁶, który podjął jedną z pierwszych prób analizy krótkookresowej oddziaływania rekomendacji na ceny na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jego badania wskazały, że polski rynek giełdowy stwarza możliwość uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu związanych z ukazywaniem się rekomendacji giełdowych. Pozytywne oddziaływanie rekomendacji wykazali również Mielcarz i Podgórski⁷. W swojej pracy wskazali, że rekomendacje pozytywne pozwalają uzyskać ponadprzeciętne stopy zwrotu w średniej wysokości 0,79%, zaś negatywne średnio 0,38%. Najnowsze prace, ujęte w formie monografii, to rozbudowane analizy wykonane przez Prusaka⁸ oraz Mielcarza⁹. Obie prace prezentują interesujące przemyślenia na temat funkcjonowania rekomendacji na polskim rynku, przy czym Mielcarz koncentruje się na określeniu krótkoterminowego wpływu wycen maklerów na zmiany cen akcji, natomiast Prusak swoje analizy skupia na ocenie trafności i skuteczności rekomendacji w nieco dłuższej perspektywie (6, 9, 12 miesięcy). Wszystkie powyższe badania wnoszą istotny wkład w rozwój wiedzy na temat funkcjonowania rekomendacji giełdowych na polskim rynku akcji, jednakże ze względu na wysoki stopień szczegółowości wstępnej preselekcji badanych raportów, są one wykonywane na stosunkowo wąskich próbach czasowych lub przekrojowych. Warto również zaznaczyć, iż przedstawione badania zawierają elementy analizy czynników wpływających na siłę oddziaływania rekomendacji na notowania giełdowe, które zostały rozwinięte w niniejszej pracy.

Głównym celem, który postawił sobie autor, jest weryfikacja wpływu publikacji raportów analitycznych wykonywanych przez domy maklerskie, na notowania akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jednym z dodatkowych

5 M. Walker, G. Hatfield, *Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for individual investors*, „Financial Services Review” 1996, vol. 5, no. 1, s. 13–29.

6 H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny Papierów Wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 1–231.

7 P. Mielcarz, B. Podgórski, *Wpływ negatywnych i neutralnych rekomendacji na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na GPW w latach 2005–2006*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 7, s. 533–543.

8 B. Prusak, *Wielokryterialna analiza rekomendacji giełdowych*, CeDeWu, Warszawa 2015.

9 P. Mielcarz, *Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016.

celów jest zweryfikowanie wniosków wynikających z dotychczas przeprowadzonych badań zarówno dla rynku polskiego, jak i innych giełd światowych. Badanie zostało przeprowadzone na relatywnie dużej próbie badawczej, zawierającej blisko 12 000 obserwacji z lat 2005–2016. Oznacza to więc podjęcie badań na próbie szerszej niż wcześniejsze prace dotyczące rynku polskiego. Wartość dodana prezentowanych analiz jest również związana z wnioskowaniem odnoszącym się do zmiennych częściowo weryfikowanych we wcześniejszych badaniach, ale również prezentujących inne czynniki determinujące sposób postrzegania rekomendacji na potrzeby dokonywania decyzji inwestycyjnych. Prezentowane badanie wykorzystuje narzędzia opisane i ugruntowane w literaturze światowej. Jednakże w zakresie badania determinant skuteczności wpływu rekomendacji na notowania, wykorzystano badanie prawdopodobieństwa oparte na modelu logitowym, który mimo wykorzystywania w badaniach nad rekomendacjami u innych autorów, często stosowany jest w nieco innym kontekście i odnosi się do różnych, szerszych aspektów badanego zjawiska.

Rozdział 1

Rekomendacja jako produkt domu maklerskiego

Rozdział pierwszy skupia się na zaprezentowaniu rekomendacji giełdowych zarówno pod kątem tworzących je domów maklerskich, ich zawartości oraz zasad i przepisów regulujących ich funkcjonowanie. Jego celem jest określenie roli omawianego produktu, zasad przyświecających jego tworzeniu, zarówno z punktu widzenia prawa, etyki, jak i konstrukcji oraz zawartości. W pierwszej kolejności jednak zaprezentowano regulacje prawne dotyczące funkcjonowania systemu, rynku oraz omawianego produktu domu maklerskiego, którym jest rekomendacja giełdowa. Ważnym elementem, który również wyeksponowano w niniejszym rozdziale jest rola Komisji Nadzoru Finansowego w nadzorowaniu rynku kapitałowego – szczególnie domów maklerskich. Opisano także najczęściej pojawiające się naruszenia związane z nieprawidłowym wykorzystaniem informacji przez te instytucje. W dalszej części rozdziału zaprezentowano szczegółowy charakter działalności domów maklerskich zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi, jak również zaprezentowano zasady etyki zawodowej maklerów i doradców inwestycyjnych. Powodem przedstawienia tych zasad jest fakt, iż z punktu widzenia celu utworzenia rekomendacji giełdowych przez osoby pracujące w tych profesjach, stają się one osobami zaufania publicznego. Dostrzega to również ustawodawca, określając zakres, zawartość oraz zasady tworzenia i odpowiedzialności za stworzone raporty analityczne. Zaprezentowane w rozdziale zasady ustawowe i etyczne dotyczące funkcjonowania maklerów i doradców inwestycyjnych pozwalają lepiej zrozumieć rolę maklera w procesie tworzenia i dystrybuowania wycen spółek. Rozdział ujmuje również aspekty związane z zawartością rekomendacji giełdowych, zarówno pod kątem formalnym, jak i metodycznym. Zaprezentowano sposób realizacji wymogów ustawowych odnośnie zawartości wycen wykonywanych przez domy maklerskie, jak również dokonano przeglądu sposobów wyceny przedsiębiorstwa na potrzeby rekomendacji.

1.1. Główne akty prawne dotyczące obrotu giełdowego

Historia Giełdy Papierów Wartościowych, w swojej najnowszej odsłonie, którą znamy aż do dziś, rozpoczyna się w roku 1991, choć jej podwaliny zostały podłożone już w październiku 1990 r., kiedy to Polska podpisała umowę o współpracy z Francją, która dążyła do uruchomienia giełdy papierów wartościowych w Warszawie. Akt założycielski spółki akcyjnej GPW S.A. został podpisany 12 kwietnia 1991 r. i już 4 dni później odbyła się pierwsza sesja giełdowa na warszawskim parkiecie. Od tego czasu rozwój rynku kapitałowego w Polsce, a także poszerzanie jego oferty, zwiększanie ilości uczestników, poprawa kontroli oraz bezpieczeństwa, a także procesy globalizacyjne determinowały liczne zmiany w prawie regulującym funkcjonowanie giełdy w Polsce¹. Możemy wskazać na 10 podstawowych ustaw regulujących bezpośrednio obrót na warszawskiej giełdzie²:

- 1) Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym,
- 2) Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw,
- 3) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym,
- 4) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- 5) Ustawa z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw,
- 6) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- 7) Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi,
- 8) Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach,
- 9) Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych,
- 10) Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych.

Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym przede wszystkim określa organizację, zakres oraz cel sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym. Precyzuje ona, że dozór ten dotyczy sektora bankowego, definiowanego zgodnie z przepisami Ustawy z 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. 2002, nr 72, poz. 665, z późn. zm.), sektora emerytalnego, określonego w Ustawie z 28 sierpnia 1997 r. (Dz.U. 2004, nr 159, poz. 1667, z późn. zm.), sektora ubezpieczeniowego, określonego w Ustawie z 22 maja 2003 r. (Dz.U. 2003, nr 124, poz. 1151, z późn. zm.)

1 <https://www.gpw.pl/historia> [dostęp: 12.02.2017] oraz https://www.gpw.pl/wazne_daty [dostęp: 12.02.2017].

2 https://www.knf.gov.pl/regulacje/regulacje_prawne/Akty_prawne/index.html [dostęp: 12.02.2017].

oraz rynku kapitałowego, którego zakres reguluje Ustawa z 29 lipca 2005 r. (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538 oraz 2006, nr 104, poz. 708)³. Ponadto ustawa nakreśla cel nadzoru nad rynkami finansowymi, który określa jako zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności oraz bezpieczeństwa, jak również przejrzystość i budowę zaufania do rynku finansowego oraz zapewnienie ochrony interesów uczestników rynku⁴. W rozdziale drugim niniejszego aktu prawnego szczegółowo określono zasady powoływania oraz działania Komisji Nadzoru Finansowego. Kluczowym jest określenie kompetencji kontrolnych i interwencyjnych Komisji oraz jej odpowiedzialność i obowiązki sprawozdawcze⁵.

Uzupełnienie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym stanowi Ustawa z 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2015, poz. 1260). W pierwszej części ustawy zmodyfikowano zapisy dotyczące finansowania i wydatkowania środków przez KNF⁶. Ponadto ustawa zmienia zapisy dotyczące prawa bankowego w zakresie udzielania informacji właściwym władzom nadzorczym w celu usprawniania procedur nadzorczych, a także doprecyzowuje kwestie związane ze składkami przeznaczonymi na finansowanie KNF⁷. Nowe zapisy dostosowawcze dotyczą również ustawy o giełdach towarowych i precyzują zapisy odnoszące się do składek przeznaczanych przez te giełdy na rzecz KNF. W podobnym zakresie modyfikowana jest ustawa o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym, czy też ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁸.

Ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym jest, w przeciwieństwie do ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, zbiorem przepisów precyzyjnie kierowanych do rynków kapitałowych w Polsce. Przede wszystkim ma na ona celu określenie organizacji oraz trybu wykonywania nadzoru nad rynkiem kapitałowym, odnosząc się przy tym do innych ustaw szczegółowych, regulujących instytucje oraz obrót papierami wartościowymi przynależnymi do tego rynku⁹. Ustawa określa również Komisję Nadzoru Finansowego jako organ nadzoru nad rynkiem, ustalając jednocześnie zakres współpracy KNF z ministrem do spraw finansów publicznych oraz Komisją Europejską. W art. 5 określono również katalog

3 Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2006, nr 157, poz. 1119, art. 1.

4 *Ibidem*, art. 2.

5 *Ibidem*, art. 3–12.

6 Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2015, poz. 1260, art. 1.

7 *Ibidem*, art. 2.

8 *Ibidem*, art. 3–7.

9 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1537.

instytucji, które podlegają nadzorowi Komisji. Katalog tych podmiotów obejmuje 25 pozycji, w tym firmy inwestycyjne, banki powiernicze, krajowy depozyt Papierów Wartościowych, emitentów dokonujących oferty publicznej Papierów Wartościowych, fundusze inwestycyjne, giełdowe izby rozrachunkowe, a także towarowe domy maklerskie w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych oraz zagraniczne osoby prawne, prowadzące na terytorium Polski działalność maklerską¹⁰.

Poza szczegółowymi zapisami dotyczącymi sposobu funkcjonowania KNF, ustawa precyzuje schemat oraz zakres wymiany informacji pomiędzy Komisją a organami innych państw członkowskich, również sprawujących działania nadzorcze nad rynkami kapitałowymi w Unii Europejskiej, wyraźnie zaznaczając wyłączenia z obowiązku udzielania informacji w przypadkach, które mogłyby być niekorzystne z punktu widzenia bezpieczeństwa państwa polskiego¹¹. Zapisy odnoszące się do wymiany informacji również precyzują możliwość wymiany danych pomiędzy organami nadzorczymi, dotyczących domów maklerskich, wykonujących działalność poza granicami Polski. Informacje te mogą dotyczyć struktury własnościowej, płynności oraz wypłacalności domu maklerskiego, czynników ryzyka oraz procedur zarządzania i procedur księgowych w danym domu maklerskim, także nadzoru sprawowanego nad nim, jego zakresu, a także wystąpienia zaburzeń płynności oraz sposobu uwzględniania informacji przekazanych przez organ nadzoru w państwie Unii, w którym dom maklerski prowadzi działalność¹².

Zgodnie z jednym z głównych celów funkcjonowania KNF, jakim jest dążenie do maksymalnej przejrzystości funkcjonowania rynku kapitałowego, ustawa zakłada również, że Komisja może w drodze uchwały zdecydować o przekazaniu do publicznej wiadomości informacji o naruszeniu przez dom maklerski ustawy o obrocie instrumentami finansowymi wraz z danymi dotyczącymi podmiotu, który dokonał naruszenia, jak również imienia i nazwiska osoby, która jest za nie odpowiedzialna¹³. W tym kontekście oczywiste jest, że Komisja musi posiadać kompetencje do wykonywania kontroli, w wyniku których mogą zostać wykryte naruszenia. Art. 26 precyzuje jednoznacznie, że KNF ma możliwość dokonania kontroli domu maklerskiego lub jego oddziału, w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, znajdującego się na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Kontrola dotyczy może działalności maklerskiej danego podmiotu, a także w przypadku firmy zagranicznej – badania zgodności prowadzonej działalności z przepisami obowiązującymi na terytorium Polski. Ponadto pracownicy Komisji mają prawo wizytować dom maklerski w celu sprawdzenia prawidłowości realizacji programów nadzorczych, o których mowa w art. 110 ustawy o obrocie

10 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze..., art. 3–5.

11 *Ibidem*, art. 20–21.

12 *Ibidem*, art. 21a.

13 *Ibidem*, art. 25, p. 2b.

instrumentami finansowymi, tj. postępowanie dotyczące wydawania zezwoleń na prowadzenie działalności¹⁴.

Kolejnym niezmiernie istotnym aktem prawnym regulującym funkcjonowanie rynku finansowego w Polsce jest Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, która reguluje zasady, tryb oraz warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu papierami wartościowymi, a także innymi instrumentami finansowymi. Określa również prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie¹⁵. Istotnym elementem rzeczony ustawy jest bardzo szeroki zakres definicji pojęć związanych z funkcjonowaniem rynków kapitałowych, począwszy od jego zakresu, instrumentów, kończąc na instytucjach, trybach i rodzajach obrotu giełdowego¹⁶. W tym kontekście ustawa definiuje między innymi, że stronami transakcji zawieranych na rynku giełdowym mogą być wyłącznie firmy inwestycyjne, Krajowy Depozyt lub spółka uprawniona przez ten organ do wykonania transakcji oraz spółka prowadząca izbę rozliczeniową. Ponadto stronami transakcji dokonywanych na rynku giełdowym mogą być także, zgodnie z warunkami określonymi w regulaminie giełdy, inne podmioty nabywające i zbywające instrumenty finansowe we własnym imieniu i na własny rachunek¹⁷.

Należy tu podkreślić, że ustawa ta jest głównym źródłem prawa dla istnienia i funkcjonowania domów maklerskich w Polsce. Przepisy dotyczące tego rodzaju instytucji zostały w dużej mierze przedstawione w dziale IV ustawy. Przede wszystkim w art. 69 jasno stwierdzono, iż prowadzenie działalności maklerskiej wymaga zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego¹⁸. Ponadto ustawa określa katalog czynności podlegających pod działalność maklerską. Są nimi¹⁹:

- 1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń kupna i sprzedaży instrumentów finansowych,
- 2) wykonywanie wskazanych transakcji na rachunek osoby zlecającej,
- 3) zbywanie i nabywanie instrumentów finansowych na własny rachunek,
- 4) zarządzanie portfelami, w których znajdują się instrumenty finansowe,
- 5) doradztwo inwestycyjne,
- 6) oferowanie instrumentów finansowych,
- 7) świadczenie usług dotyczących umów o subemisję inwestycyjne, usługowe oraz zawieranie i wykonywanie innych umów w analogicznym charakterze, pod warunkiem iż dotyczą one instrumentów finansowych,
- 8) organizowanie alternatywnego systemu obrotu.

14 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze..., art. 26 i 37a.

15 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538, art. 1.

16 *Ibidem*, art. 2–7.

17 *Ibidem*, art. 31.

18 *Ibidem*, art. 69.

19 *Ibidem*.