

Mateusz Lewandowski

(Uniwersytet Wrocławski)

Konflikty interesów w firmach inwestycyjnych

ABSTRACT

Conflicts of interest in investment companies

The author of the article conducts an analysis of the conflicts of interest in investment companies as a fundamental and pervasive issue of the financial system. In following sections author analyze the current situation regarding to the significance of conflicts of interest, causes of conflict of interest on a capital markets and crucial legal regulations that prevents this problems or alleviates their impact. Additionally, the author points out the key elements of internal policies and procedures of investment firms that ensure control over providing appropriate advices to their clients.

Słowa kluczowe: firma inwestycyjna, konflikt interesów, giełda.

Firma inwestycyjna a konflikt interesów. Uwagi wprowadzające

W początkowym etapie rozwoju handlu giełdowego rozpowszechniona była w Europie działalność spekulantów liczących na błyskawiczne wzbogacenie się kosztem inwestorów niedostatecznie zorientowanych w obrocie giełdowym. Sytuacja ta spowodowała wzrost popularności pośredników, którzy w tego typu transakcjach - przy wykorzystaniu swojej wiedzy i doświadczenia - pomagali klientom w odnoszeniu możliwie największych zysków lub minimalizowaniu strat.

Pierwsze regulacje prawne dotyczące pośredników finansowych pochodzą z XVII wieku, kiedy to w Zurychu określono podstawowe zasady ich działalności. Wprowadzono wówczas obowiązek ich rejestracji, zakaz ujawniania transakcji klienta czy udzielania pełnej informacji o dostępnych ofertach. Zakazano im także prowadzenia takiej działalności na własny rachunek.

Na ziemiach polskich regulacje te pojawiły się dopiero na początku XIX wieku¹. Na ich podstawie maklerzy zajmowali się pośrednictwem w sesjach giełdowych. Mieli sumienne wykonywać udzielone zlecenia czy też ostrzegać klienta przed możliwymi stratami. Nie mogli przy tym ujawniać tajemnicy handlowej czy porozumiewać się z innymi maklerami celem uzyskania dodatkowych zysków dla siebie. Po odzyskaniu przez Polskę niepodległości, regulacje prawne dotyczące zawodu maklera papierów wartościowych zawarte zostały głównie w rozporządzeniu Ministrów Skarbu oraz Przemysłu i Handlu z dnia 20 kwietnia 1923 roku w przedmiocie powoływania i zwalniania oraz praw i obowiązków maklerów na giełdach pieniężnych w Polsce² zastąpionym potem przez rozporządzenie Ministra Skarbu w porozumieniu z Ministrem Przemysłu i Handlu z dnia 26 listopada 1928 roku o powoływaniu i zwalnianiu oraz prawach i obowiązkach maklerów przysięgłych na giełdach pieniężnych³. W okresie PRL władze komunistyczne nie były zainteresowane wznowieniem obrotu giełdowego, czego konsekwencją było wprowadzenie dekretu z dnia 21 września 1950 r. o Państwowej Inspekcji Handlowej⁴, który w art. 13 uchylił rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 23 grudnia 1924 roku o organizacji giełd⁵ znosząc tym samym całe polskie prawo giełdowe. Dopiero po uchwaleniu ustawy z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych⁶ na warszawskim parkiecie maklerzy pojawili się ponownie. Od tego czasu zawód maklera papierów wartościowych uważany jest za zawód zaufania publicznego, który sprawować mogą tylko i wyłącznie licencjonowane przez Komisję Nadzoru Finansowego podmioty. Potwierdza to orzecznictwo sądowe, w którym podkreśla się, że makler, wykonując profesję szczególnego zaufania, winien wykazywać się najwyższą starannością i prezentować wysoki standard moralny⁷.

Istota zabezpieczenia interesów inwestorów przed zjawiskiem konfliktu interesów

Kluczowe stało się zatem takie uregulowanie działalności pośredników giełdowych, by w jak najszerszy sposób zapewnić bezpieczeństwo działającym w dobrej wierze inwestorom, gdyż to oni stanowią grupę znacznie mniej poinformowaną i jednocześnie znacznie bardziej narażoną na straty niż sami maklerzy czy doradcy inwestycyjni.

¹ Warszawska Giełda Kupiecka powstała na mocy postanowienia księcia Namiestnika Królewskiego generała Józefa Zajączka z 12 kwietnia 1817 r.

² Dz.U. z 1923 roku, nr 53, poz. 372.

³ Dz.U. z 1929 roku, nr 3, poz. 30.

⁴ Dz.U. z 1950 roku, nr 44, poz. 396.

⁵ Dz.U. z 1924 roku, nr 114, poz. 1019.

⁶ Dz.U. z 1991 roku, nr 35, poz. 155.

⁷ Zob. wyrok WSA w Warszawie z dnia 12 lipca 2005 r.; sygn. akt: VI SA/Wa 1018/05.

Zapewnienie bezpieczeństwa inwestorom, nie tylko na poziomie aktów powszechnie obowiązującego prawa, ale także zasad deontologii zawodowej czy wewnętrznych regulacji domów maklerskich, stało się potrzebne chociażby właśnie z powodu konfliktów interesów powodowanych złożonością współczesnego życia, specjalizacjami działań i idącymi w ślad za nimi podziałami obowiązków w pracy⁸.

Dodatkowo, kryzys finansowy z roku 2007 wymusił na ustawodawstwach państw europejskich wprowadzenie takich zmian, które w optymalny sposób zabezpieczyłyby interesy klientów firm inwestycyjnych. Kryzys uwidoczniał bowiem skalę nadużyć, a przez to i fakt, że dotychczasowe regulacje prawne okazały się być za mało rygorystyczne (z drugiej strony warto mieć jednak na uwadze stanowisko Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych wskazujące, że ramy poszczególnych regulacji gwarantujących pewność inwestycji nie powinny być ani zbyt rygorystyczne ani też przesadnie liberalne, tak aby żadna ze stron nie wykorzystywała swojej nadmiernie uprzywilejowanej pozycji⁹).

W wielu przypadkach, nie tylko w Polsce, podstawową przyczyną naruszeń, których dopuszczały się firmy inwestycyjne było przedkładanie własnych interesów nad interes klienta, czego przykładem jest tzw. afera stu sekund z Polski¹⁰. Decydującym jednak impulsem do wprowadzenia w Polsce zmian w tym zakresie było wejście w życie dyrektywy MiFID 2¹¹. Znalazły się w niej postanowienia i procedury dla firm inwestycyjnych, które mają na celu efektywne przeciwdziałanie, zarządzanie, a w skrajnym przypadku także zwalczanie nadużyć powstałych na tle konfliktów interesów. Prawodawca unijny wprost wskazał, że przedsiębiorstwo inwestycyjne powinno zwracać szczególną uwagę na konflikt interesów w przypadku działalności polegających na: badaniach inwestycyjnych i doradztwie,

⁸ Christoph Kumpan, Patrick C. Leyens, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, https://www.researchgate.net/publication/220011410_Conflicts_of_Interest_of_Financial_Intermediaries-Towards_a_Global_Common_Core_in_Conflicts_of_Interest_Regulation [dostęp: luty 2016].

⁹ International Organization of Securities Commissions - Emerging Markets Committee, *Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries - Final Report*, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD342.pdf> [dostęp: luty 2016].

¹⁰ Afera ta miała miejsce w 2004 roku. Jej przyczyną było zamówienie klientki Domu Maklerskiego PKO BP złożone u maklera polegające na zleceniu kupna czterech kontraktów terminowych. Makler jednak – jak później tłumaczył omyłkowo - złożył nie zlecenie kupna, ale zlecenie sprzedaży i w ilości nie czterech, a czterech tysięcy kontraktów, co spowodowało, że wycena WIG20 spadła wówczas o 7%. Po tym zdarzeniu makler złożył zlecenia kupna tych kontraktów przez co ich wartość wzrosła wtedy o 17%. W wyniku incydentu 2,6 mln zł zarobiła spółka, której przedstawicielem w Polsce był znajomy wspomnianego maklera, a klientką DM PKO BP, która złożyła pierwotne zamówienie była kuzynka przedstawiciela wspomnianej spółki, która zarobiła na całym incydencie.

¹¹ Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. U. UE L 241 z 02.09.2006 s. 26-58 z późn. zm.

handlu kapitałem własnym, zarządzaniu portfelem inwestycyjnym i działalności w zakresie finansowania przedsiębiorstw, w tym udzielaniu gwarancji i/lub sprzedaży podczas emisji papierów wartościowych oraz doradztwie w dziedzinie łączenia i przejmowania przedsiębiorstw. Dotyczy to szczególnie sytuacji, w których przedsiębiorstwo lub osoba bezpośrednio lub pośrednio z nim powiązana stosunkiem kontroli zajmuje się dwoma lub większą liczbą wymienionych rodzajów działalności¹².

Pojęcie konfliktu interesów

Informacja, jako swoiste dobro i kapitał na rynku papierów wartościowych ma pierwszorzędne znaczenie, decyduje bowiem o efektywności jego funkcjonowania¹³. Profesjonalne podmioty działające na rynku finansowym posiadają specjalistyczną i pełną wiedzę o zasadach inwestowania, która jest niezbędna dla świadomego i efektywnego świadczenia usług maklerskich. Z reguły posiadają one także wiedzę w zakresie okoliczności faktycznych mogących mieć wpływ na efektywność przeprowadzanych inwestycji. Ta niewątpliwa zaleta powoduje jednak, że mają one intelektualną i informacyjną przewagę nad innymi podmiotami działającymi na rynkach finansowych, co stanowi źródło konfliktów interesów¹⁴.

Firmy inwestycyjne oferują wiele odmiennych rodzajów usług związanych z rynkami finansowymi. Stąd, to najczęściej większe podmioty, a także te które oferują szeroką gamę usług takich jak m.in. przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, nabywanie lub zbywanie na własnych rachunek instrumentów finansowych, doradztwo inwestycyjne, oferowanie instrumentów finansowych czy organizowanie alternatywnego systemu obrotu są w większym stopniu narażone na wystąpienie konfliktów interesów.

Definicja konfliktu interesów na gruncie polskiego porządku prawnego jest zawarta w § 23 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 roku w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz banków powierniczych¹⁵. Według tego przepisu przez konflikt interesów rozumie się: znane firmie inwestycyjnej okoliczności mogące doprowadzić do powstania sprzeczności między interesem firmy inwestycyjnej,

¹²Punkt (26) preambuły dyrektywy MiFID 2.

¹³ U. Ziarko-Siwiek, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, 2005, s. 50.

¹⁴ Cz. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, 2015, s. 132-135.

¹⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 roku w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz banków powierniczych, Dz.U. z 2012 roku, poz. 1078 z późn. zm.; dalej r.t.w.p.

osoby powiązanej z firmą inwestycyjną i obowiązkiem działania przez tę firmę inwestycyjną w sposób rzetelny, z uwzględnieniem najlepiej pojętego interesu klienta tej firmy inwestycyjnej, jak również znane firmie inwestycyjnej okoliczności mogące doprowadzić do powstania sprzeczności między interesami kilku klientów tej firmy inwestycyjnej. Konflikt interesów może zatem występować:

- 1) pomiędzy klientem a firmą inwestycyjną,
- 2) wewnątrz danej firmy inwestycyjnej,
- 3) pomiędzy klientami danej firmy inwestycyjnej¹⁶.

Ponadto, w literaturze wskazuje się, że postępowanie firmy inwestycyjnej lub osoby z nią powiązanej powodujące powstanie konfliktu interesów może oznaczać nie tylko naruszenie przepisów dotyczących prowadzenia działalności maklerskiej, ale również innych regulacji prawnych (np. związanych z wykorzystaniem informacji poufnych lub informacji stanowiących tajemnicę zawodową)¹⁷.

Przyczyny konfliktów interesów

Mnogość sytuacji powodujących konflikty interesów są przyczyną, dla której wyczerpująca regulacja prawna zapobiegająca ich powstawaniu zmusza ustawodawcę, a w ślad za nim domy maklerskie, do podejmowania bardziej syntetycznych regulacji zapobiegających nie tylko konkretnym przypadkom znanych już naruszeń, ale i tych, które potencjalnie dopiero mogą powstać.

W treści § 23 ust. 1 r.t.w.p., transponującego postanowienia zawarte w art. 21 dyrektywy MiFID 2, wskazuje się na pięć przykładowych możliwości powstania konfliktów interesów. Po pierwsze, r.t.w.p. wskazuje na możliwość uzyskania korzyści lub uniknięcia straty przez firmę inwestycyjną lub osobę z nią powiązaną na skutek poniesienia straty lub nieuzyskania korzyści przez klienta lub klientów firmy inwestycyjnej. Taka ewentualność może się pojawić w przypadku, gdy pośrednik łączy świadczenie różnych usług, czy też wykorzystuje informacje uzyskane od klienta o napływającym zleceniu w ten sposób, że wcześniej wykupuje akcje z rynku po niższej cenie, aby zaraz potem je wykupić po wyższej cenie już na zlecenie klienta (tzw. *front running*)¹⁸.

Po drugie, jest to możliwość preferowania klienta lub grupy klientów w stosunku do

¹⁶ International Organization of Securities Commissions - Emerging Markets Committee, *Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries - Final Report*, 2010, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO342.pdf> [dostęp: luty 2016].

¹⁷ M. Kurzajewski, *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014, s. 217.

¹⁸ Cz. Martysz, „Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading”, 2015, s. 221-222.

innego klienta lub grupy klientów danej firmy inwestycyjnej. W tym przypadku rozporządzenie stanowi o faworyzowaniu niektórych inwestorów w stosunku do innych ze względu na chociażby stałość relacji biznesowych z niektórymi z nich lub siłę rynkową inwestorów instytucjonalnych.

Po trzecie, konflikt interesów może pojawić się sytuacji, gdy firma inwestycyjna lub osoba powiązana z firmą inwestycyjną ma interes w określonym wyniku usługi świadczonej na rzecz klienta albo transakcji przeprowadzanej w imieniu klienta, a jest on rozbieżny z interesem klienta. Z sytuacją taką można spotkać się przede wszystkim, gdy od wypracowania odpowiedniej ilości zadań zależy wynagrodzenie danego pracownika firmy inwestycyjnej lub nawet jego dalsze zatrudnienie. W takich realiach będzie on bowiem za wszelką cenę dążył do wykonywania na rzecz klienta czynności, które nie będą zgodne z interesem usługobiorcy.

Po czwarte, przyczyną taką może być prowadzenie przez firmę inwestycyjną lub osobę powiązaną z firmą inwestycyjną takiej samej działalności, jak działalność prowadzona przez klienta. W tym kontekście klient okazuje się być w istocie podmiotem konkurencyjnym.

Wreszcie, konflikt interesów pojawi się także wtedy, gdy firma inwestycyjna lub osoba powiązana z firmą inwestycyjną otrzyma od osoby innej niż klient korzyść majątkową inną niż standardowe prowizje i opłaty w związku z usługą świadczoną na rzecz klienta. Należy przy tej okazji podkreślić, że zgodnie z punktem 32 preambuły do dyrektywy MiFID 2, hipotezą wskazywanej normy nie należy raczej obejmować drobnych prezentów i gestów grzeczności.

Ze względu na złożoność sytuacji faktycznych oraz mnogość podmiotów uczestniczących na rynku kapitałowym nie jest możliwe przedstawienie wszystkich czynności stanowiących konflikt interesów w formie katalogu o charakterze *numerus clausus*. Z tego powodu tak prawodawca unijny oraz polski posługują się jedynie ogólną, przytoczoną już, definicją konfliktu interesów, którą uzupełniają otwartym katalogiem przypadków konfliktów interesów.

Zwalczanie konfliktów interesów

Gwarancją efektywności ochrony rynku przed nadużyciami jest przejrzystość informacji, a ponieważ na rynku występują znaczne dysproporcje w dostępie do niej, wprowadzono zasady zachowania osób mających dostęp do szczególnych typów informacji¹⁹. Metody przeciwdziałające negatywnym skutkom konfliktów interesów, ujawniające je lub

¹⁹ U. Banaszczak-Soroka, *Firmy inwestycyjne a bezpieczeństwo inwestora na rynku papierów wartościowych w Polsce*, 2014, s.159-160.

umożliwiający ich skuteczne zarządzanie, mogą przybierać różny charakter i zakres. Na potrzeby niniejszego opracowania można je podzielić na trzy podstawowe grupy, które dalej zostaną kolejno omówione:

- 1) środki pozwalające na utrzymanie właściwych relacji pomiędzy klientem a firmą inwestycyjną,
- 2) środki wskazujące na właściwą strukturę organizacyjną podmiotu inwestycyjnego,
- 3) środki pozwalające na nadzorowanie właściwego stosowania procedur.

Należy przyznać, że tak, jak nie jest możliwe zupełne wyeliminowanie zjawiska przestępczości czy nepotyzmu, tak i całkowite wyeliminowanie zjawiska konfliktu interesów nie jest w całości możliwe. Konflikt interesów w gospodarce rynkowej nie jest zresztą zjawiskiem negatywnym, a wręcz pożądanym. Szkodliwym jest jednak wykorzystywanie go przez podmioty posiadające szerszy zakres informacji dla ich wyłącznego dobra przy braku realnej możliwości przeciwdziałania takim praktykom ze strony podmiotu poszkodowanego. Z tego względu niezwykle istotne jest nie tyle zwalczanie samego konfliktu interesów, ale zagwarantowanie przestrzegania reguł, które pomogą w zarządzaniu nimi.

Podkreślić trzeba także, że status klienta, na rzecz którego świadczone są usługi, nie ma większego znaczenia, gdyż unijny prawodawca przewiduje w tym zakresie ochronę bez względu na kategorię danego klienta (klient detaliczny, branżowy czy uprawniony kontrahent)²⁰.

Środki pozwalające na utrzymanie właściwych relacji pomiędzy klientem a firmą inwestycyjną

1. Działanie w najlepszym interesie klienta.

Podstawowym wymogiem skierowanym do firm inwestycyjnych jest powinność działania w najlepszym interesie klienta, którą przewiduje art. 45 dyrektywy MiFID 2. Tak ujętym wymogom na gruncie polskiego prawodawstwa odpowiada ustawa o obrocie instrumentami finansowymi²¹ oraz powoływane już r.t.w.p. Ustawodawca w art. 42 UOIF wprost nakazuje osobom sporządzającym rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych oraz osobom zajmującym się rozpowszechnianiem takich rekomendacji, zachowanie należytej staranności, rzetelności sporządzanych rekomendacji, ujawnienia

²⁰ Punkt (25) preambuły do dyrektywy MiFID 2.

²¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jednolity: Dz.U. z 2010 r. nr 81 poz. 530 z późn. zm.; dalej: UOIF.

ślusznego interesu, a także konfliktów interesów istniejących w chwili sporządzania lub rozpowszechniania rekomendacji. W treści § 8 r.t.w.p. wskazuje się zaś, że firma inwestycyjna, prowadząc działalność maklerską, jest zobowiązana do działania w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klientów.

2. Ujawnianie konfliktu interesów klientowi.

W sytuacji, gdy firma inwestycyjna nie jest w stanie zapewnić w pełni niezależnej realizacji obsługi, powinna ona w odpowiednim czasie ujawnić swojemu klientowi zaistniały konflikt w sposób jak najbardziej szczegółowy i zrozumiały, tak aby pozwolić mu na podjęcie świadomej decyzji co do zakończenia współpracy lub jej kontynuowania. W treści §23 r.t.w.p. rozróżnia się sytuację ujawnienia konfliktu interesów klientowi na przypadek, w którym sprzeczność interesów zostanie ujawniona przed oraz po zawarciu z nim umowy. W pierwszym z wymienionych przypadków umowa o świadczenie danej usługi maklerskiej może zostać zawarta wyłącznie pod warunkiem, że klient w sposób czynny i wyraźny potwierdzi otrzymanie informacji o występującej rozbieżności interesów, a także wyrazi wolę zawarcia umowy. Z kolei w drugim przypadku rozporządzenie, poza wskazanymi powyżej obowiązkami, nakazuje powstrzymać się od świadczenia usługi maklerskiej do czasu otrzymania wyraźnego oświadczenia klienta o dalszej współpracy. Zasada ta nie może mieć jednak bezwzględnego charakteru, gdyż podejmowanie działań na rzecz klienta będzie dopuszczalne w przypadku, gdy ewentualne zaniechanie miałyby doprowadzić do naruszenia jego jeszcze istotniejszych interesów. Wagę tego rodzaju postępowania oraz zaaprobowanie go przez praktykę podkreśla fakt, iż analogiczne postanowienia zawarte zostały także w zasadach deontologii zawodowej maklerów i doradców inwestycyjnych. Wskazać tutaj można §28 Zasad Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców²² lub §11 Kodeksu Dobrych Praktyk Domów Maklerskich²³, które stanowią o obowiązku ujawnienia klientowi wszelkich informacji, które mogą mieć wpływ na bezstronność ich działania.

Metoda ta jest również powszechnie przyjmowana przez praktykę. Przykładowo, w treści Ogólnego Opisu Polityki Przeciwdziałania Konfliktom Interesów w Domu Maklerskim BZ WBK S.A. można znaleźć postanowienie wskazujące na trójstopniowe zarządzanie

²² Zasady Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców, tekst uchwalony przez XXI Zjazd Maklerów i Doradców w dniu 18 października 2014 r., http://serwer1390605.home.pl/zmid.org.pl/dokumenty/Zasady_Etyki.pdf [dostęp: luty 2016], dalej: Zasady Etyki.

²³ Kodeks Dobrych Praktyk Domów Maklerskich, http://www.idm.com.pl/images/regulacje/Kodeks_dobrej_praktyki_domow_maklerskich.pdf [dostęp: luty 2016], dalej: Kodeks Dobrych Praktyk.

konfliktem interesów. Pierwszy etap zakłada unikanie sytuacji mogących grozić potencjalnym konfliktem. Drugi etap polega na podejmowaniu przez Dom Maklerski działań organizacyjnych, które w sposób zinstytucjonalizowany zapobiegają powstawaniu konfliktom interesów, a jeżeli te dwa etapy nie pozwalają skutecznie wyeliminować ryzyka konfliktu, należy w trzecim etapie ujawnić ryzyko klientowi i uzależnić dalsze działania Domu Maklerskiego od decyzji klienta²⁴. Podobne postanowienia wprowadza m.in. – Dom Maklerski BOŚ S.A.²⁵.

3. Obowiązek powstrzymania się od działania

Dom maklerski w ramach prowadzonej działalności powinien unikać wszelkich sytuacji, w których mógłby powstać konflikt interesów²⁶, a maklerzy i doradcy, którzy są członkami władz podmiotu emitującego instrumenty finansowe, nie mogą świadczyć usług maklerskich lub doradczych związanych z obrotem tymi instrumentami, chyba że czynią to w ramach dokonywania oferty publicznej lub ubiegania się o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym²⁷. W przeciwnym razie działania maklerów prowadzić by mogły do zachowywania „podwójnej lojalności”, a zatem sytuacji, w której mogliby oni działać na swoją korzyść działając jednocześnie przeciwko interesowi klienta, względem którego powinni być lojalni.

Środki wskazujące na właściwą strukturę organizacyjną podmiotu inwestycyjnego

Mechanizm składający się na cały system zarządzania konfliktami jest jednym z najbardziej wymagających pod względem opracowania, wdrożenia i ciągłego stosowania. Wymaga on bowiem wprowadzenia rozwiązań organizacyjnych i technicznych obejmujących nie tylko samą firmę inwestycyjną i jej pracowników, ale również inne osoby z nią powiązane. Co więcej, okoliczności faktyczne mogące składać się na potencjalny konflikt interesów wymagają stałego monitorowania, co prowadzi do konieczności stosowania odpowiednich korekt w funkcjonujących już rozwiązaniach²⁸. Wymogi w tym zakresie stawia art. 83a UOIF, gdyż przewiduje on obowiązek stosowania przez firmę inwestycyjną takich rozwiązań technicznych i organizacyjnych, które zapewniają bezpieczeństwo i ciągłość nie tylko świadczonych usług maklerskich, ale i ochronę interesów klientów.

²⁴ Pkt 1 ust. 3 Ogólnego Opisu Polityki Przeciwdziałania Konfliktom Interesów w Domu Maklerskim BZ WBK S.A.

²⁵ Dział I pkt 2 ust. 4 Ogólnych Zasad Zarządzania Konfliktom Interesów w Domu Maklerskim BOŚ S.A.

²⁶ § 7 Kodeksu Dobrych Praktyk.

²⁷ § 30 Zasad Etyki.

²⁸ M. Kurzajewski, *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014, s. 215.

Wymogi dotyczące treści regulaminów zarządzania konfliktami interesów w każdej firmie inwestycyjnej określone są w §3 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie określenia szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i banków powierniczych oraz warunków szacowania przez dom maklerski kapitału wewnętrznego²⁹. Postanowienia te są wynikiem transponowania do polskiego porządku prawnego postanowień sformułowanych w art. 22 dyrektywy MiFID 2. Należy jednak zwrócić uwagę, że w §3 r.w.t.o. nie uwzględniono postanowienia odnoszącego się do sposobu postępowania dotyczącego wprowadzenia procedury określającej zasady przepływu informacji i monitorowania ich obiegu pomiędzy osobami powiązаныmi, jeżeli dostęp do tych wiadomości mógłby być szkodliwy dla interesów klientów. Porównanie przepisu prawa unijnego oraz jego polskiego odpowiednika mogłoby prowadzić do konstatacji o nieprawidłowej transpozycji prawa unijnego, choć w istocie postanowienia te zostały umieszczone nie w §3, a §7 r.w.t.o.³⁰.

Treść § 3 r.w.t.o nakłada zatem na firmę inwestycyjną obowiązek opracowania i wdrożenia regulaminu zarządzania konfliktami interesów określającego sposób postępowania firmy w celu przeciwdziałania powstawaniu konfliktów interesów dostosowanego tak do rozmiaru i rodzaju prowadzonej działalności, jak i jej wewnętrznej struktury organizacyjnej. Regulamin ten powinien wskazywać na okoliczności, które w odniesieniu do poszczególnych czynności z zakresu działalności maklerskiej powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów. Firma inwestycyjna powinna w tym przypadku wziąć pod uwagę nie tylko wszystkich swoich klientów, ale i inne podmioty, których obsługa może prowadzić do konfliktów interesów. Oczywiście, katalog tych podmiotów zmienia się, a zatem wymienienie tych okoliczności wymaga systematycznych aktualizacji. W regulaminie należy także przesądzić o środkach i procedurach zarządzania ewentualnymi, przyszłymi konfliktami interesów. Za istotne należy także uznać ustalenie ogólnych reguł, które pozwalałyby na skuteczne zarządzanie takim rodzajem konfliktu, który nie mógł zostać przez dany podmiot przewidziany i co do którego nie zostały opracowane konkretne reguły postępowania.

Przepisy rozporządzenia wskazują - w zależności od rozmiaru i rodzaju działalności prowadzonej przez firmę inwestycyjną – na zadania, jakie powinna ona realizować w ramach

²⁹ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie określenia szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych oraz warunków szacowania przez dom maklerski kapitału wewnętrznego, Dz.U. z 2012 r. poz. 1072, dalej: r.w.t.o.

³⁰ M. Kurzajewski, *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014, s. 229.

zarządzania konfliktami interesów. Jest to: nadzorowanie osób wykonujących czynności na rzecz i w imieniu klientów, zapewnianie odpowiedniego systemu wynagradzania, zapobieganie negatywnym wpływom osób trzecich czy też zapobieganie wykonywaniu przez jedną osobę wielu usług oferowanych przez firmę inwestycyjną.

1. Ujawnianie konfliktu pracodawcy

Maklerzy i doradcy inwestycyjni powinni ujawnić pracodawcy wszelkie czynniki, które mogą powodować konflikt z ich obowiązkami wobec pracodawcy³¹. Dotyczy to także konfliktów osobistych, które mogą mieć niekorzystny wpływ na poziom świadczonych usług - wtedy makler lub doradca inwestycyjny powinien zwrócić się do pracodawcy o wyznaczenie innej osoby, która mogłaby przejąć obowiązki związane z obsługą tego klienta³².

2. Odpowiedni system wynagradzania.

BRE Bank S.A. w Polityce Zarządzania Konfliktem Interesów akcentuje, iż pracownicy przygotowujący badania inwestycyjne powinni być niezależni organizacyjnie od jednostek biznesowych banku. Zwłaszcza ich wynagrodzenie bądź uzyskiwane bonusy nie powinny być w żaden bezpośredni sposób uzależnione od wyników finansowych tych jednostek biznesowych lub wynagrodzeń osób zatrudnionych w tych jednostkach biznesowych³³. Środek ten ma zatem, w założeniu, zapobiegać istnieniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzenia osób powiązanych wykonujących określone czynności w ramach działalności prowadzonej przez firmę inwestycyjną od wynagrodzenia lub zysków osiągniętych przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które to czynności powodują lub mogą spowodować powstanie konfliktu interesów.

3. Zapobieganie negatywnym wpływom osób trzecich.

Rozporządzenie stanowi o konieczności zapobiegania możliwości wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez te osoby powiązane czynności związanych z prowadzeniem przez firmę inwestycyjną działalności maklerskiej³⁴.

4. Ograniczanie zakresu obowiązków pracowników.

³¹ §27 Zasad Etyki.

³² §29 Zasad Etyki.

³³ Część B pkt 4.7.5. Polityki Zarządzania Konfliktem Interesów w BRE Bank S.A.

³⁴ §3 ust. 3 pkt 2 r.w.t.o.

Kierownictwo firm inwestycyjnych powinno zapobiegać przypadkom jednoczesnego lub następującego bezpośrednio po sobie wykonywania przez tę samą osobę powiązaną czynności związanych z różnymi usługami świadczonymi przez daną firmę inwestycyjną, jeżeli mogłoby to wywrzeć niekorzystny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów lub zapewniać nadzór nad takim sposobem wykonywania czynności, jeżeli jest on konieczny³⁵. Kodeks Dobrych Praktyk jest w tym przypadku bardziej rygorystyczny i wskazuje, że pracownik domu maklerskiego nie powinien podejmować czynności, które mogłyby doprowadzić do powstania konfliktu interesów pomiędzy nim a domem maklerskim. W szczególności nie powinien podejmować działań konkurencyjnych wobec domu maklerskiego, w którym jest zatrudniony³⁶, a sam dom maklerski nie powinien powierzać pracownikowi obowiązków służbowych, których równoczesne wykonywanie może spowodować powstanie konfliktu interesów³⁷.

5. „Chińskie mury” (ang. *“chinese walls”*)

„Chińskie mury” pozwalają na blokowanie przepływu informacji pomiędzy poszczególnymi działami lub pracownikami danego podmiotu ograniczając w ten sposób zakres informacji dostępnych konkretnemu pracownikowi danej firmy inwestycyjnej. W takim przypadku dostęp do jednych danych będą mieli tylko określone pracownicy danego działu podczas, gdy inni pracownicy – zajmujący się przykładowo obsługą innego klienta – nie będą mieli do nich dostępu. Ograniczenia te przybierają najczęściej formę wewnętrznych instrukcji czy regulaminów uwzględniających zarówno fizyczne formy zabezpieczenia samego lokalu, siedziby podmiotu i jego poszczególnych części, jak i dostęp do systemu informatycznego oraz wewnętrzne uregulowania organizacyjne i logistyczne odnoszące się do dostępu informacji. Na chińskie mury mogą składać się także zobowiązania pracowników do przestrzegania tajemnicy zawodowej i informacji poufnych³⁸.

Z zasadą tą koresponduje treść §8 r.w.t.o. przewidującego, że wewnętrzna struktura organizacyjna firmy inwestycyjnej powinna zapobiegać powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu powinna ona umożliwić ochronę interesów klienta przed szkodliwym wpływem konfliktu. Odnosi się to także, do pomieszczeń, w których prowadzona jest działalność maklerska (powinny być zabezpieczone przed niekontrolowanym dostępem osób nieuprawnionych oraz wydzielone w sposób uniemożliwiający klientom firmy

³⁵ §3 ust. 3 pkt 4 r.w.t.o.

³⁶ §19 ust. 6 Kodeksu Dobrych Praktyk.

³⁷ §20 Kodeksu Dobrych Praktyk,

³⁸ U. Banaszczak-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Warszawa 2008, s. 179-180.

inwestycyjnej oraz innym osobom nieuprawnionym niekontrolowany dostęp do pozostałych pomieszczeń). Ten środek przeciwdziałania konfliktom zdaje się zyskiwać szczególne uznanie wśród podmiotów świadczących usługi w ramach rynku kapitałowego. W przypadku Domu Maklerskiego BOŚ S.A. takim środkiem jest w szczególności stworzenie „chińskich murów” polegających na rozdzieleniu poszczególnych jednostek organizacyjnych domu maklerskiego³⁹.

6. Prowadzenie rejestru zidentyfikowanych lub potencjalnych przypadków konfliktu interesów

Zgodnie z §3 ust. 5 r.w.t.o. odzwierciedlającym treść art. 23 dyrektywy MiFID 2, firma inwestycyjna ma nie tylko obowiązek prowadzenia regulaminu zarządzania konfliktami interesów, ale także obowiązek prowadzenia rejestru rodzajów działalności maklerskiej (tak we własnym imieniu i na swoją rzecz, jak i przez inny podmiot na jej rzecz), w związku z którymi powstał już w przeszłości lub dopiero może powstać w przyszłości konflikt interesów. W tym kontekście w literaturze wskazuje się, że „posługiwanie się ściśle gramatyczną wykładnią prowadziłyby do dokonywania w istocie czynności bezużytecznych i bezprzedmiotowych dla wewnętrznej organizacji firmy inwestycyjnej. Oznaczałoby to bowiem w praktyce wyłącznie spisanie typów działalności maklerskiej potencjalnie lub realnie wywołujących konflikt interesów [...]. Z tych względów rozumienie zakresu czynności rejestracyjnych nie powinno sprowadzać się do powinności wyróżnienia wrażliwych rodzajów działalności maklerskiej, lecz do ujawnienia konkretnych sytuacji (okoliczności) w ramach świadczonych usług maklerskich, które mogłyby spowodować lub spowodowały działanie w konflikcie interesów”⁴⁰.

Spostrzeżenie te potwierdza praktyka. Lista zidentyfikowanych przez Dom Maklerski Xelion sp. z o.o. konfliktów interesów i sposoby zarządzania nimi w celu zapobieżenia naruszenia interesów klientów zawiera wykaz dziesięciu pozycji, z których każda zawiera w sobie krótki opis zaistniałego zdarzenia, istotę konfliktu, podmiot odpowiedzialny za zarządzanie sprzecznością interesów oraz sam sposób zarządzania nim⁴¹.

7. Zapewnienie odpowiednich warunków technicznych i organizacyjnych.

³⁹ Dział IV ust. 2 Ogólnych Zasad Zarządzania Konfliktem Interesów w Domu Maklerskim BOŚ S.A.

⁴⁰ M. Kurzajewski, *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014.

⁴¹ Lista zidentyfikowanych przez Dom Maklerski (Spółkę) konfliktów interesów i sposoby zarządzania nimi w celu zapobieżenia naruszenia interesów klientów (załącznik Nr 1 do Regulaminu zarządzania konfliktem interesów).

W myśl art. 83a UOIF i § 8 i 9 ust. 2 r.w.t.o. wewnętrzna struktura organizacyjna firmy inwestycyjnej, powinna zapewniać bezpieczeństwo i ciągłość nie tylko świadczonych usług maklerskich, ale i ochronę interesów klientów. W związku z powyższym czynności związane z prowadzeniem rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych powinny odbywać się w wydzielonych pomieszczeniach, zabezpieczonych przed niekontrolowanym dostępem osób nieuprawnionych i w sposób zapewniający ochronę informacji poufnych czy też stanowiących tajemnicę zawodową.

Środki pozwalające nadzorować właściwe stosowanie procedur

Poprzestanie na ustanowieniu reguł i zasad działania firm inwestycyjnych z zakresie konfliktów interesów czy w ustawie, czy też w wewnętrznych regulaminach podmiotów działających na rynku kapitałowym nie będzie jednak wystarczające, jeżeli postanowienia te nie będą wcielane w życie. Oznacza to konieczność stosowania takich środków nadzoru nad działaniami pracowników firm inwestycyjnych, które pozwolą nie tylko na wykrycie przypadków naruszania reguł bezpieczeństwa i uchybień, ale także na wyciągnięcie wobec konkretnej osoby ewentualnych konsekwencji.

1. Sprawowanie nadzoru nad osobami wykonującymi czynności na rzecz i w imieniu klientów.

Przyjęta w przepisach r.w.t.o. metoda wskazuje na konieczność zapewniania nadzoru nad osobami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w ramach działalności prowadzonej przez firmę inwestycyjną, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesem klienta i firmy inwestycyjnej⁴². Nie trudno zauważyć, że opiera się ona na założeniu, że konflikt interesów może być rozwiązany przez wewnętrzne organy firmy inwestycyjnej i wypracowane przez nią metody działania. Niestety, ze względów ekonomicznych znajduje ona zastosowanie przede wszystkim u większych podmiotów o bardziej złożonej strukturze organizacyjnej.

2. Aktywny udział kierownictwa firm inwestycyjnych lub specjalnych jednostek wewnętrznych w rozwiązywaniu konfliktów interesów.

⁴² §3 ust. 3 pkt 1 r.w.t.o.

Kierownictwo, specjalnie wyznaczona osoba lub jednostka kontroli wewnętrznej stoi w tym przypadku na straży prawidłowego prowadzenia poszczególnych spraw i postępowania pracowników. W przypadku zaś wystąpienia konfliktu ocenia także jego charakter i rozmiar. Doradza, jak nim zarządzać w konkretnej sytuacji i wprowadza zalecenia na przyszłość. Istotną normę wprowadza w tym przypadku art. 83a ust. 1a UOIF wskazując, że firma inwestycyjna jest obowiązana posiadać procedury anonimowego zgłaszania wskazanemu członkowi zarządu, a w szczególnych przypadkach - radzie nadzorczej, naruszeń prawa oraz obowiązujących w firmie inwestycyjnej procedur i standardów etycznych.

Ciekawym rozwiązaniem posłużył się BRE Bank S.A., w którym zarząd wskazuje specjalny wewnętrzny organ - Biuro Monitoringu Zgodności (BMZ), jako specjalnie powołaną jednostkę, wykonującą w banku zadania w zakresie zarządzania konfliktami interesów. BMZ m.in. opracowuje rozwiązania informatyczne służące prowadzeniu analiz identyfikujących transakcje mogące powodować wystąpienie konfliktów interesów oraz administruje nimi. Przekazuje ono także zarządowi banku roczny raport na temat zarządzania konfliktami interesów⁴³. Z kolei w Domu Inwestycyjnym Xelion sp. z o.o. utworzono organ „Inspektora Nadzoru”, którego zadaniem jest identyfikowanie obszarów, w których mogą wystąpić konflikty interesów wynikające z działalności spółki, analiza zgłoszonych konfliktów interesów, sprawowanie kontroli nad prowadzonymi przez dom maklerski działaniami służącymi zapobieganiu powstawania konfliktów interesów i zarządzaniu nimi, opracowywanie zaleceń, prowadzenie rejestru konfliktów, organizowanie szkoleń itp.⁴⁴.

3. Lista obserwacyjna i restrykcyjna

Lista obserwacyjna to wewnętrzne i poufne zestawienie papierów wartościowych, na temat których firma inwestycyjna posiada niedostępne publicznie informacje, mogące mieć wpływ na cenę waloru. Treść tej listy jest znana jedynie osobom wchodzącym w skład zarządu firmy inwestycyjnej i inspektorowi nadzoru. Pozwala ona na kontrolowanie przestrzegania obszarów poufności, jak również czy osoby mające dostęp do informacji poufnych ich nie wykorzystują. Lista restrykcyjna służy z kolei zapobieżeniu wykorzystania informacji poufnych przez samą firmę inwestycyjną i jej pracowników dla uzyskania korzyści materialnych z tytułu obrotu papierami wartościowymi. W określonych przedziałach

⁴³ Część A Polityki Zarządzania Konfliktem Interesów w BRE Bank S.A.

⁴⁴ § 12 ust. 1 Regulaminu Zarządzania Konfliktami Interesów w Domu Inwestycyjnym Xelion sp. z o.o.

czasowych pracowników obowiązuje zakaz lub ograniczenia co do inwestowania w zamieszczone na tej liście walory⁴⁵.

Wnioski końcowe

Niekwestionowaną zasadą rządzącą rynkiem kapitałowym jest mierzenie wartości kapitału poprzez transakcje instrumentami finansowymi dokonywane przez samych inwestorów na podstawie uzyskiwanych przez nich publicznych danych. W tym zakresie konflikty interesów stanowią niebezpieczne zjawiska, które skłaniają osoby funkcjonujące w poszczególnych firmach inwestycyjnych do wykorzystywania w sposób nieuprawniony informacji zastrzeżonych celem osiągnięcia korzyści dla siebie. Taka konstatacja musi prowadzić do stwierdzenia, iż są one - pod tym względem - szkodliwe i niekorzystne dla gospodarki.

Negatywnych konsekwencji konfliktów interesów nie uda się pełni zlikwidować. Mimo to należy uznać wymienione powyżej metody ochrony inwestora za niezwykle potrzebne, gdyż jako jedyne zapewniają one swoistą pomoc udzielaną słabszej stronie umowy oraz chronią ją przed szkodliwymi nadużyciami.

Bibliografia

- Banaszczak-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, 2008.
- Banaszczak-Soroka U., *Firmy inwestycyjne a bezpieczeństwo inwestora na rynku papierów wartościowych w Polsce*, 2014.
- Kurzajewski M., *Usługi maklerskie*, 2014.
- Martysz Cz., *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, 2015.
- Sójka T., *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, 2015.
- Zawadzka P., Banaszcak-Soroka U., *Ochrona rynku kapitałowego przed manipulacją w zjednoczonej Europie [w:] Integracja gospodarcza - od wolnego handlu do unii walutowej. Materiały Konferencji Międzynarodowej*, J. Kundera (red.), 2008.
- Ziarko-Siwiek U., *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, 2005.
- https://www.researchgate.net/publication/220011410_Conflicts_of_Interest_of_Financial_Intermediaries-Towards_a_Global_Common_Core_in_Conflicts_of_Interest_Regulation, dostęp: maj 2016.
- <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD342.pdf>, dostęp: maj 2016.
- <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Poczatek-konca-afery-100-sekund-2363759.html>, dostęp: maj 2016.

⁴⁵ P. Zawadzka, U. Banaszcak-Soroka, *Ochrona rynku kapitałowego przed manipulacją w zjednoczonej Europie [w:] Integracja gospodarcza - od wolnego handlu do unii walutowej. Materiały Konferencji Międzynarodowej*, J. Kundera (red.), Wrocław 2008, s. 395-396.