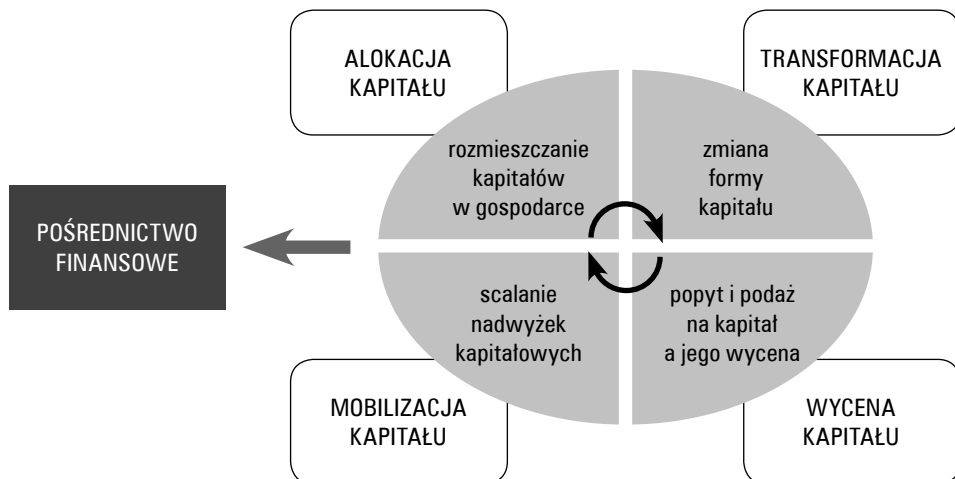


1 Infrastruktura rynku finansowego w Polsce – istota, klasyfikacja, skuteczność, zasady i bezpieczeństwo finansowe

Grażyna Szustak, Łukasz Szewczyk

1.1. Rynek finansowy – istota, struktura, przedmiot obrotu *(Grażyna Szustak)*

Rynek finansowy jest miejscem alokacji kapitałów finansowych, czyli swoim mechanizmem przemieszczania się kapitałów między uczestnikami rynku występującymi w roli kapitałobiorców, poszukujących środków na finansowanie potrzeb bieżących oraz rozwojowych, i kapitałodawców, inwestujących posiadane nadwyżki kapitału w celu jego pomnażania. Inaczej mówiąc, jest to miejsce pośrednictwa w ścieraniu się popytu i podaży na kapitał finansowy oraz ustalania na podstawie ich wzajemnych relacji ceny rynkowej kapitału z wykorzystaniem takich parametrów, jak stopa procentowa, kurs walutowy czy wartość rynkowa udziałowych papierów wartościowych. Charakterystyczną funkcją rynku finansowego oprócz pośrednictwa, alokacji i zdolności wyceny kapitału jest także możliwość zamiany niewielkich nadwyżek finansowych wielu podmiotów w ogromne źródła finansowania różnorodnych potrzeb uczestników rynku i transformacja form kapitałów, m.in. terminowa [Marszałek, Sekuła, 2015, s. 57; Frańczuk, Gałązka, 2014, s. 19]. Wymienione główne funkcje rynku finansowego (w szerszym ujęciu będzie o nich mowa w dalszej części monografii), budujące jednocześnie jego definicję, zaprezentowano na rysunku 1.1.



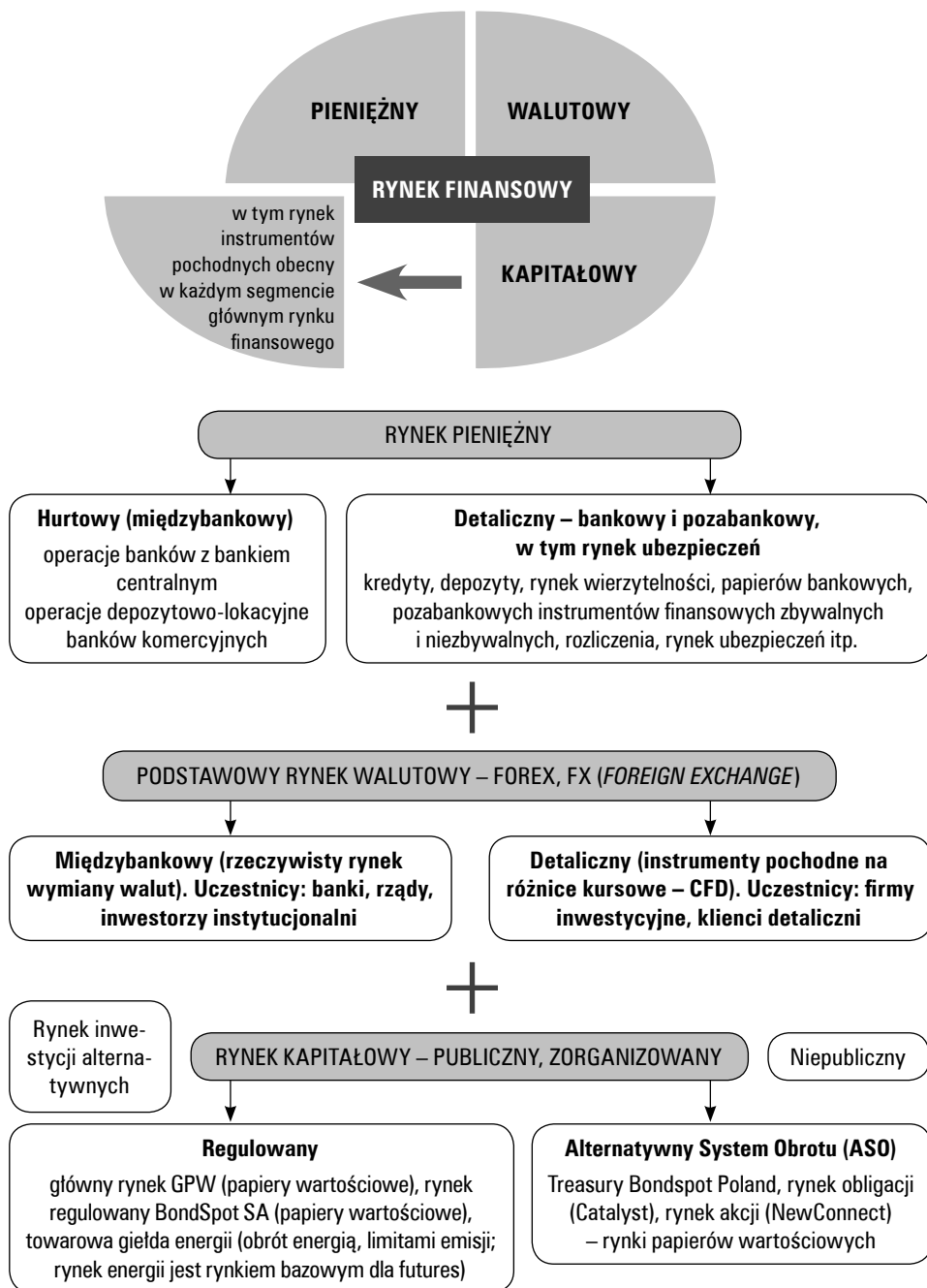
Rysunek 1.1. Funkcje rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Banaszczak-Soroka, Zawadzka, 2014, s. 17–19].

Na rynek finansowy składają się trzy główne segmenty: rynek pieniężny, jego specyficzna część, czyli rynek walutowy (jego podstawą jest FOREX, ale rynek walutowy to również transakcje walutowe przeprowadzane np. za pośrednictwem banków czy kantorów), oraz rynek kapitałowy, a także funkcjonujący w ich ramach rynek instrumentów pochodnych (rys. 1.2). Problematyka podziału i schematu działania segmentów rynku finansowego jest szeroko opisana w literaturze przedmiotu, pominięto zatem jej szczegółową charakterystykę¹. Warto jednak przypomnieć, że rynek kapitałowy obowiązują zmiany wprowadzone od 3 stycznia 2018 roku, będące konsekwencją implementowania na grunt prawa polskiego (poprzez zmianę zasadniczej ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi) dyrektywy MiFID II (2014/65/UE) w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz rozporządzenia MiFIR (600/2014) w sprawie rynków instrumentów finansowych, zwanych pakietem MiFID/MiFIR². Pełniej niż dotychczas ujednolicił on europejski rynek usług finansowych, w wyższym stopniu chroni interesy inwestorów,

¹ Szerzej na temat segmentów rynku finansowego patrz m.in. w: [Czekaj (red.), 2017; Pyka (red.), 2010; Dębski, 2010; Kurzajewski, Nowalińska, 2017].

² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE; Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.



Rysunek 1.2. Struktura rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Wawiernia, Jonek-Kowalska, 2009, s. 28–31; Bąk, Pietrzyk, 2018, s. 9; Szustak, Jura, Zatwarnicki, 2010, s. 157; <https://tge.pl/rif>; <https://www.gpw.pl>].

ale także zmienia strukturę rynku, zrezygnowano bowiem z podziału rynku kapitałowego na rynek giełdowy i rynek pozagiełdowy. Zmiany dotyczą także ustalania minimalnego kroku notowań dla kursów akcji i ETF, limitów minimalnej wartości zlecenia z warunkiem wielkości ujawnianej czy limitów dla zleceń cross³.

Inwestycje alternatywne najbliższe są rynkowi kapitałowemu z racji ich długoterminowej alokacji⁴. Rynek inwestycji alternatywnych nie jest precyzyjnie definiowany w literaturze przedmiotu, nie ma również jednoznacznego podziału inwestycji na klasyczne i alternatywne. Rynek ten zazwyczaj definiuje się jako rynek inwestycji wychodzących poza tradycyjne formy inwestowania na rynku finansowym. Są to zatem aktywa, które w niewielkim stopniu korelują z klasycznymi inwestycjami finansowymi. Granice inwestycji alternatywnych są zatem umowne i płynne, czego przykładem są np. produkty strukturyzowane, ETF, private equity czy hedging, pochodzące z grupy tzw. szczególnych, finansowych inwestycji alternatywnych, mogą być i często są postrzegane nie jako alternatywne, lecz jako klasyczne inwestycje finansowe [Borowski, 2007–2010]. W ramach rynku alternatywnego wyróżnia się rynki: commodities (przez niektórych autorów zaliczany także do inwestycji klasycznych), nieruchomości i dóbr luksusowych. Rynek commodities to rynek towarów i surowców, na którym obraca się produktami rolnymi, metalami, minerałami, energią czy limitami, a nawet instrumentami pochodnymi. Rynek nieruchomości pozwala na inwestowanie w nieruchomości mieszkaniowe zarówno na wynajem, jak i na sprzedaż, a także w nieruchomości gospodarcze [Cichorska (red.), 2015, s. 96–97]. Do dóbr luksusowych zalicza się z kolei dzieła sztuki, przedmioty kolekcjonerskie, złoto, monety, platynę, trunki, szeroką grupę przedmiotów kolekcjonerskich itd.⁵. Do szerokiej grupy inwestycji alternatywnych zaliczono również w niniejszej monografii kryptowaluty. Rynek pieniądza cyfrowego, zwany kryptowalutowym, jest bowiem specyficzny i funkcjonuje autonomicznie względem rynku finansowego. Rynek ten jest obciążony bardzo wysokim, spekulacyjnym ryzykiem inwestycyjnym z uwagi na duże wahania wartości kryptowalut, stąd też nie zyskał on powszechnej akceptacji. Pierwszą kryptowalutą, inaczej walutą wirtualną, alternatywną

³ Komunikat Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie z dnia 2 stycznia 2018 r.

⁴ Z uwagi na ograniczone ramy objętościowe monografii inwestycje alternatywne nie staną się jednak przedmiotem szerszych rozważań.

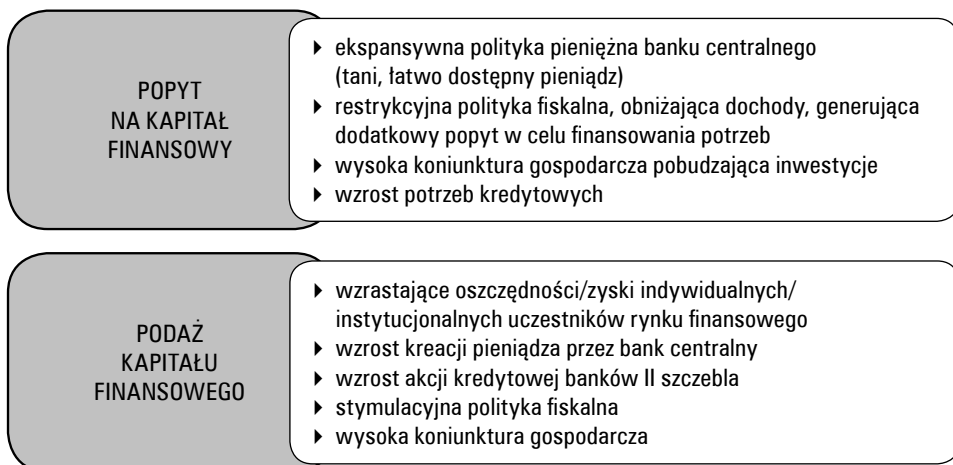
⁵ Szerzej na ten temat w: [Borowski, 2008a, s. 217–260; Borowski, 2008b, s. 179–194; Borowski 2016; Borowski, Sawicki, 2018].

i najbardziej znaną, wprowadzoną w 2009 roku jest Bitcoin. Inne kryptowaluty to np. Ethereum, Litecoin, Ripple i ponad 1000 innych. Popularnymi giełdami kryptowalut (serwisy internetowe) są np. BitBay, Poloniex, Bitelon, Binance, Livecoin, Bittrex, Exmo, Kraken czy Bitmarket. Rynek ten jest kontrolowany przez blockchain – zdecentralizowany, rozproszony rejestr transakcji (księga główna)⁶.

Instytucje rynku finansowego oraz najważniejsze dla jego segmentów instrumenty finansowe i regulacje składające się na jego infrastrukturę, warunkujące istnienie tego rynku, zostaną szeroko omówione w dalszej części monografii.

Przedmiotem obrotu na rynku finansowym jest bezsprzecznie pieniądź przekształcany w kapitał finansowy (mający przynosić zyski dzięki jego ruchowi na rynku finansowym), przybierający postać instrumentów finansowych, stanowiących przedmiot zawieranych transakcji finansowych, kasowych i terminowych (o instrumentach będzie mowa w podrozdz. 1.2 rozdz. 1). Kapitał finansowy zatem to suma środków finansowych znajdujących się w obrocie na rynku finansowym. Kapitał finansowy jest źródłem finansowania zgłaszanych potrzeb uczestników rynku finansowego, lokowania wolnych zasobów, dochodów i kosztów, gwarantem spłaty zobowiązań i efektywności. Kapitał finansowy ma swoją cenę. Wiadomo, iż wzrastający popyt na kapitał w porównaniu z nienadążającą za nim podażą podwyższa jego cenę, i odwrotnie, wyższa w stosunku do popytu podaż obniża jego cenę. Na popyt i podaż kapitału finansowego oddziałuje przy tym wiele zróżnicowanych czynników, zdarza się, że ten sam czynnik stymuluje zarówno wzrost popytu, jak i podaży, czego przykładem jest wysoka koniunktura zachęcająca do inwestowania (wzrost popytu) i jednocześnie przyczyniająca się do wzrostu zamożności uczestników rynku, generując dodatkową podaż pieniądza. Wybrane czynniki wzrostu popytu i podaży na kapitał finansowy pokazuje rysunek 1.3.

⁶ [Czym są kryptowaluty?; Przegląd kilku wybranych giełd kryptowalutowych; <https://tge.pl/rif>, 23.09.2019; Borowski, 2007–2010; Cichorska (red.), 2015, s. 96–97].

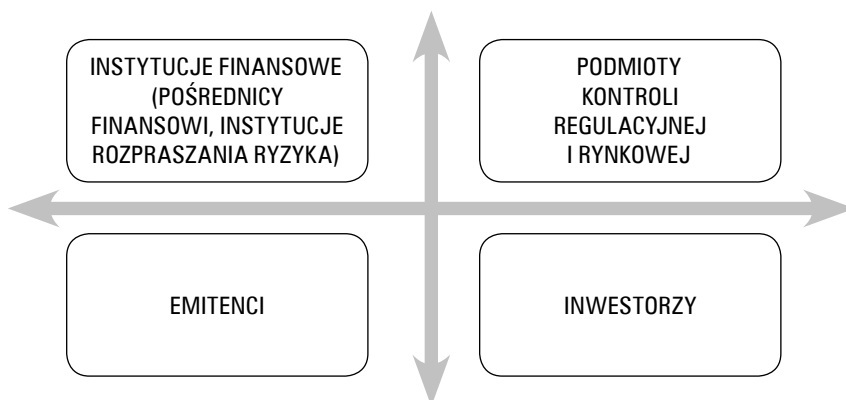


Rysunek 1.3. Wybrane czynniki wzrostu popytu na kapitał finansowy i podaży kapitału finansowego

Źródło: opracowanie własne.

Na wymienione czynniki główne kształtujące popyt i podaż kapitału finansowego ma wpływ szereg innych determinantów, co powoduje trudności ich obserwowania i analizy wpływu na cenę kapitału finansowego, zwłaszcza dla niefinansowych uczestników rynku (indywidualnych i instytucjonalnych).

Uczestnikami rynku finansowego są: instytucje finansowe, będące m.in. pośrednikami na rynku finansowym (np. banki, domy maklerskie) i instytucjami rozpraszania ryzyka (zakłady ubezpieczeń); podmioty dyscypliny regulacyjnej, o których będzie mowa w dalszej części monografii; podmioty dyscypliny rynkowej, emitenci, inwestorzy (rys. 1.4).



Rysunek 1.4. Uczestnicy rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Czekaj, Raganiewicz, 2017, s. 80–108].

Na uwagę zasługują podmioty kontroli regulacyjnej, którymi są KNF, NBP, BFG i rząd (*safety net*). Dyscyplina regulacyjna jest niezbędnym uzupełnieniem kontroli/dyscypliny rynkowej sprawowanej przez wierzycieli i akcjonariuszy, którzy podejmują decyzje o utrzymaniu instrumentów finansowych danego emitenta czy depozytów w banku, po analizie jego kondycji i perspektyw, bazując na ogólnie dostępnych, publikowanych, informacjach ekonomiczno-finansowych. Nie mają jednak wglądu do szczegółowych informacji, niepublikowanych, stąd ważna rola podmiotów dyscypliny regulacyjnej, których zadaniem jest profesjonalne wychwycenie sygnałów wczesnego ostrzegania o zagrożeniach i skuteczne przeciwdziałanie powstawaniu sytuacji kryzysowych zarówno w pojedynczych instytucjach finansowych, jak i w całym instrumentarium obecnym na rynku finansowym.

1.2. Infrastruktura rynku finansowego – zakres pojęcia, klasyfikacja, skuteczność (Grażyna Szustak)

Wymogiem koniecznym powstania bytu rynkowo-prawnego, sprawności i bezpieczeństwa funkcjonowania mechanizmu alokacji kapitałów finansowych jest stworzenie pełnej infrastruktury rynku finansowego i jej ciągły rozwój, zapewniający rynkowi i jego uczestnikom konkurencyjność oraz bezpieczeństwo.

Na potrzeby niniejszej publikacji przyjęto następującą autorską definicję infrastruktury rynku finansowego, traktując ją jako ogół:

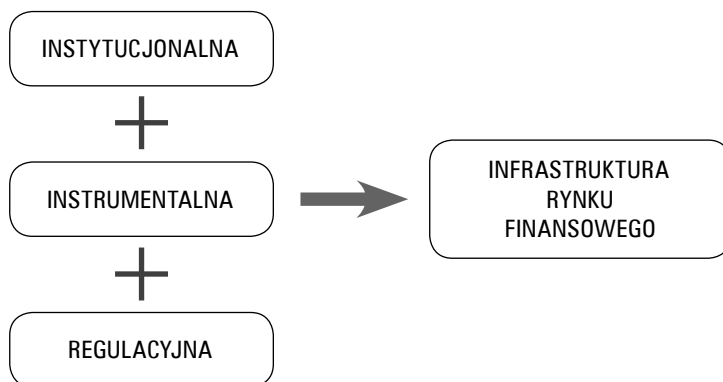
- ▶ instytucji finansowych, sektorowych i międzysektorowych, samorządów branżowych, instytucji stabilizacyjnych, ochronnych i kontrolnych, ich struktur, praw i obowiązków, o służebnym charakterze wobec rynku finansowego, organizujących obrót finansowy oraz płatności, zwiększających jego bezpieczeństwo i stabilność;

- ▶ instrumentów finansowych (kontraktów finansowych), niezbywalnych i zbywalnych (o charakterze dłużnym i udziałowym, a także pochodnym), generujących aktywa finansowe i zobowiązania dla stron kontraktu na różne terminy, a także tworzących ich kapitały własne, co umożliwia sprawny przepływ kapitałów finansowych, będących istotą rynku finansowego;

- ▶ regulacji sankcjonujących prawne podstawy działania rynku i jego uczestników, a także wymogów ostrożnościowych, mających zapobiegać nadmiernemu ryzyku, również systemowemu, i jego negatywnym skutkom dla instytucji finan-

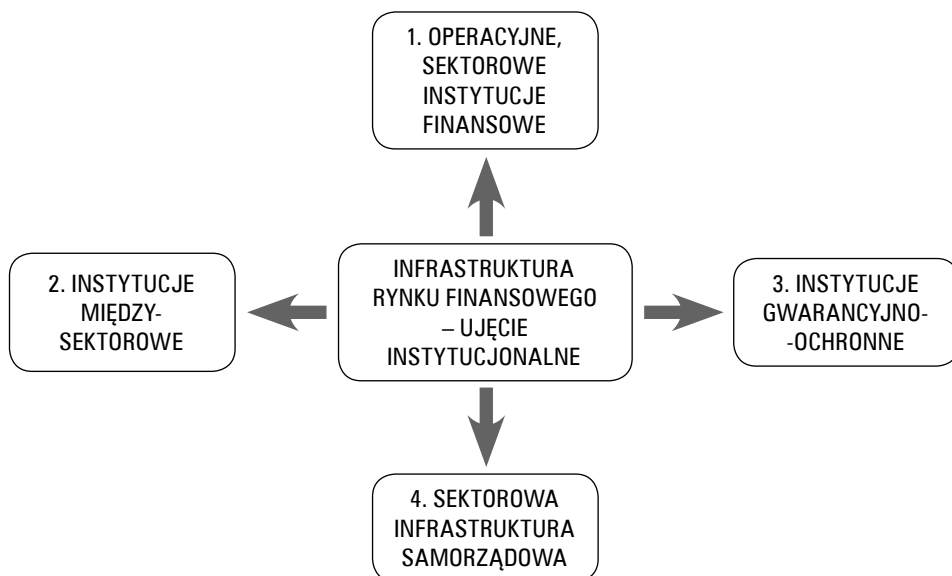
sowych, klientów i rynku jako całości, przy czym podstawa regulacyjna rynku powinna być jednoznaczna, przejrzysta, dobrze ugruntowana i egzekwowalna.

Z zaproponowanej definicji infrastruktury rynku finansowego wynikają zatem jej trzy główne człony/płaszczyzny – instytucje rynku finansowego, instrumenty finansowe i regulacje prawnoostrożnościowe (rys. 1.5). Jest oczywiste, że każdy z członów wyodrębnionych na rysunku 1.5 podlega dalszemu podziałowi. Poszerzenie ujęcia instytucjonalnego pokazano na rysunku 1.6.



Rysunek 1.5. Infrastruktura rynku finansowego – płaszczyzny zasadnicze

Źródło: opracowanie własne.

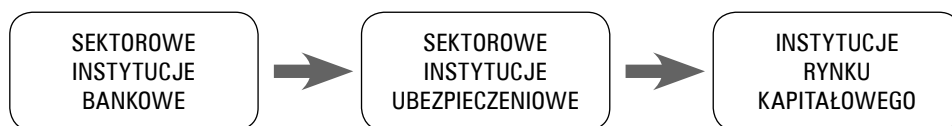


Rysunek 1.6. Infrastruktura rynku finansowego – płaszczyzna instytucjonalna

Źródło: opracowanie własne.

Podstawą podziału instytucjonalnego stało się kryterium funkcji pełnionych przez poszczególne grupy instytucji działających na rynku usług finansowych.

Instytucje finansowe funkcjonujące w poszczególnych sektorach rynku finansowego, o charakterze operacyjnym, są podmiotami, których działalność skupia się na przeprowadzaniu, na podstawie zawieranych z klientami umów świadczenia usług finansowych, różnorodnych transakcji finansowych (gromadzenie, wydatkowanie, inwestowanie, ubezpieczanie ryzyka, gwarantowanie itp.), których przedmiotem są instrumenty finansowe. Instytucjom finansowym przypisano nazwę „operacyjne”, ponieważ pełnią na rynkach finansowych rolę pośredników finansowych, ale również emitentów i inwestorów. Do operacyjnych instytucji finansowych sektorowych zalicza się przede wszystkim sektorowe instytucje bankowe, ubezpieczeniowe oraz instytucje rynku kapitałowego (rys. 1.7).



Rysunek 1.7. Operacyjne instytucje finansowe – ujęcie sektorowe

Źródło: opracowanie własne.

Do poszczególnych grup instytucji o charakterze operacyjnym, wg ujęcia sektorowego, zaliczono:

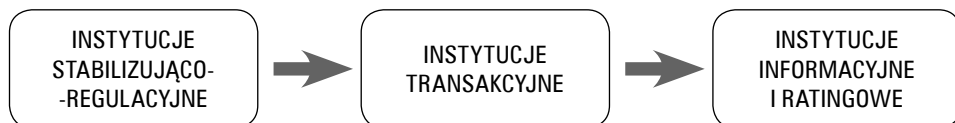
► Sektorowe instytucje bankowe: banki krajowe (banki akcyjne, państwowe, spółdzielcze), oddziały instytucji kredytowych, oddziały banków zagranicznych, BIK SA. Poza bankami na rynku funkcjonują również: Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe (SKOK), poddane podobnie jak banki nadzorowi finansowemu i objęte gwarancjami Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Na ich czele stoi Kasa Krajowa SKOK. Z uwagi jednak na znikomy udział SKOK w aktywach rynku finansowego nie będą one poddane w niniejszej publikacji szczegółowej analizie⁷.

► Sektorowe instytucje ubezpieczeniowe: zakłady ubezpieczeń i reasekuracji (działające jako spółki akcyjne, towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych i oddziały zagranicznych zakładów ubezpieczeń) oraz pozostałe elementy infrastruktury instytucjonalnej (agenci, brokerzy, aktuariusze, likwidatorzy szkód).

⁷ Szerzej nt. SKOK patrz: Ustawa z dnia 5 listopada 2009 r. o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych.

► Sektorowe instytucje rynku kapitałowego: GPW SA, BondSpot, Catalyst, NewConnect, Towarowa Giełda Energii, izby rozliczeniowe giełdy papierów wartościowych i giełd towarowych, pośrednicy finansowi na rynku kapitałowym (domy/biura maklerskie, firmy inwestycyjne i instytucje wspólnego inwestowania typu fundusze inwestycyjne, private equity, fundusze emerytalne).

W instytucjonalnym podziale infrastruktury rynku finansowego ważną rolę odgrywają także międzysektorowe instytucje finansowe, do których należy zaliczyć grupy instytucji międzysektorowych widoczne na rysunku 1.8.



Rysunek 1.8. Instytucje finansowe o charakterze międzysektorowym – grupy podstawowe

Źródło: opracowanie własne.

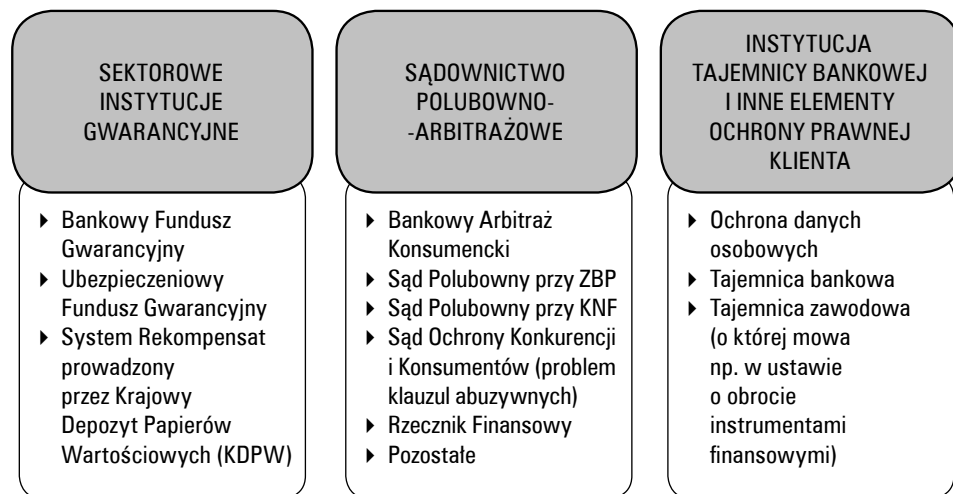
Wśród instytucji o charakterze stabilizująco-regulacyjnym istotne miejsce przypada Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) i Bankowi centralnemu, tworząc one bowiem polską siatkę bezpieczeństwa finansowego (jej elementem są także instytucje gwarancyjno-ochronne, a ostatnim rząd). Szefowie wymienionych czterech organów tworzą ważny organ nadzoru makroostrożnościowego, który funkcjonuje pod nazwą Komitet Stabilności Finansowej. Warto pamiętać, że wymienione instytucje są nie tylko częścią infrastruktury, pełniąc w niej określone funkcje, ale również regulują i sprawują nad nią nadzór ostrożnościowo-systemowy.

Instytucje transakcyjne są instytucjami prowadzącymi systemy rozliczeniowo-rozrachunkowe, będące własnością NBP, KIR SA, RPW, KDPW, KDPW–CCP. Do tej grupy instytucji zaliczono również repozytoria transakcji i centralnych partnerów.

Przedostatnią grupą instytucji międzysektorowych są instytucje informacyjne, do których zalicza się niepubliczne Biura Informacji Gospodarczej, pozwalające ograniczyć ryzyko finansowania dzięki gromadzonej informacji o pozabankowym zadłużeniu firm i osób fizycznych, oraz publiczne bazy informacyjne typu Krajowy Rejestr Sądowy, Księgi Wieczyste czy Sądowy Zastaw Rejestrowy. Taką instytucją informacyjną na rynku informacji bankowej jest m.in. Biuro Informacji Kredytowej SA.

Agencje ratingowe to instytucje, od których rynek finansowy i jego uczestnicy oczekują rzetelnej oceny ryzyka inwestycyjnego. Ich ważnym zadaniem jest m.in. nadawanie ratingu emitowanym instrumentom finansowym.

Kolejnym elementem infrastruktury rynku finansowego w ujęciu instytucjonalnym są instytucje gwarancyjno-ochronne zabezpieczające interesy klienta rynku usług finansowych, do których zalicza się: sektorowe instytucje gwarancyjne, sądownictwo polubowno-arbitrażowe, instytucje informacji poufnej (rys. 1.9). Do tej grupy instytucji zaliczono m.in. sądy polubowne, które częściowo można także przypisać do instytucji międzysektorowych, np. takie cechy ma Sąd Polubowny przy KNF. Podobnie Arbitraż Bankowy, który można także zaliczyć do instytucji sektorowych. W przyjętej klasyfikacji infrastruktury rynku finansowego – dzielącej infrastrukturę wg pełnionych przez nią funkcji na rynku finansowym – przypisanie sądownictwa polubownego do grupy instytucji gwarancyjno-ochronnych jest zatem uzasadnione. W tym miejscu należy także zaznaczyć, że instytucje tajemnicy bankowej, tajemnicy służbowej, ochrona danych osobowych mogą być również zaliczone do regulacyjnej płaszczyzny infrastruktury rynku finansowego.



Rysunek 1.9. Infrastruktura gwarancyjno-ochronna

Źródło: opracowanie własne.

Do sektorowej, samorządowej infrastruktury instytucjonalnej rynku finansowego zaliczono z kolei:

- ▶ Związek Banków Polskich,
- ▶ Krajowy Związek Banków Spółdzielczych,
- ▶ Polską Izbę Ubezpieczeń,
- ▶ Izbę Domów Maklerskich,
- ▶ Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFA).

Rolą tych instytucji jest działanie na rzecz integrowania i umacniania sektora bankowego, ubezpieczeniowego i kapitałowego, a także reprezentowanie banków, ubezpieczycieli, domów maklerskich, towarzystw funduszy inwestycyjnych w kontaktach zewnętrznych.

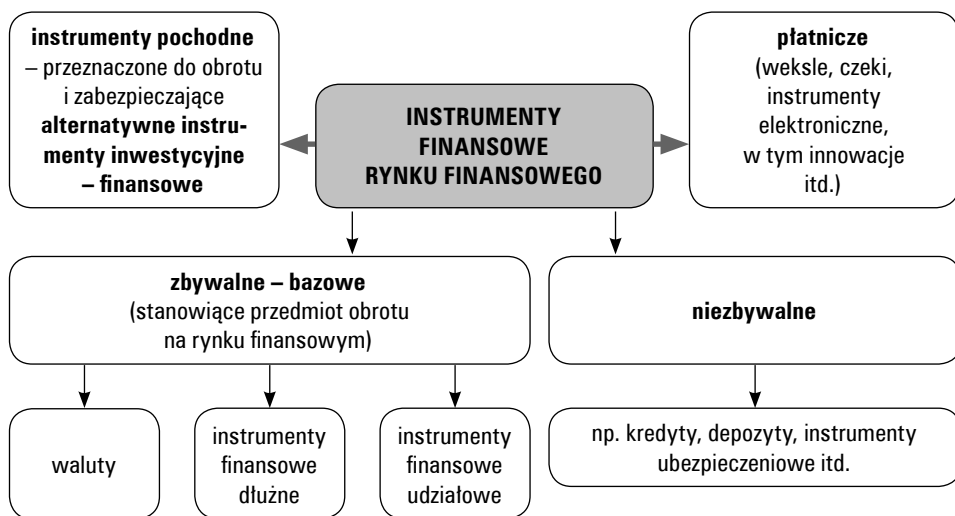
Na infrastrukturę rynku finansowego składa się także płaszczyzna instrumentalna. Ma ona głównie charakter międzysektorowy z racji powiązania finansowego poszczególnych instytucji finansowych, emitentów, inwestorów i innych uczestników rynku finansowego w ramach istniejącego obrotu instrumentami finansowymi. Instrument finansowy, jak już wspomniano, jest rozumiany jako kontrakt finansowy zawierany między stronami; u jednej z nich zatem w wyniku tej operacji wzrastają aktywa, u drugiej zaś powstaje zobowiązanie finansowe lub wzrasta wielkość kapitału własnego [*Instrumenty finansowe i ich klasyfikacja*]. Obok instrumentów finansowych bazowych (prostych, podstawowych) na rynku finansowym funkcjonują również instrumenty finansowe pochodne, których wartość zależy od wartości instrumentów bazowych, na których oparto konstrukcję instrumentu złożonego (opcje, kontrakty terminowe forward, futures), a ich celem jest transfer ryzyka (celem instrumentów podstawowych jest z kolei transfer kapitałów). Realizacja kontraktu następuje (lub może nastąpić – w przypadku opcji, ponieważ posiadacz opcji decyduje, czy zrealizować prawo kupna, czy sprzedaży instrumentów, czy od niego odstąpić) w przyszłości (data przyszła), po ustalonej w kontrakcie cenie lub po cenie przyszłej, w zależności od rodzaju kontraktu terminowego. Typowymi funkcjami derivatów są funkcje ograniczania ryzyka, arbitrażu i spekulacyjna [*Instrument pochodny*]. Nie należy utożsamiać instrumentów pochodnych z inwestycyjnymi instrumentami strukturyzowanymi, charakteryzującymi się zróżnicowaną strukturą inwestowania, np. część bezpieczna oraz ryzykowna. W przypadku tej drugiej zysk inwestora zależy od wartości wskaźnika rynkowego, którym może być kurs walutowy, ceny surowców, indeksy giełdowe, ceny instrumentów finansowych dłużnych, kurs akcji czy koszyka akcji, wartość funduszy inwestycyjnych itp. Produkt strukturyzowany stanowi więc swoistego rodzaju

połączenie instrumentu prostego z pochodnym. Przykładem produktów strukturyzowanych są lokaty strukturyzowane, certyfikaty strukturyzowane, polisy inwestycyjne itp. Mogą one mieć charakter inwestycyjny i spekulacyjny [Rębi-
las, 2013, s. 134, 136; Błach, 2011, s. 134–135]. Jeżeli certyfikaty inwestycyjne potraktujemy jako produkty strukturyzowane, których nie emituje fundusz inwestycyjny zamknięty, np. instrument: RCGLDAOPEN, wówczas naśladuje on zmianę ceny instrumentu bazowego; w przypadku podanego przykładu instrumentem bazowym jest złoto. Wzrosty czy spadki cen uncji złota skutkują tym samym ruchem na certyfikacie. Jeżeli inwestor chce inwestować w złoto, nie jest zatem uzależniony od funduszy inwestycyjnych posiadających w aktywach złoto czy akcje spółek wydobywających ten kruszec. Instrument narażony jest oczywiście na ryzyko kursowe (jeżeli np. złoto wyliczane jest w USD, a następnie wycena certyfikatu jest przeliczana na PLN). W skrajnym wariantcie, czyli w sytuacji gdy spada wartość złota i jednocześnie spada wartość USD do PLN – inwestor traci najwięcej [RCGLDAOPEN].

Nietypowymi instrumentami finansowymi, symbolami ostatniego kryzysu finansowego, są instrumenty oparte na sekurytyzowanych aktywach, zabezpieczone aktywami ABS, obejmujące także MBS (instrumenty zabezpieczone kredytami hipotecznymi) i CDO (obligacja i strukturyzowany produkt kredytowy, czyli papier wartościowy oparty na długu [Puszer, 2012, s. 724]) oraz ich modyfikacje [Kozieł, *Instrumenty pochodne...*].

Wyjściową klasyfikację instrumentów finansowych pokazano na rysunku 1.10, a ustawową, wynikającą z ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, na rysunku 1.11. Warto w tym miejscu nadmienić, iż niektóre instrumenty rynku pieniężnego odrębne ustawy zaliczają do papierów wartościowych. Chodzi o ustawę z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe, posługującą się pojęciem „bankowe papiery wartościowe” (m.in. chodzi o certyfikaty depozytowe), oraz o ustawę z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, zaliczającą również bony skarbowe do tzw. skarbowych papierów wartościowych. W przypadku kryptowalut sprawa ich kwalifikacji jest dość skomplikowana. Nie są one zaliczane przez dyrektywę MiFID II do katalogu instrumentów finansowych. Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu rozumie przez nią cyfrowe odwzorowanie wartości, które nie jest: prawnym środkiem płatniczym emitowanym przez NBP, zagraniczne banki centralne czy inne organy administracji publicznej; międzynarodową jednostką rozrachunkową ustanawianą przez organizację międzynarodową i akceptowaną przez kraje należące do tej

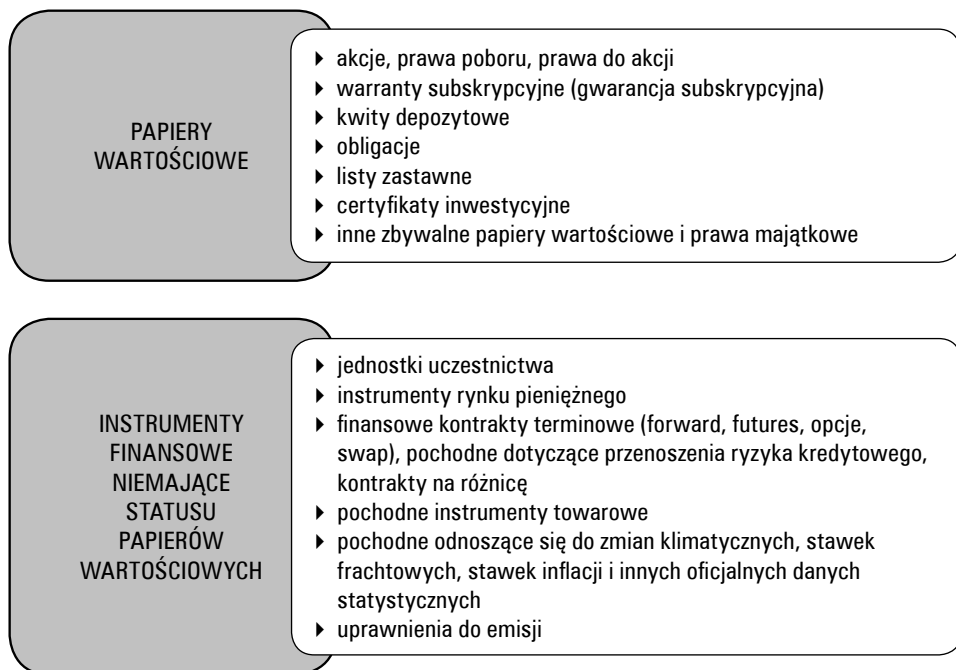
organizacji (współpracujące z nią); pieniądzem elektronicznym w rozumieniu ustawy z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych; instrumentem finansowym w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; wekslem lub czekiem, ale jest wymienialne (w obrocie gospodarczym) na prawne środki płatnicze i akceptowane jako środek wymiany, a także może być elektronicznie przechowywane lub przeniesione albo może być przedmiotem handlu elektronicznego. W Polsce przychód realizowany na handlu kryptowalutami jest zarówno dla osób fizycznych, jak i przedsiębiorców przychodem z kapitałów pieniężnych i podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym (stawka 19%)⁸.



Rysunek 1.10. Wyściowy podział instrumentów finansowych

Źródło: opracowanie własne.

⁸ [Szopa, *Opodatkowanie kryptowalut...*] oraz Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu, art. 2.1, p. 26; Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, art. 17.1, p. 11.



Rysunek 1.11. Ustawowy podział instrumentów finansowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

W tabeli 1.1 zaprezentowano nieco szerszy opis najistotniejszych instrumentów finansowych sklasyfikowanych na rysunku 1.11. Wymieniono w niej m.in. podstawy prawne ich emisji, należy bowiem pamiętać, że obok wskazanych aktów prawnych ważną ustawą regulującą ofertę publiczną i warunki wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu jest ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Przepisów przywołanej ustawy nie stosuje się jednak w odniesieniu do: weksli i czeków (w przypadku których zastosowanie znajdują ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe, i ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo czekowe), bankowych papierów wartościowych (w rozumieniu ustawy Prawo bankowe) oraz innych papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym (potwierdzających przyjęcie środków pieniężnych do depozytu i objętych gwarancjami BFG, które instytucja kredytowa emituje w sposób ciągły lub powtarzający się, które nie są podporządkowane, zamienne lub wymienne, nie inkorporują prawa do subskrybowania lub nabycia innego rodzaju papie-

rów wartościowych oraz nie stanowią podstawy dla papierów wartościowych w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi), papierów wartościowych będących instrumentami rynku pieniężnego (wg ustawy o obrocie instrumentami finansowymi)⁹. Ważną podstawą prawną emisji instrumentów finansowych wymienionych w tabeli 1.1 i na rysunku 1.11 jest również wymieniona ustawa o obrocie instrumentami finansowymi.

W tabeli 1.2 z kolei szerzej przedstawiono zasadnicze instrumenty pochodne wymienione na rysunku 1.11. Warto w niej zwrócić szczególną uwagę na platformy obrotu tymi instrumentami, wśród których nowością są OTF, czyli zorganizowane platformy obrotu, których wprowadzenie wymusza dyrektywa MiFID II, implementowana do regulacji polskich w zmienionej ustawie o obrocie instrumentami finansowymi (wniosek o licencję na prowadzenie OTF złożyła do KNF w grudniu 2018 r. Towarowa Giełda Energii). Dotychczasowy OTC będzie zatem musiał być, w zasadniczej mierze, przeniesiony na OTF. Będą więc nie dwie, a trzy platformy obrotu, czyli giełda, alternatywny system obrotu – ASO, oraz omawiany OTF. Ten ostatni ma zapewnić przejrzyste zasady regulujące dostęp do rynku, neutralność podmiotów prowadzących OTF i ochronę inwestorów, oznaczającą profesjonalną realizację zleceń i równe traktowanie klientów. Istotną cechą OTF jest uznaniowość, co różni tę platformę od rynku regulowanego i ASO. Jej wprowadzenie (co stało się w grudniu 2017 r.) było właśnie pierwszym krokiem do docelowego przekształcenia Rynku Towarowego Terminowego (działającego w ramach TGE) w OTF. Uznaniowość oznacza wprowadzenie ograniczeń maksymalnej wielkości wolumenu w pojedynczych zleceniach kupna i sprzedaży dla określonego instrumentu terminowego (grupy instrumentów). Limitowanie ma miejsce wówczas, gdy przez dwie sesje pod rząd utrzyma się niska płynność obrotu, przy jednoczesnej dużej skali niezrealizowania zleceń odniesionych do okresu referencyjnego (będzie dotyczyło oddzielnie każdej serii kontraktów)¹⁰.

⁹ Art. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych.

¹⁰ [TGE wprowadza unijne regulacje...; Okoń, *Zorganizowane platformy obrotu (OTF)*...]; Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi...; Pakiet MiFID II, na który składają się: Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2014/65 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 638/2012; Rozporządzenie Delegowane Komisji Europejskiej nr 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy; pozostałe rozporządzenia/akty wykonawcze/techniczne.

Tabela 1.1. Instrumenty finansowe wymienione w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi
– podstawa prawna emisji, opis instrumentów, emitenci, inwestorzy

Papiery wartościowe – udziałowe	Podstawa prawna emisji	Opis instrumentu (w przypadku papierów wartościowych – miejsce obrotu)	Emitenci/Inwestorzy
1	2	3	4
AKCJE, PRAWA DO AKCJI (PDA), PRAWA POBORU (PP)	Kodeks spółek handlowych (KSH)	Akcja – papier wartościowy reprezentujący prawo współwłasności jej posiadacza w majątku spółki emitenta, dający akcjonariuszowi prawo głosu na WZ spółki, prawo do dywidendy i do udziału w podziale majątku spółki w razie jej likwidacji. Rodzaje akcji: imienne, na okaziciela, uprzywilejowane, zwykłe. PP – papier wartościowy dający posiadaczowi prawo pierwszeństwa przy zakupie akcji nowej emisji. PDA – instrumenty finansowe umożliwiające akcjonariuszom wyjście z inwestycji lub wejście w inwestycję przed rejestracją akcji nowej emisji. Akcje, PDA, PP notowane są na GPW, NewConnect	Emitenci: spółki akcyjne Inwestorzy: indywidualni oraz instytucjonalni
WARRANTY SUBSKRYPCYJNE	Kodeks spółek handlowych	Papier wartościowy, imienny/na okaziciela, emitowany przez spółkę akcyjną w celu podwyższenia jej kapitału zakładowego, uprawniający ich posiadacza do zapisu na akcje czy objęcia akcji (nie łącząc ich z prawami poboru przysługującymi dotychczasowym akcjonariuszom). Notowane na GPW, NewConnect	Emitenci: spółki akcyjne Inwestorzy: indywidualni oraz instytucjonalni
KWITY DEPOZYTOWE	KSH	Papier wartościowy poświadczający własność akcji spółki pochodzącej z kraju innego niż kraj, w którym kwit jest w obrocie. Kwit depozytowy jest kwotowany w walucie kraju emisji i podlega regulacjom prawnym tego kraju. Inaczej: Papier wartościowy wystawiony na rynku zagranicznym na podstawie akcji spółki notowanych w kraju jej siedziby. Notowane na giełdach	Emitenci: instytucje finansowe Inwestorzy: indywidualni oraz instytucjonalni – uczestnicy rynków zagranicznych

1	2	3	4
CERTYFIKATY INWESTYCYJNE	KSH; Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi; Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 19 maja 2017 r. w sprawie szczegółowej treści warunków emisji certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym	Papier wartościowy o charakterze udziałowym, potwierdzający udział w aktywach funduszu inwestycyjnego zamkniętego, dający jego posiadaczowi określone prawa majątkowe. Certyfikaty inwestycyjne, zgodnie z ustawą, mogą być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu (GPW, BondSpot, Catalyst). Na giełdzie notowane są także ETF-y, będące certyfikatami inwestycyjnymi bądź tytułami uczestnictwa funduszy inwestycyjnych zarządzanych pasywnie, wernie naśladujących np. dany indeks giełdowy. Są one papierem wartościowym notowanym tak jak akcje, z ciągłą wyceną inwestycji i handlem podczas sesji giełdowej. Pierwszy polski ETF, działający na mocy polskiego prawa, który zadebiutował na GPW SA w Warszawie 07.01.2019 r., to: Beta ETF WIG20TR Portfelowy FIZ, replikujący indeks WIG20, uwzględniający dywidendy. W sposób ciągły emituje on certyfikaty inwestycyjne jako fundusz zamknięty o specyficznej formie prawnej. Jednostką notowania ETF są także, jak wspomniano wyżej, tytuły uczestnictwa (na GPW SA, np. LYXOR ETF na indeks DAX czy LYXOR ETF na indeks S&P500)	Emitenci certyfikatów: fundusze inwestycyjne zamknięte. ETF – fundusze inwestycyjne zamknięte i otwarte Inwestorzy: inwestorzy indywidualni i instytucjonalni
Papiery wartościowe – dłużne	Podstawa prawna emisji	Opis instrumentu	Emitenci/Inwestorzy
OBLIGACJE	Ustawa o finansach publicznych i ustawy budżetowe wskazujące maksymalny pułap emisji (obligacje skarbowe); Ustawa o obligacjach; KSH; Ustawa Prawo bankowe (bankowe papiery wartościowe)	Papier wartościowy emitowany w serii (reprezentuje prawa majątkowe podzielone na równe jednostki), w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zobowiązując się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (pieniężnego bądź niepieniężnego, np. obligacje zamienne). Rodzaje obligacji wg ustawy o obligacjach: imienne, na okaziciela, partycypacyjne, zamienne, z prawem pierwszeństwa, wieczyste, przychodowe. Notowane na GPW, BondSpot, Catalyst	Emitenci: Ministerstwo Finansów, w imieniu Skarbu Państwa (obligacje skarbowe), jednostki samorządu terytorialnego, korporacje, instytucje finansowe Inwestorzy: inwestorzy indywidualni i instytucjonalni

1	2	3	4
LISTY ZASTAWNE	Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych	Hipoteczne listy zastawne – papier wartościowy imienny/na okaziciela emitowany przez banki hipoteczne na bazie ich wierzytelności kredytowych, zabezpieczonych hipoteką na nieruchomości, w których bank zobowiązuje się do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych na rzecz uprawnionego. Jeżeli bank w dniu wykupu listów zastawnych nie ma środków, wówczas wypowiada nieobserwowane kredyty hipoteczne, zajmując nieruchomości, a środki uzyskane z ich licytacji w pierwszej kolejności przeznaczają na wykup zapadłych hipotecznych listów zastawnych. Publiczne listy zastawne – papier wartościowy imienny/na okaziciela emitowany przez bank hipoteczny na bazie kredytów udzielonych lub zabezpieczonych przez wiarygodne podmioty publiczne, m.in. przez: NBP, EBC, rządy, banki centralne państw UE, OECD czy Skarb Państwa. Listy zastawne notowane są głównie na rynku Catalyst	Emitenci: banki hipoteczne Inwestorzy: indywidualni i instytucjonalni
Jednostki uczestnictwa i instrumenty rynku pieniężnego	Podstawa prawna emisji	Opis instrumentu	Emitenci/Inwestorzy
JEDNOSTKI UCZESTNICTWA	Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi	Instrument finansowy, udziałowy, który inwestor może nabywać w każdym dogodnym dla siebie momencie i umarzać w funduszu na żądanie (z częstotliwością określoną w statucie funduszu). Zasady ustalania wartości jednostki uczestnictwa: aktywa netto funduszu w danym dniu (czyli aktywa ogółem pomniejszone o zobowiązania) / ilość jednostek uczestnictwa będących w posiadaniu inwestorów w dniu wyceny. Fundusz ma obowiązek zapewnić inwestorom bezpłatną, kluczową informację. Informację dodatkową może zapewniać prospekt informacyjny	Emitenci: fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne otwarte Inwestorzy: indywidualni i instytucjonalni

1	2	3	4
CERTYFIKATY DEPOZYTOWE	Ustawa Prawo bankowe	Dłużny instrument finansowy, zaświadczenie wystawione przez bank, potwierdzające przyjęcie określonej kwoty pieniędzy na określony czas i po ustalonej stopie procentowej lub dyskonta (jeżeli klient kupuje go po niższej od nominalnej cenie, a w dniu wykupu otrzymuje wartość nominalną). Posiada cechę płynności, której nie ma alternatywny do certyfikatu produkt bankowy, jakim jest lokata terminowa. W przypadku braku płynnego rynku obrót certyfikatami organizuje bank emitujący lub to bank emitujący wykupuje je przed terminem, na żądanie klienta. Sprzedaz certyfikatu przed datą jego zapadalności nie powoduje utraty odsetek za okres utrzymywania tej inwestycji	Emitenci: banki Inwestorzy: indywidualni i instytucjonalni
BONY PIENIĘŻNE NBP	Ustawa o NBP; Uchwała nr 7/2015 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 12 marca 2015 r. w sprawie wprowadzenia „Regulaminu prowadzenia przez NBP rachunków i kont depozytowych bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP w systemie Skarbn4 oraz przeprowadzania w tym systemie operacji na papierach wartościowych	Krótkoterminowe, dłużne, na okaziciela, dyskontowe instrumenty finansowe emitowane od 1990 r. przez NBP, stanowiące podstawę przeprowadzania z bankami II szczebla podstawowych operacji otwartego rynku, regulujących płynność banków (obecnie, sprzedaż na przetargach bonów pieniężnych z 7-dniowym terminem zapadalności). Maksymalny termin zapadalności bonów pieniężnych NBP – 365 dni. Minimalny – 1 dzień. Nominał 10 tys. zł	Emitenci: bank centralny Inwestorzy na rynku pierwotnym: banki mające status dealera rynku pieniężnego oraz BFG Inwestorzy na rynku wtórnym: pozostałe banki

1	2	3	4
BONY KOMERCYJNE	Prawo wekslowe; Kodeks cywilny; Ustawa o obligacjach	Instrumenty finansowe o charakterze krótkoterminowym i dłużnym, zabezpieczone bądź niezabezpieczone, imienne/na okaziciela, emitowane przez przedsiębiorstwa w celu sfinansowania ich działalności bieżącej, eksploatacyjnej. Najczęściej sprzedawane z dyskontem. Alternatywa dla kredytów krótkoterminowych (obrotowych)	Emitenci: przedsiębiorstwa, organizator emisji, np. banki Inwestorzy: indywidualni i instytucjonalni
BONY SKARBOWE	Ustawa o finansach publicznych; Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie warunków emitowania bonów skarbowych; Kodeks cywilny	Instrumenty finansowe o charakterze dłużnym, krótkoterminowe (do 1 roku), dyskontowe, emitowane przez Ministra Finansów w imieniu Skarbu Państwa w celu sfinansowania niedoborów płynności, pokrycia bieżących potrzeb pożyczkowych państwa. Emitowane z okresem zapadalności od 1 do 90 dni oraz od 1 do 52 tygodni. Nominał 10 tys. zł	Emitenci: Ministerstwo Finansów w imieniu Skarbu Państwa. Przetarg organizuje NBP Inwestorzy: dealerzy skarbowych papierów wartościowych. Na rynku wtórnym: inwestorzy indywidualni i instytucjonalni
BONY MUNICYPALNE	Ustawa o finansach publicznych; Kodeks cywilny	Krótkoterminowy, dłużny, dyskontowy instrument finansowy emitowany przez jednostki samorządu terytorialnego, m.in. w celu finansowania deficytu budżetowego gminy, powiatu itd.	Emitenci: jednostki samorządu terytorialnego (gminy, powiaty, województwa i inne) Inwestorzy: indywidualni i instytucjonalni

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Szczęsna, Burska, *Warranty subskrypcyjne...*; Puszer, 2015, s. 480; Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach; PP i PDA; Mazurek, *Warto wiedzieć*; Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi; Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe; Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych; Siwek, Wojakowski, 2016, s. 23–24]. Na ten temat także: [Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych; Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny; Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe; Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych; Pałasz, *Polski ETF debiutuje na GPW; ETF-y*].