

# 1 Inwestor na rynku papierów wartościowych

## 1.1. Pojęcie i kryteria klasyfikacji inwestorów

(Urszula Banaszczak-Soroka)

Na poziomie prawa europejskiego w dyrektywie z 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów<sup>1</sup> zdefiniowano **inwestora** jako „osobę, która powierzyła swoje środki finansowe lub instrumenty, w ramach operacji inwestycyjnych, przedsiębiorstwu inwestycyjnemu”. Natomiast w podstawowej dla rynku papierów wartościowych, obowiązującej obecnie, dyrektywie z 2004 r. MiFID<sup>2</sup> zamiast inwestora pojawia się **klient**, czyli „każda osoba fizyczna lub prawna, na której rzecz przedsiębiorstwo inwestycyjne świadczy usługi inwestycyjne i/lub dodatkowe”<sup>3</sup>.

Definicja klienta nie została zamieszczona w ustawie o obrocie, lecz w akcie niższego rzędu – w rozporządzeniu ministra finansów<sup>4</sup>, gdzie **klient** to „osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej, która zawarła z firmą inwestycyjną lub bankiem prowadzącym działal-

---

<sup>1</sup> Art. 1 pkt 4 Dyrektywy 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów (Dz.Urz. L. 84/22 z 26.03.1997 r.).

<sup>2</sup> Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (dalej dyrektywa MiFID) (Dz.Urz. L 145 z 30.04.2004 r.).

<sup>3</sup> Art. 4 ust 1 pkt 10 dyrektywy MiFID.

<sup>4</sup> Art. 2 pkt 6 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych i banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. z 2012 r., poz. 1078). Definicję klienta zawiera także Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 grudnia 2009 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości domów maklerskich (Dz.U. z 2009 r. nr 226, poz. 1824); w art. 1 pkt 9 zdefiniowano klienta jako osobę prawną lub osobę fizyczną, lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, korzystającą z usług świadczonych przez dom maklerski na podstawie umowy.

ność maklerską umowę o świadczenie usług maklerskich lub z bankiem powierniczym umowę o prowadzenie rachunku papierów wartościowych”<sup>5</sup>.

W polskich aktach prawnych regulujących funkcjonowanie rynku papierów wartościowych słowo „**inwestor**” pojawia się wielokrotnie, np. w definicji rynku regulowanego: „który ma zapewnić **inwestorom** powszechny i równy dostęp do informacji”<sup>6</sup>, w innym miejscu: „w przypadku gdy wymaga tego bezpieczeństwa obrotu na rynku regulowanym lub zagrożony **jest interes inwestorów**, GPW może wstrzymać dopuszczenie do obrotu”<sup>7</sup>; w kwestii manipulacji: „nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań powodujące wprowadzenie w błąd **inwestorów**”<sup>8</sup>, a także w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym: „celem nadzoru jest bezpieczeństwo obrotu oraz **ochrona inwestorów**”<sup>9</sup>. Jednak w żadnym polskim akcie prawnym nie znajdujemy definicji inwestora w kontekście rynku papierów wartościowych. Ustawodawca posługuje się, w wielu miejscach, pojęciem klienta, podobnie jak dyrektywa MiFID.

W literaturze ekonomicznej inwestor definiowany jest przez różnych autorów podobnie, ale w kontekście całego rynku finansowego, nie tylko papierów wartościowych, lecz nawet szerzej, np. „inwestor to osoba fizyczna lub prawna, która lokuje wolne środki finansowe w papierach wartościowych, depozytach bankowych lub nieruchomościach w celu uzyskania z tego tytułu korzyści w formie odsetek, udziału w zyskach lub wzrostu wartości lokaty” [Bień, 2004, s. 24] lub „inwestor angażuje swój kapitał i stara się go pomnożyć” [Sopoćko, 2010, s. 58], lub inwestor to „kapitałodawca”, tj. podmiot „dysponujący nadmiarem kapitału, chcący dokonać jego alokacji, w celu zwiększenia jego wartości” [Perez, 2010, s. 8; zob. także Dziawgo, 2004, s. 46–48].

W kontekście powyższych rozważań proponuję przyjęcie następującej definicji **inwestora na rynku papierów wartościowych**: osoba fizyczna lub prawna, która zawarła z firmą inwestycyjną umowę o świadczenie usług brokerskich (i/lub świadczenie usług zarządzania portfelem) w celu inwestowania w instrumenty finansowe dostępne na rynku papierów wartościowych, licząc na wymierne korzyści finansowe z tytułu udostępnienia własnych środków finansowych.

---

<sup>5</sup> Patrząc na zakres przedmiotowy (zakres czynności maklerskich), klientem firmy inwestycyjnej – w cytowanych aktach prawnych – jest nie tylko klient, który w literaturze ekonomicznej oraz w odbiorze społecznym nazywany jest inwestorem, ale także emitent, z którym zawierane są umowy indywidualne dotyczące niektórych czynności zastrzeżonych (oferowanie instrumentów finansowych, subemisje) i zasadniczej części dodatkowej.

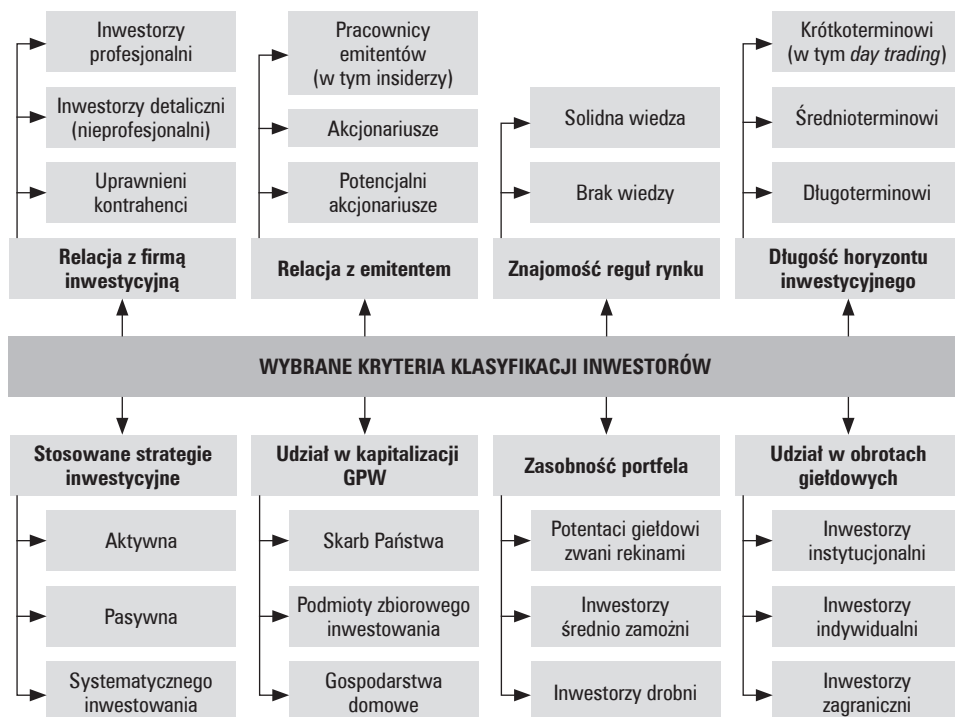
<sup>6</sup> Art. 14 ustawy o obrocie.

<sup>7</sup> Art. 20, tamże.

<sup>8</sup> Art. 39, tamże.

<sup>9</sup> Art. 4 ust. 1 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

Grupa inwestorów na rynku papierów wartościowych jest bardzo zróżnicowana. Przy ich klasyfikacji należy uwzględnić rozmaite kryteria, które wzajemnie się przenikają i dopełniają (rys. 1.1).



**Rysunek 1.1.** Wybrane kryteria klasyfikacji inwestorów giełdowych

Źródło: opracowanie własne.

Gdy się przedstawia grupy inwestorów, warto zwrócić uwagę na trzy ich charakterystyki<sup>10</sup>. Pierwsza kategoria określa **relację inwestora z firmą inwestycyjną**. We wszystkich krajach UE wprowadzono zasadę różnego (co nie oznacza gorszego czy niezasadnie uprzywilejowanego<sup>11</sup>) traktowania klientów firm inwestycyjnych. W praktyce sprowadza się to do obowiązku zakwalifikowania każdego klienta do konkretnej, wyznaczonej prawem kategorii: **klient detaliczny** lub

<sup>10</sup> Innymi kryteriami klasyfikacji inwestorów indywidualnych mogą być: wiek, płeć, miejsce zamieszkania, wykształcenie, czas inwestowania na GPW itd. Takie informacje można znaleźć w prowadzonych od wielu lat badaniach Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, zob. <http://www.sii.org.pl/>.

<sup>11</sup> Byłoby to całkowicie niezgodne z zasadą równego traktowania inwestora, której przestrzeganie jest przecież immanentną cechą rynku kapitałowego.

**klient profesjonalny**<sup>12</sup>, i powiadomienia go o tym fakcie. Istotą tego obowiązku jest ochrona klienta słabszego (nieprofesjonalnego), polegająca z jednej strony na wprowadzeniu go w meandry rynku kapitałowego, z drugiej – na ocenie pod kątem zasobu wiadomości oraz akceptowanego ryzyka. Do kategorii **klientów profesjonalnych** zalicza się takich, którzy posiadają doświadczenie, wiedzę i fachowość, umożliwiające podejmowanie niezależnych i właściwych pod względem ryzyka decyzji inwestycyjnych na rynku wtórnym. Lista klientów profesjonalnych jest długa i obejmuje np. banki, firmy inwestycyjne, fundusze inwestycyjne, jednostki administracji rządowej i samorządowej, banki centralne, przedsiębiorców oraz osoby fizyczne spełniające określone kryteria<sup>13</sup>. Pozostałych klientów, nienależących do kategorii klienta profesjonalnego (wykazujących brak stosownej głębokiej wiedzy o rynku kapitałowym czy jego instrumentach finansowych lub niemających wprawy w ocenie ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych) kwalifikuje się do grupy **klientów detalicznych (nieprofesjonalnych)**. Klient nieprofesjonalny, zwłaszcza drobny inwestor, traktowany jest jako najsłabsze, a zarazem niezbędne ogniwo rynku papierów wartościowych. Podlega on z tego względu szczególnej ochronie, i to na każdym etapie współpracy z firmą inwestycyjną.

Narzędzia kształtowania wzajemnych relacji między domem maklerskim a klientem detalicznym – relacji, w których wzajemne poznanie powinno chronić rynek i inwestora przed zdarzeniami nieetycznymi, nieprofesjonalnymi i niezgodnymi z prawem – kryją się pod hasłami: „**Poznaj swoją firmę inwestycyjną**”, „**Poznaj swojego klienta**”. Realizacja zasady „Poznaj swoją firmę inwestycyjną” obliguje firmę inwestycyjną do szczegółowego przedstawienia potencjalnemu inwestorowi informacji dotyczących jej samej oraz usługi, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy. Dopełnieniem tego materiału jest prezentacja instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w dany instrument, notowany na rynku giełdowym<sup>14</sup>. W ten sposób firma inwestycyjna zmniejsza deficyt wiedzy inwestora i ułatwia mu wybór odpowiedniego partnera – pośrednika. Natomiast zasada „Poznaj swojego klienta” po-

---

<sup>12</sup> Wymagania takie stawia w art. 19 dyrektywa MiFID II.

<sup>13</sup> W przypadku osoby fizycznej musi ona spełniać dwa z trzech kryteriów: (1) wnioskującą zawierała transakcje w złotych o wartości co najmniej 50 tys. euro każda, na odpowiednim rynku, ze średnią częstotliwością co najmniej 10 transakcji na kwartał w ciągu czterech ostatnich kwartałów; (2) wartość portfela instrumentów finansowych tego podmiotu łącznie ze środkami pieniężnymi wchodzącymi w jego skład wynosi co najmniej 500 tys. euro (w złotych); (3) pracuje lub pracował w sektorze finansowym przez co najmniej rok na stanowisku wymagającym wiedzy zawodowej dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych lub usług maklerskich, które miałyby być świadczone przez firmę inwestycyjną na jego rzecz na podstawie zawieranej umowy.

<sup>14</sup> Podstawowy zakres informacji zawartych w prezentacji firmy inwestycyjnej zawierają art. 10–11 RMF w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych (Dz.U. z 2012 r., poz. 1078 ze zm.).

zwała firmie inwestycyjnej dokonać oceny adekwatności usług do doświadczenia klienta i zaproponować te z nich, które są odpowiednie dla inwestora. Najczęściej ocena ta jest przeprowadzona na podstawie ankiety wypełnionej przez klienta. Ocena adekwatności ma ochronić klienta przed niepożądanymi zachowaniami inwestycyjnymi na rynku papierów wartościowych [Banaszczak-Soroka, 2014, s. 181–212].

Drugim istotnym kryterium podziału inwestorów jest **relacja inwestora**, niezależnie od tego, kim jest i jaki posiada portfel, **z emitentem**. Na rynku papierów wartościowych obowiązuje zasada równego i równoczesnego przekazywania informacji przez emitenta. Inaczej mówiąc, transparentność i równe traktowanie wszystkich uczestników rynku. Ta cecha wyróżnia rynki regulowane. Obowiązkiem emitenta jest przekazywanie do publicznej wiadomości określonych informacji dotyczących emitenta i jego instrumentów finansowych w sposób rzetelny, prawdziwy, kompletny i umożliwiający ocenę emitenta<sup>15</sup>. Informacje te są podstawą do ustalenia ceny godziwej notowanego instrumentu.

Istotą kategoryzacji inwestorów w relacji inwestor–emitent jest kwestia szczególnego uprzywilejowania niektórych grup osób posiadających wiedzę o istotnych zdarzeniach przed ich oficjalnym opublikowaniem. Informacje te określa się mianem informacji poufnych, a osoby mające do nich dostęp – insiderami. **Informacja poufna** to taka, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów lub na cenę powiązanych z nimi instrumentów pochodnych<sup>16</sup>. Grupa insiderów, zobligowana do zachowania informacji poufnej, jest szeroka i wskazana w ustawie o obrocie. Znajdują się tu m.in.: członkowie zarządu, rady nadzorcze, akcjonariusze, audytorzy, dziennikarze, maklerzy i inni<sup>17</sup>. Na rynku papierów wartościowych obowiązuje zakaz wykorzystywania i ujawniania informacji poufnej. Skutkiem wykorzystania lub ujawnienia informacji poufnej może być **manipulacja** kursem notowanego papieru wartościowego, co jest działaniem zakazanym i karanym. Dla bezpieczeństwa innych inwestorów na insiderów został nałożony obowiązek notyfikowania składanych zleceń do KNF i spółki, przestrzegania okresów zamkniętych (czas, w którym insider nie może składać zleceń, ponieważ informacja poufna nie została upubliczniona) [Banaszczak-Soroka, 2008, s. 175–185]. Akcjonariusze kierują często do kadry menedżerskiej tzw. programy

<sup>15</sup> Zakres przekazywanych informacji wskazuje Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. z 2014 r., poz. 133).

<sup>16</sup> Art. 145 ustawy o obrocie.

<sup>17</sup> Art. 156 ustawy o obrocie.

nabywania akcji, mające na celu z jednej strony zatrzymanie najwartościowszych pracowników, a z drugiej motywowanie ich do wydajniejszej pracy. Zachowania kadry zarządzającej na rynku giełdowym, sprzedaż lub kupno akcji są bacznie obserwowane przez inwestorów.

Szczególna grupa inwestorów to pracownicy prywatyzowanych podmiotów, których właścicielem był lub jest Skarb Państwa. Na mocy ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych<sup>18</sup> pracownicy otrzymują do 15% akcji za darmo. Ich liczba uzależniona jest głównie od stażu pracy. Otrzymują je także emeryci i renciści, o ile pracowali przynajmniej dekadę przed dniem przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego w spółkę. Obdarowani akcjami pracownicy nie mogą nimi handlować przez dwa lata, licząc od dnia, w którym minister skarbu państwa (SP) sprzedał przynajmniej jedną akcję inwestorowi strategicznemu czy w ofercie publicznej. Karencja dla kierownictwa firmy jest o rok dłuższa. Zbywanie akcji i udziałów dotyczy 1003 spółek SP (w tym także spółek, które sprywatyzowano w formie oferty publicznej). Według danych Ministerstwa Skarbu Państwa w lutym 2015 r. blisko 1,7 mln pracowników objęło 1,6 mld sztuk akcji po cenie nominalnej ponad 6 mld zł<sup>19</sup>.

Trzecie kryterium dotyczy **udziału inwestorów w obrotach giełdowych** instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu (akcjami, obligacjami, kontraktami terminowymi, opcjami). Taką charakterystykę przedstawia systematycznie GPW, prezentując udział w obrotach trzech grup inwestorów. Grupa pierwsza to inwestorzy indywidualni, których charakterystykę przedstawiono wyżej. Grupa druga obejmuje inwestorów instytucjonalnych. W jej skład wchodzi zarówno banki czy spółki akcyjne, jak i domy maklerskie, które inwestują na własny rachunek i we własnym imieniu, podmioty typu fundusze emerytalne [Oreziak, 2014], fundusze inwestycyjne [Perez, 2012] czy firmy *asset management*, określane jako podmioty zbiorowego inwestowania, oraz domy i biura maklerskie działające na giełdzie jako animatorzy rynku czy emitenta. Najmniej znaną grupą są inwestorzy zagraniczni, inwestujący często za pośrednictwem zdalnych członków giełdy.

Istotna rola na GPW przypada inwestorom indywidualnym, gdyż to oni są niezbędnym ogniwem wzmocnienia płynności obrotu. Z prezentowanych da-

---

<sup>18</sup> Dz.U. z 2013 r., poz. 216 (tekst jednolity).

<sup>19</sup> Wartość rynkowa papierów jest o wiele wyższa. Przykładowo wartość nominalna pakietu dla pracowników PKO BP SA (prywatyzowanego w 2004 r.) wynosiła 105 mln zł, tymczasem wartość rynkowa w pierwszym dniu po wygaśnięciu zakazu ich zbywania sięgnęła 4,2 mld zł; <http://prywatyzacja.msp.gov.pl/pr/udostepnianie-akcji/29280,Informacja-Ministra-Skarbu-Panstwa-o-stanie-realizacji-procesu-nieodplatnego-udo.html> (dostęp: 8 lutego 2015).

nych GPW wynika, że z roku na rok udział inwestorów indywidualnych stale się zmniejsza. O ile w 2006 roku ich udział w obrotach akcjami stanowił ponad 30%, o tyle na koniec 2014 roku wynosił zaledwie 13%. Największy udział w obrotach akcjami na rynku regulowanym, na koniec 2014 roku, przypada na inwestorów zagranicznych – około 50%, co oznacza wzrost w stosunku do roku 2006 o ponad 40%. Na rynku kontraktów terminowych udział inwestorów indywidualnych przekraczał, na koniec 2006 roku, 60%, a na koniec 2014 roku obniżył się do 47%<sup>20</sup>.

Biorąc pod uwagę tematykę książki, można wskazać także na trzy inne kategorie charakteryzujące inwestora: (a) długość horyzontu inwestycyjnego, (b) stosowane strategie inwestycyjne oraz (c) możliwe zachowania według kategorii finansów behawioralnych<sup>21</sup>.

W ramach kategorii **horyzontu inwestycyjnego** bierze się pod uwagę czas przetrzymywania w portfelu instrumentu finansowego oraz oczekiwany zysk. Należą do tej grupy inwestorzy przetrzymujący instrumenty finansowe krótkoterminowo (od jednego do kilkunastu dni). Zakładają oni, że zysk osiągnięty z inwestycji na jednej transakcji może być niewielki, np. 0,2%. Istotą ich działania jest intensywny obrót instrumentami finansowymi, np. przez stosowanie techniki *day trading* (wielokrotny obrót papierami wartościowymi w ciągu jednego dnia). Inni, licząc na wyższe zyski, przetrzymują instrumenty finansowe do jednego roku (inwestorzy średnioterminowi). Obserwują rynek w celu zbycia papieru wartościowego w jak najlepszym momencie (przy najwyższej możliwej cenie w relacji do ceny zakupu). I wreszcie ostatnia grupa – inwestorzy długoterminowi. Nie tylko oczekują znacznego zysku ze wzrostu cen akcji, ale i liczą na sowe dywidendy. Jak wskazują wyniki ankiety Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych (SII) w 2010 r., co dziesiąta osoba inwestowała na giełdzie w krótkim okresie, 36% wskazało na inwestycje kilkumiesięczne, a 24% – na inwestycje do jednego miesiąca<sup>22</sup>. Według badania z 2014 roku, co piąta osoba inwestowała na zasadzie *day trading*, do roku 40%, a długoterminowo 33% respondentów<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> [http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/Inwestorzy\\_gieldowi-2H2014.pdf](http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/Inwestorzy_gieldowi-2H2014.pdf) (dostęp: 10 marca 2014).

<sup>21</sup> Szerzej zob. K. Borowski, *Typy inwestorów spotykane na rynkach finansowych*, publikacja internetowa; [http://gpwmedia.pl/upload/pdf/Typy\\_inwestorow\\_Krzysztof\\_Borowski\\_pl.pdf](http://gpwmedia.pl/upload/pdf/Typy_inwestorow_Krzysztof_Borowski_pl.pdf) (dostęp: 10 sierpnia 2015). Zob. także strategie i narzędzia omówione w pkt 1.4.

<sup>22</sup> Według omawianego badania na okres inwestowania znaczący wpływ ma zasobność portfela. Im większy, tym dłuższy horyzont inwestycji. Nie można nie uwzględnić w ocenie także tego, że inwestorzy często różnicują horyzont czasowy. Zob. <file:///C:/Users/ubs/Downloads/OBI%202010.pdf>, s. 26–27 (dostęp: 15 sierpnia 2015).

<sup>23</sup> Zob. <http://www.sii.org.pl/7586/edukacja-i-analazy/badania-i-rankingi/ogolnopolskie-badanie-inwestorow-obi-2014.html#ak7586> s. 26 (dostęp: 15 sierpnia 2015).

## 1.2. Instrumenty finansowe notowane na GPW w Warszawie *(Urszula Banaszczyk-Soroka, Patrycja Zawadzka)*

Rynki finansowe charakteryzują się całą gamą instrumentów finansowych, które można podzielić na trzy grupy. Grupa pierwsza to instrumenty **transferu kapitału** (tzw. **instrumenty pierwotne** lub **instrumenty rynku kasowego**) obejmujące umowy, w których jedna strona, dysponująca nadmiarem kapitału, przekazuje go drugiej stronie, zgłaszającej popyt na kapitał. Instrumenty te stronie popytowej umożliwiają pozyskanie kapitału na krótki okres (instrumenty rynku pieniężnego) lub długi okres (instrumenty rynku kapitałowego). Dla strony podaźowej, udostępniającej kapitał, rynek pieniężny wiąże się z mniejszym ryzykiem. Nabywca instrumentu finansowego na rynku pieniężnym ma znaczną pewność, że odzyska powierzone emitentowi lub wystawcy środki finansowe oraz uzyska niewielką gratyfikację za ich użyczenie. Na rynku kapitałowym nabywca instrumentów finansowych liczy na większe pomnożenie kapitału, ale równocześnie musi się liczyć z ich częściowym, a czasami znacznym uszczerbkiem (zob. Aneks do książki, s. 212). Druga grupa to instrumenty **transferu ryzyka** (instrumenty pochodne, derywaty) obejmujące umowy, w których jedna lub obie strony przekazują ryzyko drugiej stronie. Trzecia grupa to **instrumenty hybrydowe**, które są kombinacją tylko instrumentów pierwotnych lub instrumentów pierwotnych i pochodnych.

W literaturze ekonomicznej instrument finansowy najczęściej definiowany jest jako umowa zawarta między dwiema stronami, regulująca zachodzącą między nimi zależność finansową. Natomiast definicja instrumentu finansowego (na potrzeby rynku zorganizowanego) podana jest przez wyliczenie (w art. 2 ust. 1 ustawy o obrocie) i obejmuje dwie zasadnicze kategorie: (1) **papiery wartościowe** oraz (2) **instrumenty niebędące papierami wartościowymi**<sup>24</sup>. Podział ten wprowadzono, biorąc pod uwagę kwestie związane z realiami obrotu zorganizowanego. Te pierwsze mogą być przedmiotem umowy sprzedaży/kupna zawartej na giełdzie, te drugie nie.

**Papier wartościowy** jest rozumiany jako szczególny dokument stwierdzający istnienie określonego prawa majątkowego (np. wierzytelności) w taki sposób, że posiadanie tego dokumentu staje się niezbędną przesłanką realizacji pra-

---

<sup>24</sup> Definicja ta ma charakter legalny. Wykorzystywana jest w wielu ustawach innych niż dotyczących rynku papierów wartościowych – przez odesłanie do tej definicji. W niektórych ustawach funkcjonują też inne definicje instrumentu finansowego, np. w art. 3 ust. 1 pkt 23 ustawy o rachunkowości: instrument finansowy to „kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron” (Dz.U. z 2013 r., poz. 330 z późn. zm., tekst jednolity).



wa (tzw. legitymacja formalna)<sup>25</sup>. Do grupy papierów wartościowych, zgodnie z art. 3 pkt 1 ustawy o obrocie, ustawodawca zaliczył:

a) akcje, prawa poboru, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągniętego długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, oraz

b) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienia do nabycia lub objęcia papierów wartościowych wymienionych w punkcie (a) lub wykonywane poprzez dokonywanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne – instrumenty pochodne<sup>26</sup> o charakterze wystandaryzowanym).

Do drugiej grupy zaliczono: **tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania** (certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych), **instrumenty rynku pieniężnego** (instrumenty finansowe opiewające wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok, np. obligacje o terminie wykupu do jednego roku, lokaty i kredyty krótkoterminowe, certyfikaty depozytowe emitowane przez banki itd.<sup>27</sup>), **instrumenty pochodne** niewystandaryzowane, będące przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym, których treść jest przedmiotem negocjacji między stronami.

Pierwszym papierem wartościowym notowanym na GPW były **akcje**. Na pierwszej sesji giełdowej w dniu 16 kwietnia 1991 r. notowano akcje pięciu spółek: Tonsilu, Próchnika, Krosna, Exbudu oraz Śląskiej Fabryki Kabli. Dziewiątego września 2015 r. na GPW notowanych było, na rynku regulowanym, 477 spółek, w tym 53 zagraniczne. Kapitalizacja giełdy wynosiła blisko

<sup>25</sup> Podstawy prawne ich tworzenia i funkcjonowania znajdują się przede wszystkim w kodeksie cywilnym, który zawiera postanowienia właściwe wszystkim papierom wartościowym (art. 921<sup>1</sup>–921<sup>14</sup> k.c. oraz art. 921<sup>16</sup> k.c.). [zob. Zaradkiewicz, 2012, s. 498–506; Mojak, 2013, s. 15–16].

<sup>26</sup> W art. 3 pkt 28a ustawy o obrocie podano definicję instrumentów pochodnych. Rozumie się przez nie opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy *forward* oraz inne prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników (instrumentów bazowych), jak również instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego.

<sup>27</sup> Art. 3 pkt 28 zalicza do instrumentów rynku pieniężnego: papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym.

1,2 bln zł, w tym spółek krajowych 577 mld zł<sup>28</sup>. Na rynku NewConnect notowano 431 spółek o kapitalizacji 8,9 mld zł<sup>29</sup>.

Akcja (z łaciny *actio* – działanie) jest instrumentem finansowym o charakterze majątkowym, potwierdzającym udział akcjonariusza w majątku spółki. Jako dokument jest znana od ponad 400 lat. Pierwszą akcją wyemitowała w 1602 roku Holenderska Kompania Wschodnioindyjska<sup>30</sup>. W Polsce emisję pierwszych akcji, w roku 1768, przypisuje się Kompanii Manufaktur Wełnianych. Możliwość emitowania akcji jest ograniczona podmiotowo. Zdolność do emisji mają spółki akcyjne, spółki komandytowo-akcyjne oraz spółki europejskie z siedzibą w Polsce<sup>31</sup>. Podstawowym aktem prawnym regulującym funkcjonowanie spółki akcyjnej, w tym emisję akcji, jest ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (ksh)<sup>32</sup>.

Z akcją związany jest papier wartościowy – **prawo poboru nowych emisji**<sup>33</sup>. Jest ono prawem każdego akcjonariusza polegającym na pierwszeństwie objęcia akcji nowej emisji spółki proporcjonalnie do posiadanych akcji (akcjonariusz z pakietem 5% akcji spółki ma prawo objęcia 5% akcji nowej emisji). W okresie oferty publicznej nowej emisji z prawem poboru akcjonariusz może zapisać się na akcje nowej emisji lub sprzedać to prawo innemu inwestorowi. Jeżeli zrezygnuje z obu tych czynności, poniesie stratę, gdyż prawo poboru wygaśnie po zakończeniu oferty. Obrót tym papierem wartościowym na giełdzie trwa zatem od kilku do kilkunastu dni. Pierwszy raz prawo poboru nowych emisji notowano na GPW w 1994 roku. Było to prawo poboru do nowo wyemitowanych akcji Banku Rozwoju Eksportu SA.

Kolejnym papierem wartościowym powiązany z akcją jest **prawo do akcji (PDA)**. Ten instrument finansowy powstał w odpowiedzi na zapotrzebowanie rynku i wypełnił lukę, jaka powstaje między przydziałem akcji, na które inwestor złożył zapis, a ich rejestracją przez sąd. W chwili, gdy pojawił się na rynku w 1998 roku, w związku z emisją akcji BRE SA, czas oczekiwania na zarejestrowanie kapitału przez sąd wynosił niekiedy nawet do kilku miesięcy. W tym czasie inwestor, który kupił akcje, nie mógł wyjść z inwestycji, czyli się ich pozbyć,

---

<sup>28</sup> [http://www.gpw.pl/analizy\\_i\\_statystyki](http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki) (dostęp: 24 maja 2015).

<sup>29</sup> [http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki\\_ryнку\\_roczne](http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку_roczne) (dostęp: 24 maja 2015).

<sup>30</sup> W muzeum w holenderskim mieście Hoorn można obejrzeć najstarszą na świecie zachowaną akcję z 1606 roku.

<sup>31</sup> Spółka europejska jest spółką ponadnarodową, która może emitować akcje na podstawie Rozporządzenia Rady (WE) Nr 2157/2001 z 8 października 2001 r. w sprawie statutu spółki europejskiej (Dz Urz. WE L 294 z 10.11.2001 r., s. 1–21).

<sup>32</sup> Dz.U. z 2013 r., poz. 1030 z późn. zm. (tekst jednolity).

<sup>33</sup> Prawo poboru jest jednym z praw majątkowych akcjonariusza, obok prawa do dywidendy i prawa do udziału w masie likwidacyjnej.

gdyż nie notowano ich jeszcze na giełdzie, z kolei inwestor zainteresowany ich nabyciem nie miał możliwości ich kupna. Wprowadzenie PDA na czas rejestracji rozszerzyło możliwości obrotu. Zamiana PDA na akcje następuje po rejestracji automatycznie, bez ingerencji inwestora.

Od 1992 roku na giełdzie notowane są **instrumenty dłużne** – papiery wartościowe, których emitent zaciąga dług u zainteresowanego nimi nabywcy. Jako pierwsze debiutowały **obligacje Skarbu Państwa**<sup>34</sup>. Za prototyp obligacji przyjmuje się pożyczkę miasta Genui z roku 1270, zabezpieczoną dochodami z soli. Dynamiczny rozwój obligacji przypada na XVIII i XIX wiek, zwłaszcza gdy w Stanach Zjednoczonych pojawiło się znaczne zapotrzebowanie na pieniądź w związku z budową kolei i dróg. W Polsce za pierwszą obligację uważa się skrypt dłużny wyemitowany przez króla Stanisława Augusta z 15 lutego 1782 roku<sup>35</sup>.

Katalog emitentów obligacji jest szeroki i obejmuje np. Skarb Państwa (obligacje skarbowe), samorządy (obligacje komunalne), spółki akcyjne (obligacje korporacyjne), banki komercyjne, spółdzielcze czy Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe<sup>36</sup>. Pierwszym emitentem obligacji komunalnych w procedurze publicznej było miasto Ostrów Wielkopolski; emisja nastąpiła w 1997 roku. Pierwszym emitentem **obligacji korporacyjnych** była spółka Clif (Centrum Leasingu i Finansów) w 2000 r. [Antkiewicz, 2011, s. 136–144], a obligacje banków spółdzielczych zadebiutowały po raz pierwszy w lipcu 2010 (były to obligacje Banku PBS oraz czterech zrzeszonych w nim banków spółdzielczych).

Podstawowym aktem prawnym zawierającym zasady emisji obligacji (nie dotyczy to obligacji Skarbu Państwa) jest ustawa z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach<sup>37</sup>.

Od września 2009 r. obrót obligacjami odbywa się na rynku Catalyst, który jest dedykowany instrumentom dłużnym. Obejmuje on notowania na rynku tak regulowanym, jak i alternatywnym na GPW oraz BondSpot<sup>38</sup>. Na rynku BondSpot odbywa się obrót hurtowy instrumentami dłużnymi.

---

<sup>34</sup> Pierwsze obligacje skarbowe zostały wyemitowane w Polsce w roku 1989, natomiast bony skarbowe w 1991. Obecnie Skarb Państwa nie emituje bonów skarbowych.

<sup>35</sup> Pożyczki w wysokości 1 miliona guldenów holenderskich udzielił królowi bankier z Amsterdamu Quirijn Wilhelm van Hoorn. Dług zabezpieczony był hipoteką dóbr królewskich – manufakturą fajansu i porcelany. Szerzej o historii obligacji zob. K. Markowski, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce*, publikacja internetowa; <http://pracownik.kul.pl/files/10246/public/Artykuly/Historia.pdf> (dostęp: 15 sierpnia 2015).

<sup>36</sup> Art. 2 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 o obligacjach (Dz.U., poz. 238).

<sup>37</sup> Tamże.

<sup>38</sup> BondSpot to dawna Centralna Tabela Ofert, założona przez domy maklerskie w 1996 roku. Obecnie po przekształceniach znajduje się w grupie kapitałowej GPW [zob. Antkiewicz, 2011, s. 177–182].

Na koniec 2014 r. rynek obligacji pozaskarbowych osiągnął wartość 120 mld zł<sup>39</sup>, w tym obligacji korporacyjnych (bez obligacji banków) – 52,8 mld zł. Emisja obligacji korporacyjnych pokrywała około 13% zapotrzebowania przedsiębiorstw na kapitał. Wśród form pozyskiwania kapitału przez korporacje dominował kredyt bankowy (87%)<sup>40</sup>. Emisja obligacji bankowych była nieco wyższa niż emisja obligacji korporacyjnych. O wiele mniej wyemitowano natomiast obligacji komunalnych – na poziomie 20 mld zł. Pozostałe emisje dotyczyły krótkoterminowych papierów dłużnych. Nie wszystkie emisje obligacji były plasowane na rynku Catalyst organizowanym przez giełdę czy BondSpot. Dnia 9 września 2015 roku na rynku zorganizowanym swoje obligacje korporacyjne notowało 139 korporacji, 8 banków, 15 samorządów (często po kilka serii obligacji). Wartość nominalna emisji kształtowała się w następującym układzie: obligacje korporacyjne 21,4 mld zł, banków 32,7 mld zł, samorządów 2,5 mld zł, Skarbu Państwa 512 mld zł. Notowane były także obligacje nominowane w euro: SP – 4,6 mld zł oraz czterech korporacji – 4,6 mld zł<sup>41</sup>.

W praktyce nierzadko także występują obligacje konwersyjne, np. **obligacje zamienne na akcje**. Obok świadczenia pieniężnego (oprocentowanie obligacji) zawierają one świadczenie niepieniężne – chodzi o zobowiązanie emitenta, że w sytuacji nowej emisji akcji nabywca obligacji będzie mógł (nie jest to prawo obligatoryjne dla nabywcy) dokonać zamiany obligacji na akcję emitenta. Ten typ papieru wartościowego po raz pierwszy notowano na GPW w 2002 r. i były to obligacje zamienne ComArchu. W tym samym roku wprowadzono do obrotu **obligacje z prawem pierwszeństwa subskrybowania akcji nowej emisji** przed innymi akcjonariuszami (**warrant subskrypcyjny**) spółki Netia<sup>42</sup>. Warranty subskrypcyjne poszerzają dostępnym spółkom akcyjnym zakres możliwości prawnych podwyższania kapitału zakładowego. Pierwszymi warrantami notowanymi na GPW w Warszawie były europejskie warianty kupna Banku Rozwoju Eksportu SA na akcje Elektrim SA oraz na indeks NIF (Narodowych Funduszy Inwestycyjnych).

Oprócz obligacji na giełdzie papierów wartościowych obraca się także **listami zastawnymi**. Prawo emisji tego typu instrumentów dłużnych mają banki hipoteczne. Celem ich emisji jest zgromadzenie kapitału z przeznaczeniem na udzielanie kredytów wspierających głównie rozwój budownictwa. Pierwszy list zastawny wprowadzono do obrotu w 2007 r., emitentem był BRE Bank Hipo-

---

<sup>39</sup> Udział innych obligacji w odniesieniu do wartości emisji obligacji Skarbu Państwa wynosi 15%.

<sup>40</sup> [http://www.case-research.eu/sites/default/files/T.Ga%C5%82ka\\_prezentacja.pdf](http://www.case-research.eu/sites/default/files/T.Ga%C5%82ka_prezentacja.pdf) (dostęp: 15 sierpnia 2015).

<sup>41</sup> [http://www.gpwcatalyst.pl/instrumenty\\_notowane](http://www.gpwcatalyst.pl/instrumenty_notowane) (dostęp: 9 września 2015).

<sup>42</sup> Stosowane są często w programach motywacyjnych dla kadry kierowniczej lub pracowników spółki.

teczny<sup>43</sup>. Podstawa prawna emisji tego typu papieru wartościowego zawarta jest w ustawie z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych<sup>44</sup>. Na giełdzie papierów wartościowych o wartości nominalnej blisko 6 mld zł emitowane są przez dwa banki hipoteczne<sup>45</sup>.

Certyfikaty inwestycyjne emitują fundusze inwestycyjne zamknięte. **Certyfikaty inwestycyjne** są potwierdzeniem uczestnictwa w funduszu i pozwalają na ustalenie wielkości należności, jaka z tytułu uczestnictwa w funduszu przysługuje danemu uczestnikowi w danym momencie. Jest to instrument dla tych, którzy z różnych względów nie są zainteresowani bezpośrednim inwestowaniem w inne instrumenty finansowe. Emitentem pierwszych certyfikatów inwestycyjnych notowanych na GPW był w 2002 r. zamknięty fundusz inwestycyjny Skarbiec-Gwarancja.

Podstawa prawna emisji certyfikatów inwestycyjnych wskazana jest w ustawie z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych<sup>46</sup>.

Kolejna grupa instrumentów finansowych to **instrumenty pochodne** (zwane derywatami, ang. *derivative instruments*). Są one instrumentami **transferu ryzyka** i odnoszą się do stosunków prawnych, w ramach których jedna lub obie strony umowy przekazują ryzyko drugiej stronie umowy. Cena instrumentów pochodnych zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości innego **instrumentu bazowego** (instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów i stawek frachtowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych), a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników. Instrumenty pochodne mogą się również odnosić do przeniesienia ryzyka kredytowego.

Idea tego typu instrumentów była znana, jak podają historycy, już w starożytnej Grecji. Według anegdoty przypisywanej Arystotelesowi w VI w. p.n.e. filozof Tales z Miletu przewidział dobry urodzaj oliwek i wydzierżawił wszystkie dostępne tłocznie oliwy w okolicach Miletu. Za niewielką opłatą nabył prawo do używania pras w okresie zbiorów. Kiedy oliwki dojrzały, właściciele gajów oliwnych byli zmuszeni odnajmować urządzenia od Talesa. W ten sposób filozof mógł dyktować ceny za udostępnienie pras. Instrumenty pochodne znano także w Holandii w XVII w., gdy kraj ogarnęło szaleństwo spekulacji cenami tulipa-

<sup>43</sup> Lista banków hipotecznych w Polsce jest bardzo krótka, to zaledwie dwa podmioty: BRE Bank Hipoteczny (obecnie mBank) oraz Pekao Bank Hipoteczny.

<sup>44</sup> Dz.U. z 2006 r. nr 99, poz. 919 z późn. zm.

<sup>45</sup> [http://www.gpwcatalyst.pl/instrumenty\\_notowane](http://www.gpwcatalyst.pl/instrumenty_notowane) (dostęp: 9 września 2015).

<sup>46</sup> Dz.U. z 2014 r., poz. 157 z późn. zm., tekst jednolity.

nów. Współcześnie za moment przełomowy w rozwoju tego rynku uznaje się rok 1973, gdy wprowadzono opcje do obrotu giełdowego<sup>47</sup>.

Na polskiej giełdzie od 1998 r. obraca się **prawami pochodnymi** – wystandaryzowanymi instrumentami pochodnymi. Standaryzacja obejmuje takie elementy, jak: instrument bazowy, wolumen kontraktu, sposób rozliczenia transakcji, termin rozliczenia lub dostawy oraz cenę wykonania kontraktu. Pierwsze wprowadzono do obrotu kontrakty terminowe na indeks WIG (w 1998 roku), a dalej na kurs dolara i euro, akcje spółek itd. **Kontrakt futures** to umowa nakładająca na jedną stronę obowiązek dostarczenia, a na drugą – obowiązek odbioru aktywów o określonej liczbie, w określonym terminie w przyszłości i po określonej cenie, ustalonej w momencie zawierania kontraktu. Innym instrumentem są **opcje**. W roku 2003 wprowadzono do obrotu opcje na indeks WIG20. Opcja to kontrakt, w wyniku którego jednostka nabywa prawo kupna (opcja *call*) lub sprzedaży (opcja *put*) aktywów podstawowych (pierwotnych) po określonej z góry cenie i w określonym czasie. Istnieją np. opcje na akcje, opcje procentowe (dotyczą np. obligacji), opcje walutowe, opcje indeksowe (indeks rynku – instrument podstawowy). Posiadacz opcji ma prawo skorzystać z opcji, ale nie jest to jego obowiązek. Zamiast dostarczenia towaru (instrumentu finansowego) może nastąpić tylko rozliczenie pieniężne (dotyczy to i kontraktów, i opcji).

Do instrumentów pochodnych zalicza się ponadto jednostki indeksów (ETF – *exchange-traded fund*). To instrumenty finansowe, których cena odzwierciedla zmiany wartości danego indeksu. Instrument ten umożliwia inwestycję równoważną nabyciu całego portfela danego indeksu bez konieczności zakupu poszczególnych akcji wchodzących w jego skład. Na warszawskiej giełdzie notowano jako pierwsze, od 2010 r., ETF-y na indeks WIG20 (w jego skład wchodzi dwadzieścia największych i najpłynniejszych spółek giełdowych). Ich emitentem był LYXOR Asset Management należący do grupy kapitałowej Société Générale.

W ramach rynków finansowych co jakiś czas powstają nowe instrumenty finansowe, które często stanowią modyfikację klasycznych instrumentów finansowych (papierów wartościowych, kredytów, ubezpieczeń), stanowiąc odpowiedź na aktualne potrzeby rynków, jak np. produkty strukturyzowane (ETP – *exchange traded products*). Typowy instrument strukturyzowany jest efektem połączenia co najmniej dwóch różnych instrumentów. Pod względem stopnia ryzyka wyróżnia się dwa podstawowe ich typy: z pełną ochroną kapitału lub bez ochrony – bardziej ryzykowne, gdy inwestor ma większy udział w zyskach, ale i w stratach. Ich emitentami są banki lub domy maklerskie. Pierwszym instrumentem

---

<sup>47</sup> O historii instrumentów pochodnych zob. szerzej: <http://www.skarbiec.biz/domy-maklerskie/pochodnych.htm> (dostęp: 15 sierpnia 2015).

o takim charakterze, notowanym na GPW, były obligacje strukturyzowane Deutsche Banku AG Londyn. Przyjmują one postać papieru wartościowego – obligacji lub certyfikatu notowanego na GPW<sup>48</sup>.

Przepisy ustawy o obrocie oraz ustawy o ofercie wprowadzają podstawowe zasady dotyczące obrotu instrumentami finansowymi w ramach rynku regulowanego [Dyl, 2006, s. 761–763]. Są to:

▶ **dematerializacja papierów wartościowych i dematerializacja obrotu** – praktycznie walory nie mają formy dokumentu (są zdematerializowane), a przenoszenie praw z papierów wartościowych nie wiąże się z wydaniem dokumentu, lecz z dokonaniem odpowiedniego zapisu na rachunku emitenta w KDPW oraz rachunku papierów wartościowych inwestora, prowadzonym przez firmę inwestycyjną;

▶ **brak wymogu obrotu na rynku regulowanym** – przez wiele lat istniała zasada przymusu rynku regulowanego, obecnie ustawodawca z niej zrezygnował. Walory mogą być przedmiotem obrotu także w alternatywnym systemie obrotu lub w innych miejscach. Co więcej, jeśli nawet dany papier wartościowy zostanie dopuszczony do obrotu na giełdzie lub innym rynku regulowanym, to nadal równolegle można nim obracać w innych miejscach, np. na rynku alternatywnym;

▶ **przymus maklerski** – wiązał się z koniecznością pośrednictwa firmy inwestycyjnej przy inwestowaniu w instrumenty finansowe w ramach oferty publicznej na terytorium RP oraz obrotu instrumentami finansowymi na rynku regulowanym. Obowiązek profesjonalnego pośrednictwa wynika z potrzeby zwiększenia bezpieczeństwa przeprowadzanych przez inwestorów transakcji. Od tej zasady w ostatnich latach wprowadzono kilka wyjątków, w tym taki, że stronami transakcji na rynku regulowanym mogą być również inne podmioty, ale tylko w zakresie transakcji zawieranych na własny rachunek;

▶ **nadzór administracyjny** – obrót instrumentami finansowymi jest poddany reglamentacji państwa, co ma na celu ochronę i zabezpieczenie interesu publicznego. Sprawowanie nadzoru należy do KNF (wyjątkiem są walory Skarbu Państwa i NBP). W alternatywnym systemie obrotu nadzór sprawuje podmiot organizujący ten obrót.

---

<sup>48</sup> Może też przyjąć na rynku prywatnym formę ubezpieczenia lub lokaty [Ziębiec, 2009; Zaremba, 2010].