

**Błażej Lepczyński\***

**Piotr Pisarewicz\*\***

## **Rola Komisji Nadzoru Finansowego w ograniczaniu ryzyka dla inwestorów na polskim rynku obligacji na przykładzie niewypłacalności spółki GetBack S.A.**

### **Wstęp**

W Polsce systematycznie wzrasta znaczenie rynku obligacji jako miejsca pozyskiwania kapitału rozwojowego przez przedsiębiorstwa. W długoterminowym rozwoju tego rynku istotne znaczenie ma zaufanie i bezpieczeństwo inwestorów. Nabywając obligacje korporacyjne, podejmują oni ryzyko kredytowe i winni liczyć się również z tym, że realnym scenariuszem jest niewypłacalność emitenta. Dla inwestorów ważne jest jednak również ogólne bezpieczeństwo rynku obligacji, do którego zapewnienia winny przyczyniać się instytucje sprawujące nadzór nad rynkiem. Spektakularny przypadek wstrzymania obsługi długu z tytułu obligacji przez spółkę GetBack S.A. i skala ujawnionych nadużyć stanowiła przesłankę do badań nad rolą i możliwościami ograniczania negatywnych zjawisk na tym rynku przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Celem badania zawartego w niniejszym opracowaniu była ocena roli i działań KNF w ograniczaniu ryzyka na polskim rynku obligacji korporacyjnych. Przeprowadzone badanie pozwoliło zidentyfikować istotne luki w tym zakresie i sformułować rekomendacje, których wdrożenie mogłoby, zdaniem autorów, podnieść w przyszłości bezpieczeństwo i przejrzystość rodzimego rynku obligacji korporacyjnych. Wpisuje się ono zatem w nurt nowej ekonomii instytucjonalnej, co miało wpływ na zastosowane podejście badawcze.

Temat opracowania jest bardzo ważny z punktu widzenia wzrostu znaczenia rynku obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw. Zachwianie zaufania inwestorów mogłoby bowiem doprowadzić do ich odpływu z rynku i ograniczenia roli rynku obligacji jako ważnego ogniwa efektywnej alokacji kapitału w Polsce. Efektywny i sprawnie funkcjonujący rynek obligacji jest niezbędny, ponieważ pozwala przedsiębiorstwom dywersyfikować źródła finansowania działalności.

---

\* Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, blazej.lepczynski@gmail.com

\*\* Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, piotr.pisarewicz@wp.pl

Warunkiem koniecznym efektywnego rozwoju badanego rynku jest przede wszystkim zapewnienie równej ochrony wszystkim inwestorom. Chodzi tu zwłaszcza o inwestorów nieprofesjonalnych, którzy dysponują mniejszą wiedzą na temat funkcjonowania rynku i nie dysponują narzędziami identyfikacji ryzyka na nim występujących. Oceniając rolę KNF, autorzy przyjęli hipotezę badawczą, iż istotnym problemem są działania wyprzedzające, dzięki którym można byłoby skuteczniej unikać negatywnych konsekwencji zaprzestania płatności przez emitentów obligacji i w ten sposób minimalizować straty ponoszone przez inwestorów.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej skoncentrowano się na ryzyku inwestowania w obligacje. Nadmierne ryzyko jest bowiem przesłanką uzasadniająca ingerencję w mechanizmy rynkowe i nadzorowanie rynku. Omawiając czynniki ryzyka, podkreślono znaczenie cech polskiego rynku jako ważnego czynnika ryzyka, na który w dłuższym okresie duży wpływ może mieć KNF. Druga część artykułu poświęcona została teoretycznym aspektom związanym z rolą KNF w ochronie praw inwestorów na rynku obligacji. Trzecią część artykułu poświęcono praktycznym aspektom związanym z rolą KNF w ochronie inwestorów na rynku obligacji. W celu wskazania możliwości ochrony inwestora przez KNF oraz identyfikacji istotnych luk prawno-instytucjonalnych w nadzorze nad rynkiem obligacji posłużono się przykładem niewypłacalności spółki GetBack S.A. Autorzy uznali, że ten przykład w sposób właściwy pozwoli zilustrować niedoskonałości w nadzorze nad rynkiem obligacji i wskazać konieczne zmiany regulacyjne.

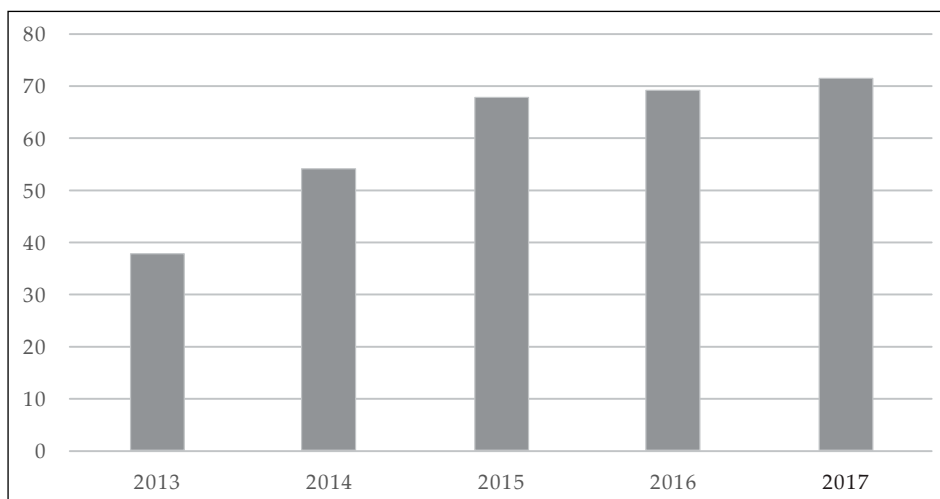
## 1. Rynek obligacji korporacyjnych a ryzyko inwestowania

Rynek kapitałowy jest jednym z najbardziej istotnych obszarów rynku finansowego ze względu na charakter i zakres transakcji realizowanych przez podmioty z niemal wszystkich sektorów, a w szczególności: bankowego, emerytalnego, ubezpieczeniowego oraz funduszy inwestycyjnych. Ważnym segmentem rynku kapitałowego jest rynek obligacji przedsiębiorstw.

Wartość obligacji korporacyjnych na polskim rynku obligacji na koniec 2017 r. wyniosła w świetle danych statystycznych agencji ratingowej Fitch 71,5 mld zł [*Przegląd rynku...*, 2017, s. 1023]. Wartość zadłużenia z tytułu obligacji przedsiębiorstw w okresie 5-letnim przedstawiono na rysunku 1. Z informacji przedstawionych na rysunku wynika, że w latach 2013–2017 wartość obligacji przedsiębiorstw wzrosła o 89,2%, co należy uznać za bardzo znaczący przyrost. Niemniej jednak dynamika wzrostu wartości obligacji przedsiębiorstw będących w obiegu w ostatnich dwóch latach znacząco wyhamowała. O ile w 2014 i 2015 wyniosła ona odpowiednio

43,3 i 24,7%, to w ostatnich dwóch latach zaledwie 2,1 i 3,6%, wyznaczając barierę rynkową w tym zakresie.

### Rysunek 1. Wartość obligacji przedsiębiorstw w Polsce w latach 2013–2018



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Markowski, Tymoczko, 2017, s. 278 (dane za lata 2013–2016); *Przegląd rynku...*, 2017, s. 1023 (dane za 2017 r.)].

Wraz z rozwojem rynku obligacji przedsiębiorstw jest obserwowane coraz większe zainteresowanie tym segmentem rynku kapitałowego ze strony inwestorów. Na rynek ten wchodzi również inwestorzy indywidualni, dysponujący z reguły ograniczoną wiedzą na temat jego funkcjonowania.

Inwestorzy narażeni są przede wszystkim na tzw. ryzyko kredytowe związane z zaprzestaniem płatności z tytułu odsetek (i/lub kapitału), czyli niewywiązywaniem się z podjętych zobowiązań przez emitenta. Dla zobrazowania tego problemu posłużono się indeksem *default rate* będącym relacją „wartości i liczby serii niewykupionych obligacji do zapadającego zadłużenia liczone są w ujęciu 12-miesięcznym” [Sadrak, 2018a]. Wartość tego wskaźnika na rynku Catalyst utrzymywała się na koniec II kw. 2018 r. na względnie niskim poziomie 2,4% [Sadrak, 2018b]. Po zaprzestaniu obsługi długu przez spółkę GetBack S.A. wartość tego wskaźnika będzie jednak systematycznie wzrastała.

Kolejnym ryzykiem, które ponosi obligatariusz, jest ryzyko płynności. „Płynność ma umożliwiać wcześniejsze zakończenie inwestycji i uwolnienie środków” [Gradoń, 2014, s. 107]. Z pozoru jest to tylko ryzyko o mniejszym znaczeniu. W rodzimej praktyce rynkowej dotyka ono większości wyemitowanych obligacji korporacyjnych. O ile nawet dana emisja znajduje się na zorganizowanym rynku obrotu, to istotną przeszkodą w utrzymaniu

płynności jest brak strony popytowej. Innymi słowy, obligatariusze chcący zbyć posiadane papiery wartościowe często są zmuszeni do sprzedaży po bardzo niskich cenach lub trzymania ich do dnia wykupu.

Listę rodzajów ryzyka ponoszonych przez inwestorów należałoby uzupełnić o ryzyko reinwestycji oraz ryzyko stopy procentowej. Pierwsze z nich związane jest brakiem pewności, po jakiej stopie procentowej będziemy inwestować środki ze sprzedaży obligacji przed terminem lub płatności kuponowe. Drugie natomiast „wynika z istnienia zależności pomiędzy rynkowym poziomem stóp procentowych a bieżącą ceną rynkową instrumentu dłużnego” [Puzyrewicz, 2011, s. 37]. Należy podkreślić, iż ta klasa aktywów jest szczególnie narażona na wahania rynkowych stóp procentowych, czego wzmiankowani wcześniej inwestorzy indywidualni nie są często świadomi.

Kolejnym rodzajem ryzyka występującym na rynku obligacji korporacyjnych jest ryzyko zmiany kursu, który ulega wahanom pod wpływem czynników zewnętrznych niezależnych od emitenta, jak i związanych z jego standingiem. Istotnym ryzykiem dla inwestorów może być również niewywiązywanie się przez emitentów z obowiązków informacyjnych. Brak kompleksowej i rzetelnej informacji o sytuacji finansowej emitenta może prowadzić do błędnych decyzji inwestycyjnych.

Klasyfikację rodzajów ryzyka trzeba uzupełnić również o ryzyko związane ze zbyt ryzykownym modelem biznesowym emitenta, a zwłaszcza nadmierne zadłużanie się, czego w sposób szczególny doświadczyli obligatariusze GetBack S.A. Inwestując w obligacje przedsiębiorstw, należy również brać pod uwagę czynniki związane z możliwością wprowadzania przez zarządy spółek emitujących obligacje nieprawdziwych informacji, czy nierzetelnością audytorów sprawozdań finansowych. Ryzyko inwestowania w obligacje korporacyjne może wynikać również z immanentnych cech samego rynku. Decydujące znaczenie mogą mieć te cechy, które świadczą o jego niedojrzałości. Polski rynek obligacji korporacyjnych rozwija się intensywnie dopiero od kilku lat. Stąd też wykazuje cechy rynku niedojrzałego, o czym świadczą m.in.: relatywnie niska płynność, dominacja emisji o zmiennym oprocentowaniu (w przeciwieństwie do rynków dojrzałych, gdzie podstawową rolę odgrywają emisje o stałym oprocentowaniu), oraz niewielka jednostkowa wartość emisji. Wymienione cechy polskiego rynku obligacji korporacyjnych podwyższają ryzyko dla inwestorów. W obniżaniu ryzyka związanego z cechami rynku dużą rolę może odgrywać nadzór finansowy, odpowiednio wpływając na uczestników i infrastrukturę rynku.

Ostatnim problemem, ale nie mniej ważnym od pozostałych, jest stopień pokrycia ratingiem emitentów i poszczególnych emisji obligacji. Jest on na polskim rynku ograniczony i odbiega od standardów obserwowanych na

dojrzałych rynkach obligacji. Stopień pokrycia ratingiem emitentów obligacji korporacyjnych na polskim rynku Catalyst na koniec czerwca 2017 r. wyniósł niecałe 10% [Lepczyński, 2017, s. 69].

Tymczasem rating odgrywa bardzo istotną rolę w kształtowaniu przejrzystego i bezpiecznego rynku. W sytuacji kiedy nie ma on charakteru powszechnego, można uznać, że inwestorzy funkcjonują w warunkach podwyższonego ryzyka z uwagi na ograniczoną przejrzystość rynku w zakresie ryzyka kredytowego i podwyższoną asymetrię informacji. Jest to szczególnie niebezpieczne dla inwestorów indywidualnych, którzy nie dysponują często wystarczającą wiedzą, żeby prawidłowo ocenić poziom ryzyka kredytowego. Inwestorzy instytucjonalni nie odczuwają braku ocen ratingowych tak dotkliwie, ponieważ przeprowadzają własne (wewnętrzne) oceny ryzyka inwestycyjnego. Rating zewnętrzny (od agencji ratingowych) pełni w ich przypadku rolę pomocniczą, weryfikującą ich wewnętrzne oceny.

## **2. Rola Komisji Nadzoru Finansowego w ochronie inwestorów na rynku obligacji w ujęciu teoretycznym**

W ochronie inwestorów na rynku finansowym, w tym także rynku obligacji, kluczową rolę odgrywa KNF. Spowodowane jest to ustawowymi uprawnieniami KNF jako instytucji administracji publicznej sprawującej nadzór nad rynkiem kapitałowym. Ustawowym celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest „zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku (...)” [ustawa, 2006, art. 2]. Z punktu widzenia celu niniejszego artykułu kluczowy jest ostatni z powyższych aspektów. W ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym wskazuje się, że „celem nadzoru jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu [ustawa, 2005, art. 4 ust. 1].

Nadzór powinien być realizowany na poziomie całego systemu (jest to tzw. nadzór makroostrożnościowy), na poziomie pojedynczych instytucji wchodzących w skład systemu (jest to tzw. nadzór mikroostrożnościowy) oraz na poziomie uczestników rynku. Na tym ostatnim poziomie chodzi o zapewnienie ochrony uczestnikom systemu finansowego, np. w zakresie informowania o ryzyku [Hryckiewicz, Pawłowska, 2013, s. 7–8].

W celu sprawowania nadzoru KNF został wyposażony w odpowiednie środki nadzoru, które mogą polegać na działalności kontrolnej, reglamentacyjnej, regulacyjnej, czy represyjnej. „Środki nadzoru stosowane przez

KNF generalnie powinny pozytywnie wpływać na zaufanie inwestorów do całego rynku kapitałowego i toczącego się na nim obrotu” [Lichosik, 2017, s. 191].

Regulacje i działania dotyczące ochrony inwestorów koncentrują się w przeważającej części na rynku akcji, ponieważ jest on w Polsce znacznie ważniejszy i większy od rynku obligacji nieskarbowych. Co do zasady kluczowe znaczenie w ochronie inwestorów ma równy dostęp do informacji, który wydaje się być bardziej istotny w zakresie inwestowania w akcje. Jeśli chodzi o rynek obligacji to na pierwszy plan wysuwa się kwestia ochrony inwestorów przed:

- 1) niedopełnieniem przez emitentów obligacji formalnych wymogów emisji,
- 2) niewypełnianiem obowiązków informacyjnych w trakcie trwania emisji,
- 3) sprzedażą obligacji inwestorom indywidualnym bez rzetelnej informacji o ryzykach związanych z sytuacją finansową emitenta,
- 4) nadużyciami i oszustwami emitentów.

W systemie ochrony inwestorów dużą rolę powinna odgrywać ochrona inwestora indywidualnego (detalicznego), którego pozycja na rynku jest z natury słabsza w porównaniu z inwestorem instytucjonalnym, zarówno pod względem oceny ryzyka związanej z inwestycją w dany walor finansowy, jak i w pozostałych kwestiach.

Oddziaływanie KNF na rynek obligacji korporacyjnych ma złożony charakter. KNF wpływa bowiem na:

- 1) emitentów, w przypadku gdy decydują się oni na publiczną emisję obligacji, co oznacza konieczność sporządzenia prospektu emisyjnego;
- 2) inwestorów instytucjonalnych, czyli fundusze inwestycyjne;
- 3) domy maklerskie, które m.in. trudnią się dystrybucją obligacji;
- 4) GPW SA jako organizatora obrotu wtórnego na rynku obligacji;
- 5) audytorów badających sprawozdania finansowe.

W przypadku emitentów obligacji poziom ochrony inwestorów jest zróżnicowany i zależy w pewnej mierze od tego, kto jest emitentem obligacji. Jeśli jest to np. instytucja finansowa, licencjonowana i nadzorowana przez KNF, to ochrona obligatariuszy jest relatywnie większa, ponieważ KNF w takim przypadku ma możliwość sprawowania kontroli bieżącej nad spółką, która może wykryć nieprawidłowości z należytym wyprzedzeniem. W przypadku typowych obligacji korporacyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa KNF ma możliwość nadzorowania jedynie w zakresie wypełniania przez emitentów obowiązków informacyjnych.

Na ogół ochrona inwestora na rynku obligacji korporacyjnych występuje już na etapie emisji obligacji. Jednakże należy pamiętać, że KNF ma wpływ tylko gdy emitent postanowi przeprowadzić emisję publiczną (w trybie oferty publicznej wskazanym w ustawie o ofercie publicznej). Nawet jednak w tym przypadku rola KNF jest w praktyce ograniczona do oceny formalnej prospektu, czyli zweryfikowania treści zawartych w dokumencie emisyjnym z wskazanym w zapisach ustawowych koniecznym zakresem informacji. Ocenie nie podlega standing emitenta i ryzyko inwestowania w obligacje. Procedura dopuszczeniowa nie oznacza bowiem, że inwestor (nabywca obligacji) jest zwolniony z analizy inwestycji pod kątem ryzyka [Puzyrewicz, 2011, s. 14].

Ochronie obligatariuszy może służyć również uprawnienie KNF zawarte w art. 6b ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, zgodnie z którym: „podaje do publicznej wiadomości informację o złożeniu zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa (...)”. Jednym z takich przestępstw jest dokonanie emisji obligacji bez zachowania ustawowych warunków [Stempniak, 2015, s. 105–106].

W zakresie obszaru objętego niniejszą analizą istotne są wpisy o złożonych przez KNF zawiadomieniach o podejrzeniu popełnienia przestępstwa. Są to szczególnie istotne elementy praktyki systemu działalności KNF zwiększające bezpieczeństwo obrotu. Na dzień przygotowania niniejszego artykułu KNF dokonał następujących czynności związane z naruszeniem poniższych aktów prawnych [Lista ostrzeżeń, 2018]:

- 1) w art. 287 i art. 290–296 ustawy o funduszach inwestycyjnych – 8 wpisów,
- 2) art. 178 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (prowadzenie działalności maklerskiej bez zezwolenia KNF) – 88 wpisów oraz zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa z art. 178 w zw. z art. 79 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (wykonywanie działalności bez wpisu do rejestru agentów firm inwestycyjnych) – 3 wpisy,
- 3) art. 99 i art. 99a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dokonanie oferty publicznej papierów wartościowych bez wymaganego ustawą zatwierdzonego przez KNF prospektu emisyjnego/memorandum informacyjnego/dokumentu informacyjnego lub dokonanie emisji obligacji bez zachowania ustawowych warunków) – 14 wpisów.

Narzędziem ochrony obligatariuszy mającym charakter wybitnie represyjny jest także możliwość nakładania kar o charakterze pieniężnym na instytucje finansowe. Jest to dość często wykorzystywane narzędzie przez

polską instytucję nadzorczą. W wykazie kar znalazły się 332 kary z tytułu naruszeń ustawy o ofercie publicznej, 87 kar z tytułu naruszeń ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz 37 kar z tytułu naruszeń ustawy o funduszach inwestycyjnych [Wykaz kar, 2018].

Przykładem związanym z przedmiotem niniejszej analizy może być kara z dnia 18.07.2017 r. dla spółki Gant Development S.A. Uzasadnienie KNF nałożenia 300 tys. zł kary obejmowało m.in. szereg naruszeń informacyjnych z art. 56 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Naruszenia obejmowały głównie 2012 rok. Szczególnie znamieną była jednak wzmianka, iż spółka: „siedemdziesięciokrotnie nie wykonała obowiązku informacyjnego określonego w art. 56 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie w brzmieniu obowiązującym przed wejściem w życie ustawy z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r. poz. 724), ponieważ nie przekazała KNF, spółce prowadzącej rynek regulowany i do publicznej wiadomości w okresie od dnia 31 grudnia 2012 r. do 9 października 2013 r. informacji poufnych dotyczących 70 przypadków niewywiązania się z zobowiązań wynikających z wyemitowanych obligacji” [Wykaz kar, 2018, s. 17].

Innymi słowy, spółka w sposób świadomy ukrywała przez bardzo długi okres informacje istotne dla oceny jej wypłacalności i wiarygodności, co miało bardzo duże znaczenie dla nabywców emitowanych przez spółkę papierów wartościowych. W pewnym sensie zdaje się to przypominać problemy z polityką informacyjną, które były udziałem spółki GetBack.

Bardzo ważnym obszarem ryzyka dla inwestorów, na który wpływ ma KNF, jest także dystrybucja obligacji. W obszarze dystrybucji KNF ma przede wszystkim wpływ na biura maklerskie oferujące obligacje i sprzedających w ich imieniu agentów firm inwestycyjnych (AFI). Wobec instytucji zajmujących się dystrybucją w grę może wchodzić w skrajnej sytuacji nawet odebranie licencji.

Na koniec warto wspomnieć o nowym rozwiązaniu, które może wzmocnić rolę KNF-u jako instytucji działającej *ex ante* i w ten sposób ograniczającej negatywne, przyszłe konsekwencje dla inwestorów. Ważnym rozwiązaniem mogącym w przyszłości odgrywać ważną rolę w ostrzeganiu przed ewentualnymi nadużyciami, czy wręcz oszustwami, może być *whistleblowing*. Wyjaśniając to pojęcie, warto posłużyć się definicją J. Neara i M. Miceli, którzy określili *whistleblowing* jako „ujawnienie przez obecnych lub byłych członków organizacji nielegalnych, niemoralnych lub niedopuszczalnych praktyk prowadzonych pod nadzorem/kontrolą ich pracodawców, osobom lub organizacjom, które są w stanie przedsięwziąć



działania” [za: Cichy, 2017, s. 6]. W Polsce osobę ujawniającą w dobrej wierze nieprawidłowości nazywa się sygnalistą. Nartowski wskazuje, że „whistleblowing kreuje wartość nie tylko dla nadzoru nad rynkiem kapitałowym, także dla rynku i ogółu jego uczestników” [Nartowski, 2018]. Zwraca jednak on również uwagę na negatywne podejście w Polsce do osób informujących w dobrej wierze, pisząc że „gdyby nie klimat pogardy wobec demaskatorów dałoby się, być może, uniknąć przynajmniej części strat w kosztownych aferach SKOKów, Getback S.A., SK Banku w Wołominie, Amber Gold – i podobnych” [Nartowski, 2018].

Przedstawione w niniejszym fragmencie artykułu możliwości ochrony inwestorów przed ryzykiem inwestowania w obligacje pozwalają sformułować hipotezę, że KNF może odgrywać bardzo ważną rolę w systemie ochrony obligatariuszy, choć narzędzia, którymi dysponuje instytucja nadzorcza, mają przede wszystkim charakter *ex post*. Niemniej jednak inwestorzy muszą pamiętać, że rola KNF ograniczona jest do tych czynników ryzyka, które wiążą się z kryteriami formalnymi, spełnianiem wymogów informacyjnych czy uczciwą dystrybucją. Nie ma natomiast bezpośredniego wpływu na czynniki ryzyka wynikające z sytuacji finansowej emitenta czy zmian rynkowych.

### **3. Praktyczny wymiar ochrony inwestorów ze strony KNF na przykładzie niewypłacalności GetBack S.A.**

Celem przeprowadzonego badania była ocena roli Komisji Nadzoru Finansowego w ochronie praw inwestorów na rynku obligacji korporacyjnych. Badaniem objęto spółkę GetBack S.A., która zaprzestała płatności na rzecz obligatariuszy. W pierwszym kroku autorzy zidentyfikowali obszary ryzyka dla inwestorów, na które bezpośredni wpływ ma KNF. Do tych obszarów zaliczono: obszar emisji obligacji, kanały dystrybucji ich sprzedaży oraz wypełnianie przez spółkę obowiązków informacyjnych. W drugim kroku określone zostały możliwości ochrony inwestorów w wymienionych obszarach przez KNF. W trzecim kroku zidentyfikowano luki w nadzorze i zaproponowano rozwiązania, dzięki którym po ich wprowadzeniu wzrósłby poziom ochrony inwestorów na rynku obligacji.

GetBack S.A. to spółka o krótkiej historii działalności operacyjnej, powstała bowiem w 2012 r. Głównym obszarem biznesowym działalności spółki jest zarządzanie wierzytelnościami przeterminowanymi, które pozyskiwano od banków. W celu przedstawienia przyczyn niewypłacalności GetBack S.A. warto wskazać najważniejsze elementy modelu biznesowego analizowanej spółki i faz jej rozwoju. Po pierwsze, spółka odnotowywała bardzo szybki wzrost mierzony wielkością sumy bilansowej. Był to ważny wskaźnik ostrzegawczy, że ryzyko dla inwestorów związane

ze spółką GetBack S.A. wzrasta. Po drugie, spółka bardzo dynamicznie rozwój działalności finansowała przede wszystkim długiem pozyskiwanym z rynku obligacji, który stanowił ok. 90% długu oprocentowanego [Pełny raport..., 2017, s. 1]. Kolejnym czynnikiem ryzyka ujawnionym w modelu biznesowym spółki było nabywanie portfeli wierzytelności. Jak okazało się po wstrzymaniu płatności odsetek z tytułu obligacji, portfele były nabywane po bardzo wysokich cenach, które w praktyce uniemożliwiły rentowną działalność operacyjną. Do tego doszły nadużycia i oszustwa, które obecnie są w fazie identyfikowania przez organy ścigania i wymiar sprawiedliwości.

Należy przypomnieć, iż rynek finansowy dowiedział się o problemach spółki 16.04.2018 r., kiedy opublikowała ona raport bieżący nr 39/2018, który spowodował serię przyszłych zdarzeń [Raport bieżący ESPI nr 39/2018]. Informacja zawierała wzmiankę o swoistej próbie ratowania sytuacji finansowej i „o pozytywnym zaangażowaniu w rozmowy z bankiem PKO BP (...) oraz Polskim Funduszem Rozwoju (...) na temat udzielenia (...) finansowania o charakterze mieszanym kredytowo-inwestycyjnym”. Informacja okazała się nieprawdziwa, wskazane w raporcie bieżącym instytucje zaprzeczyły, że są prowadzone rozmowy we wskazanym zakresie. Kolejnego dnia spółka opublikowała oświadczenie byłego już wtedy prezesa GetBack S.A., w którym podtrzymywał, że rozmowy z PKO BP oraz PFR miały miejsce [Raport bieżący ESPI nr 44/2018].

Niemal niezwłocznie, dnia 17.04.2018 r., KNF podjął decyzję o zawieszeniu notowań wszystkich instrumentów finansowych spółki, kierując ją do GPW S.A. oraz BondSpot S.A. Zawieszenie trwać miało warunkowo do dnia opublikowania raportu finansowego za 2017 r. [Komunikat KNF, 24.04.2018].

Do tego momentu KNF nie podejmowała żadnych działań. Dopiero fałszywa informacja spowodowała reakcję GPW (zawieszono obrót papierami wartościowymi spółki) oraz KNF, która zażądała wyjaśnień związanych z nieprawdziwym raportem. Moment podjęcia działań wskazuje, że reakcja KNF na problemy GetBack miała charakter *ex post*.

Sytuacja była na tyle poważna, iż Premier Rządu RP polecił podjąć działania operacyjne stosownych służb. Na polecenie prokuratury CBA rozpoczęło czynności operacyjne oraz zabezpieczono dokumenty spółki [Tak GetBack próbował osaczyć premiera, 2018].

Na zaistniałą sytuację natychmiast reagowały także instytucje zaangażowane kapitałowo w spółkę. Quercus TFI, który posiadał istotne zaangażowanie w jej obligacje, podał informację o przesunięciach w terminach wykupu obligacji GetBack.

Pierwszą ocenianą przez KNF kwestią po identyfikacji problemów z wypłacalnością było finansowanie działalności spółki. Opierało się ono głównie na kolejnych emisjach obligacji. Emisje miały charakter zarówno publiczny, jak i prywatny, przy czym istotną przewagę miały te drugie. W przypadku analizowanej spółki oferty prywatne były głównym kanałem rozwoju badanej spółki, a zarazem krytycznego wzrostu jej zadłużenia. Na dzień 31.12.2017 r. wartość nominalna niewykupionych obligacji wynosiła 2,34 mld zł. Dodać warto, że w celu uatrakcyjnienia emisji wpisywano do warunków emisji opcję put, co podnosiło ryzyko funkcjonowania spółki. Istotnym wskaźnikiem ostrzegawczym był również ogromny wzrost skali zadłużenia. Zobowiązania ogółem wzrosły na koniec 2017 r. w porównaniu z rokiem poprzednim prawie 2,5-krotnie z 1,2 mld zł do 2,9 mld zł. Emitowanie na dużą skalę obligacji w ofertach prywatnych było praktyką, która mogła wskazywać na omijanie droższych i trudniejszych pod względem formalnym emisji publicznych.

Autorzy niniejszego opracowania pragną wskazać, iż zasadne jest zamknięcie istotnej luki w nadzorze nad emitentami w tym zakresie poprzez:

- 1) monitorowanie przez KNF wskaźnika będącego relacją wartości emisji prywatnych do wartości emisji publicznych,
- 2) ograniczenie możliwości przeprowadzania emisji prywatnych.

W tym kontekście pozytywnie oceniamy inicjatywę KNF ograniczającą możliwości wprowadzania do obiegu emisji prywatnych. „Ewentualna zmiana miałaby polegać na tym, aby limit 149 osób dotyczył nie jednej oferty danego emitenta, a wszystkich jego prywatnych emisji z danego roku” [Sadrak, 2018c]. Takie rozwiązanie wzmocniłoby ochronę inwestora na rynku obligacji korporacyjnych, kumulując minimalny próg wejścia w ustawowy reżim publicznego obrotu papierami wartościowymi.

W kontekście problemów z wypłacalnością spółki GetBack należałoby rozważyć również objęcie nadzorem spółek specjalizujących się w windykacji należności. Spółki tego typu nabywają portfele wierzytelności głównie w oparciu o finansowanie obce. Podobnie jak instytucje finansowe charakteryzują się wysoką dźwignią finansową, a jednym z istotnych problemów w ich działalności jest często występujące niedopasowanie terminowe między portfelami wierzytelności a ich finansowaniem.

Kolejnym zidentyfikowanym obszarem ryzyka dla obligatariuszy jest dystrybucja obligacji. Dystrybucją obligacji GetBack S.A. zajmowały się zarówno domy maklerskie, jak i banki. Głównie chodziło tu o dystrybucję obligacji wśród zamożniejszych klientów indywidualnych (z obszaru private banking). Pole ingerencji KNF w działalność pośredników na rynku

obligacji jest dość duże z uwagi na fakt, że biura maklerskie i banki podlegają licencjonowaniu i są bezpośrednio nadzorowane.

Od strony teoretycznej sprzedaż obligacji zawsze musi wiązać się z rzetelnym przedstawieniem najistotniejszych czynników ryzyka oraz musi być prowadzona w taki sposób, żeby konsument/inwestor miał czas na podjęcie decyzji inwestycyjnej. Kontrowersje budzi jednak sprzedaż obligacji poprzez kanały bankowe. Klienci bowiem mogą postrzegać walory oferowane przez banki jako produkty zbliżone do lokat bankowych pod względem bezpieczeństwa, co często bywało iluzoryczne.

Problemy spółki GetBack doprowadziły do ujawnienia nieprawidłowości w sprzedaży obligacji tej spółki. W komunikacie KNF z dnia 17 maja 2018 r. możemy przeczytać, że: „z dotychczasowych skarg od inwestorów wynika, że niektórzy pośrednicy uczestniczący w procesie sprzedaży obligacji nie uwzględniali indywidualnej sytuacji klientów, ich wiedzy i doświadczenia na rynku finansowym” [Komunikat w sprawie skarg..., 2018]. W dalszej części cytowanego komunikatu czytamy, że „z niektórych skarg i załączonych do nich wydruków mailowych wynika, że inwestorzy mogli zostać wprowadzeni w błąd co do natury instrumentu finansowego, jakim są obligacje oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w te papiery wartościowe” [Komunikat w sprawie skarg..., 2018].

Podejmowane przez KNF działania i prowadzone inspekcje mają podobnie do innych działań w sprawie spółki GetBack charakter spóźniony. Oczywiście ewentualne ukaranie podmiotów sprzedających obligacje miałyby charakter prewencyjny, natomiast istotniejsze są działania systemowe. Wprowadziłyby one w przyszłości więcej przejrzystości w zakresie sprzedaży obligacji korporacyjnych. Ważnym elementem ją zwiększającym byłoby rozwiązanie obligujące do ujawniania prowizji na sprzedaży tej klasy papierów wartościowych. W działaniach nadzorczych KNF więcej uwagi powinna również poświęcić ryzyku reputacyjnemu poszczególnych instytucji jak i całego rynku. Problemy klientów i ponoszone przez nich straty powodują nasilanie się negatywnych opinii wokół instytucji finansowych i skutkują pozwami sądowymi, co dobitnie pokazały polisolokaty i kredyty denominowane we frankach szwajcarskich.

Następnym obszarem ryzyka dla inwestorów, który jest pod kontrolą KNF, to kwestia wypełniania obowiązków informacyjnych. Spółka realizowała politykę informacyjną zarówno w odniesieniu do akcjonariuszy (spółka od lipca 2017 r. jest notowana na GPW) oraz w odniesieniu do obligatariuszy. Z przeprowadzonej w ramach badania analizy raportów ESPI (raporty ESPI są przekazywane do KNF, GPW i upubliczniane) wynika, że trudno dostrzec nieprawidłowości w tym zakresie. Należy zauważyć, że część informacji wskazywała na dobrą sytuację spółki. Do tego typu

informacji należy zaliczyć raport z 19 lutego o podwyższeniu perspektywy ratingu spółki przez międzynarodową agencję ratingową S&P oraz raport z 3 kwietnia 2018 r. o wykupach obligacji.

Specyfika działalności omawianej spółki wiązała się także z rynkiem towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI). TFI odgrywały istotną rolę w łańcuchu wartości modelu biznesowego spółki. Należy podkreślić, iż złożony mechanizm powiązań, relacji i umów wiążących GetBack z wieloma TFI nie mógł być przejrzysty dla przeciętnego inwestora indywidualnego, a w wielu przypadkach także dla instytucjonalnego. Punktem ciężkości rozważań dotyczących bezpieczeństwa obrotu może być fakt bezpośredniego nadzoru KNF nad działalnością funduszy inwestycyjnych oraz TFI. W tym przypadku KNF miał wprawdzie uprawnienia kontrolne, niemniej trudno oczekiwać od urzędu nadzoru, iż byłby w stanie analizować każdą umowę zawieraną przez podległe podmioty z kontrahentami biznesowymi. Kontrakty tego typu sprawiły, iż problemy GetBack mogły przenieść się na niektórych klientów lub akcjonariuszy funduszy inwestycyjnych (v.s. Quercus TFI, Altus TFI czy Trigon TFI).

W przypadku GetBack nie zadziała również instytucja sygnalisty. Przewodniczący KNF wskazał bowiem, że KNF nie uzyskał żadnej informacji od pracowników spółki, która nakierowałaby na problemy spółki GetBack [Szeł KNF..., 2018].

Przypadek GetBack ukazał zawodność ratingu jako narzędzia ostrzegawczego przed niewypłacalnością emitenta obligacji. Zawieszenie ratingu lub jego obniżenie do poziomu charakterystycznego dla spółek niewypłacalnych nastąpiło zbyt późno. Trudno jednak na podstawie jednostkowego przykładu całkowicie zanegować rolę ratingu jako narzędzia oceny emitentów obligacji. W obliczu niskiego pokrycia ratingiem emitentów obligacji Komisja Nadzoru Finansowego powinna podjąć działania, które obligowałyby emitentów kierujących swoje walory do osób fizycznych do posiadania ratingu. Dla małych emitentów obligacji mogłoby to jednak być zbyt kosztowne. Dlatego konieczne jest wspieranie przez KNF rozwoju lokalnych i tanich usług ratingowych.

Przeprowadzone badanie uwidocznilo pewne luki w nadzorze nad rynkiem obligacji korporacyjnych. Najważniejsze z nich to brak monitoringu ofert prywatnych. Przykład spółki GetBack pokazuje, że oferta prywatna może być nadużywana przez emitentów. W obecnym stanie rzeczy wydaje się, iż konieczne są rozwiązania systemowe dotyczące ich sprzedaży. Generalny postulat sprowadza się do stwierdzenia, że konieczne jest podjęcie prac nad stworzeniem narzędzi monitorujących ryzyka na rynku obligacji, które powinny wspomóc KNF w podejmowaniu działań wyprzedzających, chroniących klientów przed potencjalnymi stratami.

## Zakończenie

Reasumując niniejsze opracowanie, należy stwierdzić, iż rynek obligacji korporacyjnych stanowi z jednej strony bardzo atrakcyjną alternatywę dla lokat bankowych oraz innych możliwości inwestycyjnych, z drugiej jednak niesie szereg istotnych ryzyk z punktu widzenia inwestorów.

Obok ryzyka stóp procentowych oraz płynności najpoważniejszym jest ryzyko kredytowe związane z niewypłacalnością emitenta. Płatności odsetkowe i terminowy wykup obligacji stanowią kluczowe elementy schematu inwestycyjnego właściwego dla tej klasy instrumentów finansowych [Jajuga, 2009, s. 6]. Są one szczególnie niebezpieczne dla inwestorów indywidualnych, którzy nie mają wiedzy, czasu oraz narzędzi do ich identyfikacji. Konstrukcja współczesnych obligacji oraz zasady oprocentowania często są na tyle złożone, iż przeciętny inwestor nie jest w stanie właściwie ich ocenić [Mamcarz, 2015, s. 1–4]. Niejednokrotnie inwestorzy indywidualni byli wprowadzani w błąd przez niektórych dystrybutorów przedstawiających tą klasę papierów wartościowych jako substytut lokat bankowych. Taki schemat działania był najprawdopodobniej stosowany w przypadku spółki GetBack. Pod tym kątem prowadzone są stosowne wątki postępowania wyjaśniającego KNF.

Niemniej jednak ryzyka dotyczące obligacji są wspólne dla wszystkich grup inwestorów. Jak pokazuje przykład spółki GetBack, nawet inwestorzy instytucjonalni posiadający rozbudowane zespoły analityków, programy komputerowe oraz inne narzędzia oceny ryzyka nie są w stanie należycie antycypować zagrożeń w tym zakresie.

Na rodzimym rynku problemem jest skala tzw. ofert prywatnych realizowanych przez spółki dopuszczone do obrotu publicznego. Spółki te bez obowiązku uzyskiwania zgód KNF emitują kolejne partie obligacji kierowane do osób prywatnych i/lub inwestorów instytucjonalnych. Kumulowane w ten sposób zadłużenie stanowi istotny problem dla ich długoterminowej wypłacalności, co pokazał przykład GetBack S.A.

Działania w celu ograniczenia tego zjawiska winny zostać podjęte przez KNF m.in. poprzez monitorowanie wskaźnika będącego relacją wartości emisji prywatnych do wartości emisji publicznych oraz ograniczenie skali możliwości przeprowadzania emisji prywatnych. Jednym ze sposobów może być wspomniana w niniejszym opracowaniu inicjatywa traktowania ustawowego limitu 149 osób jako limitu dla wszystkich prywatnych emisji z danego roku.

Istotną rolę prewencyjną może odegrać również obowiązek nadawania ratingu realizowany przez wyznaczone agencje ratingowe. Optymalnym rozwiązaniem wydaje się być powołanie rodzimej instytucji, która specjalizowałaby się w ocenie emitentów obligacji oferujących swe walory na

rynku polskim. Mechanizmem zabezpieczającym mógłby być też zakaz sprzedaży obligacji bez ratingu nadanego przez wyznaczoną/wyznaczone przez KNF instytucje.

Zdarzenia mające miejsce w ostatnich latach na rynku obligacji korporacyjnych, związane z niedopełnieniem przez emitentów obligacji formalnych wymogów emisji, niewypełnianiem obowiązków informacyjnych oraz nadużyciami i oszustwami emitentów, winny skłonić do podjęcia działań systemowych. Na podstawie przeprowadzonych badań zidentyfikowano lukę między możliwościami podejmowania działań przez KNF a rzeczywiście zrealizowanymi działaniami. Mogłoby to wskazywać na konieczność usprawnienia działalności KNF w wybranych obszarach. Autorzy mają nadzieję, iż niniejsze opracowanie i wskazane w nim rekomendacje będą stanowiły przyczynek do zmian zwiększających bezpieczeństwo inwestorów w tym segmencie rynku.

## Literatura

- Cichy Ł. (2017), *Whistleblowing w bankach*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Gradoń W. (2014), *Emisja obligacji korporacyjnych a ryzyko uczestników rynku*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Studia Ekonomiczne, Zarządzanie instytucjami finansowymi w niestabilnym otoczeniu gospodarczym”, nr 171, Katowice.
- Hryckiewicz A., Pawłowska M. (2013), *Czy nowy nadzór spełni swoje zadanie? Zmiany w nadzorze finansowym w Europie oraz ich konsekwencje dla Polski*, „Materiały i Studia”, nr 289, NBP, Warszawa.
- Jajuga K. (2009), *Obligacje i akcje*, Komisja Nadzoru Finansowego, CEDUR, Warszawa.
- Komunikat KNF w sprawie spółki GetBack SA z dnia 24.04.2018 r., Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Komunikat w sprawie skarg na działania podmiotów uczestniczących w procesie sprzedaży obligacji GetBack SA (2018), KNF.
- Lepczyński B. (2017), *Rating jako narzędzie oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw na rynku obligacji*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2 cz. 2.
- Lichosik A. (2017), *Sprzeciw Komisji Nadzoru Finansowego jako środek nadzoru organu administracji publicznej na rynku kapitałowym*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Vol. 44, No. 2.
- Lista ostrzeżeń publicznych (2018), Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Mamcarz H. (2015), *Obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Struktura i funkcjonowanie instrumentu*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Vol. 49, No. 1.
- Markowski K., Tymoczko D. (red.) (2017), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Nartowski A. (2018), *Whistleblowing: jak wynagradzać demaskatora?*, <http://www.andrzejnartowski.pl/tag/whistleblowing/>, dostęp: 27.07.2018.

Near J.P., Miceli M.P. (1985), *Organizational Dissidence: The Case of Whistleblowing*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 4.

*Przegląd rynku nie skarbowych instrumentów dłużnych* (2017), Rating&Rynek, <https://www.fitchratings.com/site/re/10021389>.

Puzyrewicz T. (2011), *Obligacje na rynku Catalyst. Przewodnik dla inwestorów*, GPW, Warszawa.

Raport bieżący ESPI nr 39/2018 – Informacja dotycząca istotnego finansowania, 16.04.2018, GetBack SA, Wrocław.

Raport bieżący ESPI nr 44/2018 – Informacja dotycząca istotnego finansowania, 17.04.2018, GetBack SA, Wrocław

Sadzak M. (2018a), *Indeks Default Rate: 197 mln zł z obligacji firm poszło na straty*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-197-mln-zl-z-obligacji-firm-poszlo-na-straty>, dostęp: 27.07.2018.

Sadzak M. (2018b), *Indeks Default Rate: Przez rok firmy na Catalyst nie wykupiły obligacji za 209,6 mln zł*, <https://obligacje.pl/pl/a/indeks-default-rate-przez-rok-firmy-na-catalyst-nie-wykupily-obligacji-za-209-6-mln-zl>, dostęp: 27.07.2018.

Sadzak M. (2018c), *KNF wyjaśnia jak może wyglądać ograniczenie ofert prywatnych*, <https://obligacje.pl/pl/a/knf-wyjasnia-jak-moze-wygladac-ograniczenie-ofert-prywatnych>, dostęp: 27.07.2018.

Stempniak D. (2015), *Konsekwencje de iure oraz de facto umieszczenia podmiotu gospodarczego na liście ostrzeżeń publicznych Komisji Nadzoru Finansowego*, Acta Erasmiana X, Wrocław.

*Szef KNF dla DGP: Kary za aferę GetBack mogą skutkować odebraniem licencji* (2018), <http://gospodarka.dziennik.pl/news/artykuly/576431,szef-knf-dla-dgp-o-aferze-getback.html>, dostęp: 27.07.2018.

*Tak GetBack próbował osaczyć premiera Morawieckiego. Działania na granicy prowokacji* (2018), Interia Biznes, [http://biznes.interia.pl/giedy/news/tak-getback-probowal-osaczyc-premiera wiecgo,2567362,1844?utm\\_source=paste&utm\\_medium=paste&utm\\_campaign=firefox](http://biznes.interia.pl/giedy/news/tak-getback-probowal-osaczyc-premiera wiecgo,2567362,1844?utm_source=paste&utm_medium=paste&utm_campaign=firefox), dostęp: 8.05.2018.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 1417 z późn. zm.

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 298 z późn. zm.

*Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego* (2018), Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.

## Streszczenie

Rosnące znaczenie rynku obligacji korporacyjnych w zestawieniu z szeregiem ryzyk związanych z ich nabywaniem wskazuje, jak istotną rolę odgrywa zaufanie i bezpieczeństwo inwestorów. Narażeni są oni na szereg ryzyk, a w szczególności ryzyko kredytowe związane z niewypłacalnością emitenta. Przypadek wstrzymania obsługi długu przez spółkę GetBack i skala ujawnionych nadużyć stanowiła przesłankę do badań nad rolą i możliwościami ograniczania negatywnych zjawisk na tym rynku przez KNF. Celem opracowania jest tym samym ocena roli



i działań KNF w ograniczaniu ryzyka na polskim rynku obligacji korporacyjnych. Badanie pozwoliło zidentyfikować istotne luki w tym zakresie i sformułować rekomendacje, których wdrożenie mogłoby podnieść w przyszłości bezpieczeństwo i przejrzystość rodzimego rynku obligacji korporacyjnych. Rekomendacje wskazane w opracowaniu obejmują w szczególności nadzór nad limitami tzw. ofert prywatnych, sposobami i jakością dystrybucji przez pośredników jak i nadawanie ratingów obligacjom sprzedawanym na rynku polskim. Istotną konkluzją jest zidentyfikowana luka pomiędzy możliwościami a rzeczywiście podjętymi działaniami przez urząd nadzoru w zakresie badanej spółki. Autorzy mają nadzieję, iż opracowanie oraz wskazane w nim rekomendacje będą stanowiły przyczynek do zmian zwiększających bezpieczeństwo inwestorów w tym segmencie rynku.

### **Słowa kluczowe**

obligacje, ryzyko, organ nadzoru, ocena

### **The role of the Polish Financial Supervision Authority in limiting the risk for investors on the Polish bond market on the example of the insolvency of GetBack S.A. (Summary)**

The growing importance of the corporate bond market in comparison with a number of risks related to their purchase indicates how important the role of trust and investor security is. They are exposed to a number of risks, in particular credit risk related to the issuer's insolvency. The case of stopping the debt service by GetBack SA and the scale of the disclosed fraud constituted the premise for research on the role and possibilities of limiting the negative phenomena on this market by the PFSA. The aim of the study is to assess the role and activities of the PFSA in limiting the risk on the Polish corporate bond market. The research allowed to identify significant gaps in this area and formulate recommendations, the implementation of which could raise the security and transparency of the domestic corporate bond market in the future. Recommendations indicated in the study include, in particular, supervision over the so-called private offers, methods and quality of distribution through intermediaries as well as assigning ratings to bonds sold on the Polish market. An important conclusion is the identified gap between the possibilities and the actual actions taken by the supervising office in the scope of the audited company. The authors hope that the development and recommendations indicated in it will be a contribution to changes that increase investor security in this market segment.

### **Keywords**

bonds, risk, authority, assessment

