

internetowy

# KWARTALNIK ANTYMONOPOLOWY I REGULACYJNY

6(12)

2023

SERIA REGULACYJNA

- **Wstrzymanie na podstawie art. 31za ustawy z 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i wywołanych nimi sytuacji kryzysowych biegu terminów dokonania czynności przez Komisję Nadzoru Finansowego w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym**
- **Prowadzenie rejestru akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych – uwagi na tle art. 328(1) kodeksu spółek handlowych**
- **Zaufanie społeczne a uwarunkowania psychologiczne atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych banków**
- **Jak wykorzystanie finansów zdecentralizowanych może zwiększyć dostęp mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego – założenia do eksperymentu ekonomicznego**
- **Koszty pozyskiwania kapitału w drodze emisji obligacji na gruncie podatku dochodowego od osób prawnych**
- **Szacowanie rozsądnego zysku w ramach opłat za dostęp do obiektów kolejowej infrastruktury usługowej na przykładzie stacji pasażerskich**

ISSN 2299-5749

internetowy  
KWARTALNIK  
ANTYMONOPOLOWY I  
REGULACYJNY

6(12)

2023

149. publikacja Programu Wydawniczego CARS

Redaktor naczelny: dr hab. Anna Piszcz, prof. UwB

Redaktor statystyczny: prof. dr hab. Jerzy Wierziński

Redaktor językowy: Anita Sosnowska

Projekt okładki: Darek Kondefer

ISSN: 2299-5749

Licencja: Creative Commons 4.0 Polska

Redakcja: Centrum Studiów Antymonopolowych i Regulacyjnych (CARS);

PL – 02-678 Warszawa, ul. Szturmowa 3; tel. (+48-22) 55-34-126;

[www.ikar.wz.uw.edu.pl](http://www.ikar.wz.uw.edu.pl)

e-mail: [ikar@wz.uw.edu.pl](mailto:ikar@wz.uw.edu.pl)

Wydawca: Uniwersytet Warszawski, ul. Krakowskie Przedmieście 26/28,

PL – 00-927 Warszawa; tel. (+48-22) 55-34-164

Skład i łamanie: Dom Wydawniczy ELIPSA;

PL – 00-189 Warszawa, ul. Inflancka 15/198;

tel.: (+48-22) 635-03-01; [www.elipsa.pl](http://www.elipsa.pl)

e-mail: [elipsa@elipsa.pl](mailto:elipsa@elipsa.pl)

CARS

Centre for Antitrust and Regulatory Studies  
Centrum Studiów Antymonopolowych i Regulacyjnych



## RADA NAUKOWA

Prof. dr hab. **Andrzej Wróbel** (sędzia Sądu Najwyższego w stanie spoczynku) – przewodniczący.

Prof. dr hab. **Cezary Kosikowski** (doktor honoris causa Uniwersytetu im. Pavla Jozefa Šafárika w Koszycach, emerytowany pracownik Uniwersytetu w Białymstoku) – wiceprzewodniczący.

Członkowie:

Prof. dr hab. **Jan Barcz** (kierownik Katedry Prawa Międzynarodowego i Prawa Unii Europejskiego Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie).

Prof. dr hab. **Sławomir Dudzik** (Katedra Prawa Europejskiego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego).

Prof. dr hab. **Anna Fornalczyk** (partner COMPER Fornalczyk i Wspólnicy Sp.j.).

Prof. ALK dr hab. **Waldemar Hoff** (kierownik Katedry Prawa Administracyjnego i Prawa Administracyjnego Gospodarczego Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie).

Prof. dr hab. **Leon Kieres** (sędzia Trybunału Konstytucyjnego).

Prof. dr hab. **Konrad Kohutek** (kierownik Katedry Publicznego Prawa Gospodarczego na Wydziale Prawa, Administracji i Stosunków Międzynarodowych Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza-Modrzewskiego).

Dr hab. **Krystyna Kowalik-Bańczyk** (sędzia Sądu UE).

Prof. UMCS dr hab. **Grzegorz Kozioł** (Instytut Nauk Prawnych, Wydział Prawa i Administracji, Uniwersytet Marii Skłodowskiej-Curie w Lublinie).

Prof. dr hab. **Małgorzata Król-Bogomilska** (kierownik Katedry Prawa Karnego na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego).

Prof. INP PAN dr hab. **Dawid Miąsik** (Zakład Prawa Europejskiego INP PAN; sędzia Sądu Najwyższego).

Prof. USZ dr hab. **Rajmund Molski** (kierownik Katedry Prawa Gospodarczego Publicznego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Szczecińskiego).

Prof. ALK dr hab. **Bartłomiej Nowak** (Katedra Prawa Międzynarodowego i Prawa UE Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie; Prorektor ds. Współpracy z Otoczeniem w Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie).

Prof. UAM dr hab. **Bożena Popowska** (Zakład Publicznego Prawa Gospodarczego, Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu; emerytowana sędzia NSA).

Prof. dr hab. **Tadeusz Skoczny** (honorowy dyrektor CARS).

Prof. dr hab. **Kazimierz Strzyczkowski** (Akademia Ekonomiczno-Humanistyczna w Warszawie).

Prof. dr hab. **Włodzimierz Szpringer** (Kierownik Katedry Prawa Administracyjnego i Finansowego Przedsiębiorstw w Szkole Głównej Handlowej; Katedra Prawnych Problemów Administracji i Zarządzania Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego).

## KOLEGIUM REDAKCYJNE

Prof. UwB dr hab. **Anna Piszcz** (kierownik Pracowni Prawa Gospodarczego Publicznego Wydziału Prawa Uniwersytetu w Białymstoku) – redaktor naczelna; e-mail: [piszcz@uw.edu.pl](mailto:piszcz@uw.edu.pl).

Dr hab. **Maciej Bernatt** (dyrektor Centrum Studiów Antymonopolowych i Regulacyjnych i kierownik Zakładu Europejskiego Prawa Gospodarczego na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego) – zastępca redaktora naczelnego ds. ochrony konkurencji i konsumentów; e-mail: [mbernatt@wz.uw.edu.pl](mailto:mbernatt@wz.uw.edu.pl).

Prof. dr hab. **Stanisław Piątek** (kierownik Zakładu Administracyjno-Prawnych Problemów Zarządzania Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego) – zastępca redaktora naczelnego ds. regulacji sektorowych; e-mail: [spiątek@wz.uw.edu.pl](mailto:spiątek@wz.uw.edu.pl).

Prof. dr hab. **Jerzy Wierzbński** (kierownik Zakładu Metod Matematycznych i Statystycznych Zarządzania Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego) – redaktor statystyczny; e-mail: [wierzbinski@wz.uw.edu.pl](mailto:wierzbinski@wz.uw.edu.pl).

Prof. UW dr hab. **Cezary Banasiński** (kierownik Centrum Prawa Technologii Cyfrowych i Przedsiębiorczości WPIA UW) – redaktor tematyczny ds. ustrojowego prawa konkurencji; e-mail: [c.banasinski@wpia.uw.edu.pl](mailto:c.banasinski@wpia.uw.edu.pl).

Dr **Michał Będkowski-Kozioł** (Zakład Publicznego Prawa Gospodarczego, Katedra Prawa Gospodarczego i Gospodarki Cyfrowej, Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie) – redaktor tematyczny ds. regulacji transportu; e-mail: [m.bedkowski.koziol@uksw.edu.pl](mailto:m.bedkowski.koziol@uksw.edu.pl).

Dr **Mateusz Chołodecki** (CARS) – redaktor tematyczny ds. regulacji komunikacji elektronicznej; e-mail: [mateusz.cholodecki@amu.edu.pl](mailto:mateusz.cholodecki@amu.edu.pl).

Dr hab. **Marzena Czarnecka**, prof. ucz. (kierownik Katedry Transformacji Energetycznej Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach) – redaktor tematyczna ds. regulacji sektora elektroenergetycznego i odnawialnych źródeł energii; e-mail: [marzena.czarnecka@ue.katowice.pl](mailto:marzena.czarnecka@ue.katowice.pl).

Prof. WSiIZ dr hab. **Agata Jurkowska-Gomułka** (kierownik Katedry Nauk o Polityce i Administracji w Kolegium Mediów i Komunikacji Społecznej Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie; prorektor WSiIZ ds. Nauki) – redaktor tematyczna ds. materialnoprawnych reguł konkurencji; e-mail: [ajurkowska@wsiz.edu.pl](mailto:ajurkowska@wsiz.edu.pl).

Dr **Magdalena Knapp** (Zakład Europejskiego Prawa Gospodarczego na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego) – redaktor tematyczna ds. przeciwdziałania nieuczciwemu wykorzystywaniu przewagi kontraktowej; e-mail: [mknapp@wz.uw.edu.pl](mailto:mknapp@wz.uw.edu.pl).

Dr **Marcin Kraśniewski** (adiunkt w Katedrze Transformacji Energetycznej Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach) – redaktor tematyczny ds. regulacji sektora gazowego, ciepłowniczego i paliwowego; e-mail: [mar.krasniewski@gmail.com](mailto:mar.krasniewski@gmail.com).

Prof. INP PAN dr hab. **Grzegorz Materna** (kierownik Zakładu Prawa Konkurencji, Instytut Nauk Prawnych PAN) – redaktor tematyczny ds. procesowego prawa konkurencji; e-mail: [g\\_materna@wp.pl](mailto:g_materna@wp.pl).

Prof. UŁ dr hab. **Monika Namysłowska** (kierownik Katedry Europejskiego Prawa Gospodarczego WPIA UŁ) – redaktor tematyczna ds. ochrony konsumentów; e-mail: [mnamyslowska@wpia.uni.lodz.pl](mailto:mnamyslowska@wpia.uni.lodz.pl).

Prof. UW r dr hab. **Edyta Rutkowska-Tomaszewska** (Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii, Uniwersytet Wrocławski) – redaktor tematyczna ds. regulacji rynku finansowego i ochrony klienta usług finansowych; e-mail: [edyta.rutkowska-tomaszewska@uwr.edu.pl](mailto:edyta.rutkowska-tomaszewska@uwr.edu.pl).

Dr **Dominik Wolski** (Akademia Leona Koźmińskiego w Warszawie) – redaktor tematyczny ds. prywatnoprawnego egzekwowania prawa konkurencji; e-mail: [dwolski@kozminski.edu.pl](mailto:dwolski@kozminski.edu.pl).

**Michał Rzemyszkiewicz** (Koordynator Krajowy CARS) – redaktor techniczny; e-mail: [ikar@wz.uw.edu.pl](mailto:ikar@wz.uw.edu.pl); [Mrzemyszkiewicz@wz.uw.edu.pl](mailto:Mrzemyszkiewicz@wz.uw.edu.pl).

## Spis treści

<b>O aktualnych wybranych problemach na rynku finansowym</b> (od Redaktorek tematycznych numeru) .....	5
---	---

### Artykuły

Joanna Róg-Dyrda, <b>Wstrzymanie na podstawie art. 31za ustawy z 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i wywołanych nimi sytuacji kryzysowych biegu terminów dokonania czynności przez Komisję Nadzoru Finansowego w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym</b> .....	8
Paweł Czaplicki, <b>Prowadzenie rejestru akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych – uwagi na tle art. 328(1) kodeksu spółek handlowych</b> .....	24
Krzysztof Świeszczak, <b>Zaufanie społeczne a uwarunkowania psychologiczne atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych banków</b> ...	31
Dariusz Sobolewski, <b>Jak wykorzystanie finansów zdecentralizowanych może zwiększyć dostęp mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego – założenia do eksperymentu ekonomicznego</b> .....	50
Anna Kasperowicz, Robert Piechota, <b>Koszty pozyskiwania kapitału w drodze emisji obligacji na gruncie podatku dochodowego od osób prawnych</b> .....	59
Leszek Borowiec, <b>Szacowanie rozsądnego zysku w ramach opłat za dostęp do obiektów kolejowej infrastruktury usługowej na przykładzie stacji pasażerskich</b> .....	70

### Recenzje piśmiennictwa

Michał Nowakowski, <b>Sztuczna inteligencja. Praktyczny przewodnik dla sektora innowacji finansowych, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2023, s. 270</b> (Krzysztof Waliszewski) .....	84
---	----

<b>Contents, Summaries and Key Words</b> .....	86
--	----

## O aktualnych wybranych problemach na rynku finansowym (od Redaktorek tematycznych numeru)

Z nadzieją na życzliwe przyjęcie, oddajemy w ręce Czytelników kolejny (szósty) numer czasopisma naukowego „iKAR”. Istnieją momenty w historii, kiedy z powodu kryzysów istotne stają się rozważania o instytucjach i instrumentach stanowiących antidotum na problemy. W takich okolicznościach ważne jest podjęcie próby poznania i zrozumienia prawidłowości oraz mechanizmów funkcjonowania aktualnych procesów zachodzących na rynkach finansowych. Uporządkowanie postrzegania rzeczywistości dzięki badaniom teoretycznym i praktycznym pozwala lepiej zrozumieć teraźniejsze problemy i wyzwania stojące przed uczestnikami rynków finansowych. W niniejszym numerze podjęto właśnie taką próbę. Temu celowi służą rozważania i refleksje skoncentrowane wokół finansów, mechanizmów, instrumentów, instytucji oraz klientów.

Numer szósty dedykowany przede wszystkim rynkowi finansowemu zawiera sześć artykułów naukowych napisanych przez Autorów, reprezentujących różne uczelnie, a także jedną recenzję książki. Zawartość poszczególnych artykułów porusza w szczególności problematykę systemu finansowego (w tym momencie pojawia się wątek zdecentralizowanych *finansów*) i jego segmentów, w tym sektora FinTech. Przedstawiona przez Autorów tematyka dotyczy również analizy różnych zjawisk na rynku finansowym i instrumentów finansowych w szerokim znaczeniu oraz dalszych skutków związanych z funkcjonowaniem systemu finansowego, takich jak: obligacje, akcje czy podatki. Autorzy koncertowali ponadto swoją uwagę na instytucjach pełniących funkcje nadzorcze wobec tego rynku. Niniejszy zeszyt zawiera również artykuł o szacowaniu rozsądnego zysku w ramach opłat za dostęp do obiektów kolejowej infrastruktury usługowej, obejmujący elementy finansowe i regulacji rynków.

Niniejszy zeszyt zawiera również artykuł o szacowaniu rozsądnego zysku w ramach opłat za dostęp do obiektów kolejowej infrastruktury usługowej, a tematyka ta obejmuje elementy finansowe i regulacji rynków.

W artykule otwierającym autorstwa **Joanny Róg-Dyrdy** opisano bardzo ważne zagadnienie natury prawnej, jakim jest wstrzymanie terminów podjęcia działań przez Komisję Nadzoru Finansowego mających znaczenie dla funkcjonowania rynku finansowego w perspektywie rozwiązań dotyczących zapobiegania, przeciwdziałania i zwalczania COVID-19 i innych chorób zakaźnych oraz wywołanych przez nie sytuacji kryzysowych.

W kolejnym artykule **Paweł Czaplicki** podejmuje natomiast temat prowadzenia rejestru akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych, w perspektywie kodeksu spółek handlowych. Autor, wykorzystując metodę dogmatyczno-prawną, podejmuje próbę odpowiedzi na pytanie, czy w świetle obowiązującego art. 328(1) k.s.h. prowadzenie rejestru akcjonariuszy z wykorzystaniem rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych jest w Polsce możliwe. Weryfikuje



przy tym hipotezę badawczą, że przepisy prawa, obowiązujące w tym zakresie, uniemożliwiają obecnie prowadzenie rejestru akcjonariuszy w takiej formie.

Kwestie zaufania społecznego oraz uwarunkowań psychologicznych atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych banków stanowią główną oś rozważań **Krzysztofa Świeszczaka**. Autor stawia sobie za cel, zbadanie znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych sektorów bankowego oraz FinTech. W artykule weryfikacji poddano hipotezę badawczą, że średni poziom znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech nie różni się w sposób istotny statystycznie dla klientów indywidualnych sektorów bankowego oraz FinTech.

Przystępując do analiz ważnego aspektu dla sprawnego działania gospodarki, czyli różnorodności i efektywności poszczególnych źródeł finansowania, ważne jest ustalenie czy finanse zdecentralizowane mogą stanowić alternatywę wobec tradycyjnych modeli finansowania mikro- i małych przedsiębiorstw. Takiego zadania podjął się w kolejnym artykule **Dariusz Sobolewski**. Za cel opracowania Autor przyjął identyfikację zdecentralizowanych finansów jako rozwiązania zwiększającego dostępność mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego.

W artykule napisanym przez dwoje Autorów **Annę Kasperowicz i Roberta Piechotę** analizowano aspekty podatkowe pozyskiwania kapitału w drodze emisji obligacji. Punktem wyjścia rozważań było stwierdzenie, że prowadzenie działalności gospodarczej zależy w dużym stopniu od dysponowania środkami pieniężnymi. Jednym ze źródeł finansowania są obligacje będące interesującymi i skomplikowanymi instrumentami rynku finansowego. Autorzy w sposób szczegółowy odnoszą się do opodatkowania obligacji w postaci podatku dochodowego, podatku od wartości dodanej oraz podatku od czynności cywilnoprawnych, które mogą wystąpić w związku z emisją obligacji.

Natomiast artykuł autorstwa **Leszka Borowca** zawiera propozycje sposobu szacowania rozsądnego zysku dla podmiotów udostępniających obiekty kolejowej infrastruktury usługowej z wykorzystaniem zaangażowanego kapitału oraz jego kosztu. Autor postuluje wzmocnienie roli regulatora rynku w zakresie określenia zasad szacowania rozsądnego zysku.

W tym numerze czasopisma przedstawiono również recenzję książki autorstwa Michała Nowakowskiego pod tytułem *Sztuczna inteligencja. Praktyczny przewodnik dla sektora innowacji finansowych*. Autorem recenzji jest **Krzysztof Waliszewski**, który ocenia opracowanie jako praktyczny poradnik czy przewodnik. Recenzent podkreśla aktualność podjętej tematyki, wysoką jakość prowadzonych wywodów, wykorzystanie bogatej literatury przedmiotu, przede wszystkim anglojęzycznej oraz praktyczne podejście. Jako jeden z głównych walorów ocenianego opracowania eksponuje fakt, że jest to pierwsza książka prezentująca problematykę sztucznej inteligencji w instytucjach finansowych, co oznacza, że będzie stanowiła punkt odniesienia do kolejnych publikacji z tego zakresu.

Szerokie spektrum, zaprezentowanych w tym numerze treści odzwierciedla bogactwo tylko niektórych problemów na rynku regulowanym, w szczególności współczesnym rynku finansowym. Ma szansę także sprawić, że użytkownicy usług finansowych odnajdą w tych artykułach

podpowiedzi do rozwiązania wielu istotnych problemów praktycznych, a naukowcy z kolei inspirowane do dalszych badań myśli, ale przede wszystkim użyteczne uwagi i informacje. Życzymy Czytelnikom interesującej lektury, a także zachęcamy do prezentowania na łamach czasopisma „iKAR” wyników własnych badań.

*dr hab. Iwona Dorota Czechowska, prof. UŁ*

Uniwersytet Łódzki

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8051-5324>

e-mail: [dorota.czechowska@uni.lodz.pl](mailto:dorota.czechowska@uni.lodz.pl)

*dr hab. Edyta Rutkowska-Tomaszewska, prof. UW*

Uniwersytet Wrocławski

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9359-7034>

e-mail: [edyta.rutkowska-tomaszewska@uwr.edu.pl](mailto:edyta.rutkowska-tomaszewska@uwr.edu.pl)

Joanna Róg-Dyrda\*

## Wstrzymanie na podstawie art. 31za ustawy z 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i wywołanych nimi sytuacji kryzysowych biegu terminów dokonania czynności przez Komisję Nadzoru Finansowego w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym

### Spis treści

- I. Zagadnienia wstępne
- II. Zakres zastosowania art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do czynności podejmowanych przez organ nadzoru nad rynkiem finansowym
  1. Wykładnia literalna
  2. Wykładnia systemowa
  3. Wykładnia autentyczna, funkcjonalna i celowościowa
  4. Stosowanie art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do terminu do wniesienia sprzeciwu przez KNF
- III. Wątpliwości interpretacyjne związane z momentem wstrzymania terminu do podjęcia przez KNF czynności w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym i dalszym jego biegiem
- IV. Zasada rozstrzygnięcia wątpliwości interpretacyjnych na korzyść strony
- V. Podsumowanie

### Streszczenie

Celem artykułu jest analiza kwestii wstrzymania terminów do podjęcia działań przez Komisję Nadzoru Finansowego w ramach nadzoru sprawowanego na rynku finansowym na podstawie art. 31za ustawy z 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i wywołanych nimi sytuacji kryzysowych. Artykuł skupia się na wątpliwościach interpretacyjnych, które powstały w orzecznictwie oraz skutkach regulacji dla pewności prawa.

**Słowa kluczowe:** przedawnienie; Komisja Nadzoru Finansowego; wstrzymanie terminów; nadzór administracyjny; nadzór finansowy; COVID-19.

**JEL:** K22, K23

\* Doktor nauk prawnych; adiunkt w Katedrze Prawa i Postępowania Administracyjnego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego; radca prawny; e-mail: joanna.rog@wpia.uw.edu.pl. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2932-8312>.



## I. Zagadnienia wstępne

Wybuch epidemii COVID-19 wymusił wprowadzenie ekstraordynaryjnych środków prawnych. Większość z nich została ukonstytuowana w ustawie z 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i związanych z nimi sytuacji kryzysowych<sup>1</sup> i aktach wykonawczych. Ustawa covidowa, w związku z dynamiką sytuacji, była wielokrotnie nowelizowana, a jakość unormowań i tryb ich przyjmowania budzi zaś powszechną krytykę (Ura, 2021, s. 206).

Jedną z pierwszych zmian, wprowadzoną przez ustawę z 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i związanych z nimi sytuacji kryzysowych<sup>2</sup>, było dodanie do ustawy covidowej art. 31za regulującego kwestię biegu terminów do podjęcia czynności, w tym czynności nadzorczych, przez KNF. Zgodnie z art. 31za ust. 1 ustawy covidowej w przypadku ogłoszenia stanu zagrożenia epidemicznego albo stanu epidemii bieg terminów do podjęcia przez Komisję Nadzoru Finansowego czynności, w tym czynności nadzorczych, terminów załatwiania spraw oraz terminów przewidzianych do wydania decyzji lub postanowienia kończącego postępowanie w sprawie albo wniesienia sprzeciwu nie rozpoczyna się, a rozpoczęty ulega zawieszeniu do dnia odwołania stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii, chyba że Komisja Nadzoru Finansowego wyda decyzję załatwiająca sprawę, dokona czynności, wyda decyzję lub postanowienie kończące postępowanie w sprawie albo wniesie sprzeciw.

Zgodnie zaś z art. 31za ust. 2 ustawy covidowej w sprawach z zakresu właściwości Komisji Nadzoru Finansowego bieg terminu przedawnienia, o którym mowa w art. 189g § 1 i 3 k.p.a., nie rozpoczyna się, a rozpoczęty ulega zawieszeniu do dnia odwołania stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii.

Artykuł 31za został wprowadzony wraz z wejściem w życie nowelizacji z 31 marca 2020 r., z tym że z mocą wsteczną od 8 marca 2020 r., co już w samo w sobie może budzić istotne wątpliwości z punktu widzenia jego zgodności z Konstytucją RP. Zasada *lex retro non agit* w polskim porządku prawnym nie ma charakteru absolutnego i można od niej wyjątkowo odstępować. Jak słusznie wskazuje Naczelny Sąd Administracyjny w wyroku z 18 maja 2022 r., I OSK 1776/21<sup>3</sup>, „przepisy działające wstecz można bowiem wyjątkowo uznać za zgodne z zasadą demokratycznego państwa prawnego, jeżeli:

- 1) nie są to przepisy prawa karnego ani regulacje zakładające podporządkowanie jednostki państwu (np. prawo daninowe);
- 2) mają one rangę ustawową;
- 3) ich wprowadzenie jest konieczne (niezbędne) dla realizacji lub ochrony innych, ważniejszych i konkretnie wskazanych wartości konstytucyjnych;
- 4) spełniona jest zasada proporcjonalności, tzn. racje konstytucyjne przemawiające za retroaktywnością równoważą jej negatywne skutki;

<sup>1</sup> Ustawa z dn. 2.03.2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i związanych z nimi sytuacji kryzysowych (t.j. Dz. U. 2023 poz. 1327 ze zm.); dalej: ustawa covidowa.

<sup>2</sup> Ustawa z dn. 31.03.2020 r. o zmianie o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i związanych z nimi sytuacji kryzysowych (Dz. U. 2020 poz. 568).

<sup>3</sup> Wyr. NSA z 18.05.2022 r., I OSK 1776/21, CBOSA.

- 5) nie powodują one ograniczenia praw lub zwiększenia zobowiązań adresatów norm prawnych, a przeciwnie – poprawiają sytuację prawną niektórych adresatów danej normy prawnej;
- 6) problem rozwiązywany przez te regulacje nie był znany ustawodawcy wcześniej i nie mógł być rozwiązany z wyprzedzeniem bez użycia przepisów działających wstecz”.

Analiza przeprowadzona niżej dowodzi, że wskazane wyżej warunki nie są spełnione – przede wszystkim zawieszenie biegu terminów do podjęcia czynności przez KNF wpływa negatywnie na sytuację prawną innych stron stosunku prawnoadministracyjnego.

Jeszcze większe wątpliwości budzi jednak zakres zastosowania art. 31za ustawy covidowej do terminów przedawnienia odpowiedzialności administracyjnej oraz terminów rozstrzygnięcia sprawy załatwianej milcząco, zwłaszcza w przypadkach, w których terminy te wynikają z przepisów stanowiących implementację dyrektyw unijnych. Problem wykładni art. 31za ustawy covidowej w kontekście przedawnienia odpowiedzialności administracyjnej został już poruszony w doktrynie (Wajda, 2022, s. 30–39; Tybuszewski, 2023, s. 42–45), rozbieżności w orzecznictwie wskazują zaś na jego istotność.

Nie odnoszono się przy tym szerzej do kwestii niejasności zakresu zastosowania art. 31za ust. 2 ustawy covidowej do terminów przedawnienia, o których mowa w art. 189g § 1 i 3 k.p.a. oraz do problematyki stosowania art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do terminów załatwienia sprawy załatwianej poprzez milczącą zgodę. Ustalenie, do jakich terminów ma zastosowanie art. 31za ustawy covidowej jest istotne z uwagi nie tylko na obecnie toczące się postępowania administracyjne, lecz także na przepisy ustawy z 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku<sup>4</sup>, które w istotny sposób poszerzają krąg podmiotów, które potencjalnie mogą ponosić odpowiedzialność administracyjną.

W związku z tym celem artykułu jest dokonanie wykładni art. 31za ustawy covidowej w odniesieniu zarówno do zakresu zastosowania tego przepisu do terminów materialnoprawnych regulujących zasady ponoszenia odpowiedzialności na rynku finansowym, jak i do terminów przedawnienia z art. 189g § 1 i 3 k.p.a., jak również w odniesieniu do wstrzymania biegu terminów, które stanowią implementację przepisów unijnych.

## **II. Zakres zastosowania art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do czynności podejmowanych przez organ nadzoru nad rynkiem finansowym**

### **1. Wykładnia literalna**

Jak już wskazano, zgodnie z art. 31za ust. 1 ustawy covidowej, w przypadku ogłoszenia stanu zagrożenia epidemicznego albo stanu epidemii bieg terminów do podjęcia przez Komisję Nadzoru Finansowego czynności, w tym czynności nadzorczych, terminów załatwiania spraw oraz terminów przewidzianych do wydania decyzji lub postanowienia kończącego postępowanie w sprawie albo wniesienia sprzeciwu nie rozpoczyna się, a rozpoczęty ulega zawieszeniu do dnia odwołania stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii, chyba że Komisja Nadzoru Finansowego

<sup>4</sup> Ustawa z dn. 16.08.2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. 2023 poz. 1723).

wyda decyzję załatwiająca sprawę, dokona czynności, wyda decyzję lub postanowienie kończące postępowanie w sprawie albo wniesie sprzeciw. W okresie od 16 kwietnia 2020 r. do 16 maja 2020 r. art. 31za ust. 1 ustawy covidowej *in fine* wskazywał dodatkowo, że „w zakresie nieuregulowanym stosuje się art. 15zszs”<sup>5</sup>. Z dniem 16 maja 2020 r. uchylono art. 15zszs<sup>6</sup> i w związku z tym również znowelizowano art. 31za ust. 1 ustawy covidowej, wykreślając z niego odwołanie do uchylonego art. 15zszs.

Zgodnie z wykładnią literalną art. 31za ust. 1 ustawy covidowej powinien być odczytywany jako odnoszący się wyłącznie do zawieszania terminów procesowych dotyczących czynności dokonywanych przez KNF (tak również Wajda, 2022, s. 31). Potwierdza to również wspomniane wyżej okresowe odwołanie do pomocniczego stosowania art. 15zszs ustawy covidowej, który wprost regulował przedawnienie terminów procesowych.

Organ nadzoru interpretuje wskazaną regulację jednak odmiennie, rozszerzając zakres zastosowania art. 31za ust. 1 ustawy covidowej również na terminy przedawnienia możliwości nałożenia kary administracyjnej, które mają charakter terminów materialnych, a nie terminów procesowych. Argumentacja organu została szeroko opisana w wyrokach Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie, w których to sąd – w zależności od składu orzekającego – przychylił się do niej, uznając że art. 31za ust. 1 ustawy covidowej ma zastosowanie także do terminów wydania decyzji w przedmiocie odpowiedzialności administracyjnej<sup>7</sup> lub, przyjmując, że terminy te mają charakter materialnoprawny, orzekł odmiennie<sup>8</sup>.

Jak wynika z analizy części sprawozdawczych uzasadnień wyroków Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego, KNF stoi na stanowisku, zgodnie z którym art. 31za ust. 1 ustawy covidowej odnosi się do wszystkich terminów do podjęcia przez KNF czynności, w tym terminów do wydania decyzji administracyjnej w przedmiocie odpowiedzialności administracyjnej, takich jak termin z art. 96 ust. 7 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>9</sup>. Zgodnie z tą interpretacją ogłoszenie stanu zagrożenia epidemicznego albo stanu epidemii powoduje wstrzymanie biegu w zasadzie wszystkich terminów, w których KNF powinna dokonać czynności w toku postępowania administracyjnego, ale także terminów określających czas, w którym w ogóle KNF może ukształtować sytuację prawną podmiotu nadzorowanego zgodnie z przepisami prawa materialnego. Organ przyjmuje również, że w przypadku podjęcia czynności, takich jak np. wydanie postanowienia o wszczęciu postępowania<sup>10</sup> czy skierowanie wezwania do strony już toczącego się postępowania, bieg terminu rozpoczyna się lub termin biegnie dalej. Jeżeli zatem w dniu wejścia w życie art. 31za ust. 1 ustawy covidowej toczyło się postępowanie administracyjne, to bieg terminów do podejmowania czynności czy załatwienia sprawy został zawieszony, a następnie zaczął biec od momentu podjęcia

<sup>5</sup> Art. 31za ust. 1 ustawy covidowej był zmodyfikowany przez ustawę z dn. 16.04.2020 r. o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenieniem się wirusa SARS-CoV-2 (Dz. U. 2020 poz. 695).

<sup>6</sup> Ustawa z dn. 14.05.2020 r. o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenieniem się wirusa SARS-CoV-2 (Dz. U. 2020 poz. 875).

<sup>7</sup> Wyr. WSA w Warszawie z dn. 27.1.2022 r., VI SA/Wa 497/21, niepubl.; z dn. 14.02.2022 r., VI SA/Wa 2678/21, CBOSA; z dn. 14.02.2022 r., VI SA/Wa 2679/21, CBOSA; z dn. 29.03.2022 r., VI SA/Wa 2657/21, CBOSA; z dn. 29.03.2022 r., VI SA/Wa 2677/21, CBOSA; z dn. 29.03.2022 r., VI SA/Wa 2743/21, CBOSA; z dn. 9.02.2023 r., VI SA/Wa 2327/22, niepubl.

<sup>8</sup> Wyr. WSA w Warszawie z dn. 27.09.2023 r., VI SA/Wa 1266/21, CBOSA; z dn. 13.10.2022 r., VI SA/Wa 1284/22, CBOSA; z dn. 8.12.2022 r., VI SA/Wa 1848/22, CBOSA; z dn. 16.06.2023 r., VI SA/Wa 2091/23, CBOSA.

<sup>9</sup> Ustawa z dn. 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. 2022 poz. 2554 ze zm.); dalej: ustawa o ofercie publicznej.

<sup>10</sup> Tak w uzasadnieniu wyr. WSA w Warszawie z dn. 16.06.2023 r. IV SA/Wa 2091/23, CBOSA.

przez KNF czynności, przykładem skierowania do strony wezwania<sup>11</sup>. Wydaje się przy tym, że organ stoi na stanowisku, zgodnie z którym termin zaczyna biec w przypadku czynności odnoszących się do istoty sprawy. Taką interpretację, tyle że na gruncie rozpatrywania skargi kasacyjnej od wyroku oddalającego skargę na bezczynność i przewlekłość KNF, zaprezentował również NSA w wyroku z 21 stycznia 2022 r., II GSK 1909/21<sup>12</sup>. NSA przyjął, że dokonanie czynności procesowej polegającej na zawiadomieniu strony w trybie art. 36 § 1 k.p.a. o wyznaczeniu kolejnego terminu załatwienia sprawy nie stanowi czynności, o której mowa w art. 31za ust. 1 ustawy covidowej. Należy przy tym zaznaczyć, że NSA nie przesądził w ogóle kwestii stosowania art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do terminów materialnoprawnych, gdyż nie było to przedmiotem kontroli.

Konstrukcja art. 31za ust. 1 ustawy covidowej składa się z dwóch części. W pierwszej części ustawodawca określił terminy, jakich dotyczy skutek wywołany ogłoszeniem stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii. Są to terminy do podjęcia czynności nadzorczych, terminy załatwienia spraw, terminy przewidziane do wydania decyzji lub postanowienia kończącego postępowanie w sprawie, terminy do wniesienia sprzeciwu. W drugiej części wskazano zdarzenia, które niweczą ten skutek. Są to: wydanie decyzji załatwiającej sprawę, dokonanie czynności, wydanie decyzji lub postanowienia kończącego postępowanie albo wniesienie sprzeciwu. Należy zwrócić uwagę, że zbiory te nie są rozłączne. Dokonanie właściwej interpretacji jest utrudnione z uwagi choćby na to, że wydanie decyzji, postanowienia czy wydanie sprzeciwu mieści się w zbiorze czynności, w tym czynności nadzoru (tak uprzedniego, jak następczego). Natomiast wydanie decyzji administracyjnej zasadniczo także będzie wydaniem decyzji kończącej sprawę, podobnie jak sprzeciw wnoszony przez Komisję Nadzoru Finansowego wydawany jest w formie decyzji administracyjnej, a zatem także będzie decyzją kończącą sprawę (ustawodawca rozróżnił tu jednak moment wydania decyzji od momentu doręczenia sprzeciwu i traktuje to drugie zdarzenie jako wniesienie sprzeciwu).

Zdarzenia te odnoszą się do terminów procesowych, regulowanych zasadniczo przez przepisy k.p.a., takich jak terminy załatwienia sprawy określone w art. 35 k.p.a., względnie do terminów instrukcyjnych o charakterze *lex specialis* wynikających z przepisów ustaw szczególnych dotyczących nadzoru nad rynkiem finansowym. W żadnym wypadku nie można uznać, że art. 31za ust. 1 ustawy covidowej będzie miał zastosowanie do terminów materialnoprawnych, takich jak termin przedawnienia.

Unormowania dotyczące przedawnienia możliwości zastosowania kary administracyjnej, nakładanej w drodze decyzji administracyjnej, zostały wprowadzone jako przepisy szczególne w regulacjach dotyczących rynku kapitałowego. Przepisy te spełniają tę samą funkcję co inne regulacje dotyczące przedawnienia, w tym wprowadzone w 2017 r. w art. 189g k.p.a. przedawnienie możliwości nałożenia lub egzekucji administracyjnej kary pieniężnej lub art. 68 ust. 1 ordynacji podatkowej. Jako przykład można wskazać przywołany już art. 96 ust. 7 ustawy o ofercie publicznej, zgodnie z którym kara, o której mowa w art. 96 ust. 6 ustawy o ofercie publicznej, nie może zostać nałożona, jeżeli od wydania decyzji, o których mowa w art. 96 ust. 1, 1e lub 1f upłynęło więcej niż 12 miesięcy. Podobne rozwiązania znalazły się w art. 97 ust. 9 ustawy o ofercie publicznej, art. 167a ust. 2a ustawy z 29 maja 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>13</sup> czy

<sup>11</sup> Tak w uzasadnieniu wyr. WSA w Warszawie z dn. 14.02.2022 r., VI SA/Wa 2678/21, CBOSA.

<sup>12</sup> Wyr. NSA z dn. 21.01.2022 r., II GSK 1909/21, CBOSA.

<sup>13</sup> Ustawa z dn. 29.05.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2023 poz. 646 ze zm.); dalej: ustawa o obrocie.



art. 169a ust. 1c ustawy o obrocie. Kwalifikacja tych terminów jako terminów materialnoprawnych nie budzi wątpliwości w orzecznictwie<sup>14</sup>. Co istotne i warte podkreślenia, we wszystkich tych wypadkach ustawodawca nie odniósł się do terminu wydania decyzji administracyjnej w przedmiocie nałożenia kary, ale wyraźnie wskazał, że kara nie może zostać nałożona jeżeli upłynął określony czas. W konsekwencji, w przypadku upływu czasu brakuje możliwości wszczęcia postępowania w przedmiocie nałożenia kary administracyjnej, a już zawisłe postępowanie powinno zostać zakończone nie inaczej, jak tylko poprzez wydanie decyzji o jego umorzeniu (art. 105 k.p.a.). Skutkiem upływu czasu jest utrata kompetencji do ukształtowania sytuacji prawnej strony postępowania w ten sposób, że na stronę nałożona zostałaby administracyjna kara pieniężna.

Jak słusznie wskazuje P. Wajda, bieg przedawnienia uregulowanego normą o charakterze materialnoprawnym nie może być zrównany z „biegiem terminu do podjęcia czynności przez Komisję Nadzoru Finansowego” (Wajda, 2022, s. 32). Terminy materialnoprawne, w odróżnieniu do terminów procesowych, nie mogą być przywracane wskutek działania organów (tak NSA w wyroku 4 marca 2016 r., II OSK 1705/14<sup>15</sup>), a zatem kształtowanie sytuacji prawnej podmiotu administrowanego nie może leżeć w gestii organu. Terminy materialnoprawne, a takim jest termin przedawnienia, dotyczą problematyki ukształtowania stosunku prawnego – ich upływ powoduje, że stosunek administracyjnoprawny nie może powstać. Podmiot administrowany nie może żądać spełnienia swojego żądania przez organ, organ zaś traci kompetencję do kształtowania sytuacji prawnej podmiotu administrowanego. Instytucja przedawnienia w tym wypadku spełnia funkcję gwarancyjną, utrwalającą stosunki prawne. Jak podkreśla M. Wincenciak, „przedawnienie w swojej istocie jest instytucją prawa materialnego, oprócz bowiem skutków procesowych wywołuje ono ważne skutki materialne w postaci zniweczenia uprawnień podmiotu administrowanego albo ustania odpowiedzialności prawnej podmiotu administrowanego w sferze obowiązków oraz sankcji administracyjnych” (Wincenciak, 2019, s. 315).

Zakwalifikowanie terminów przedawnienia nałożenia administracyjnej kary pieniężnej do terminów materialnoprawnych powoduje, że brakuje możliwości zakwalifikowania ich jako terminów na dokonanie przez KNF czynności, do których odnosi się art. 31za ust. 1 ustawy covidowej. Przede wszystkim, gdyby intencją ustawodawcy było uregulowanie w art. 31za ust. 1 ustawy covidowej kwestii wstrzymania biegu przedawnienia terminów do nałożenia administracyjnych kar pieniężnych uregulowanych w przepisach prawa rynku kapitałowego, to odniósłby się do wprost do tych terminów przedawnienia, wskazując w art. 31za ust. 1 (lub ust. 2) ustawy covidowej, że nie rozpoczyna biegu lub wstrzymany zostaje termin przedawnienia z art. 96 ust. 7 i art. 97 ust. 9 ustawy o ofercie publicznej, art. 167a ust. 2a oraz art. 169a ust. 1c ustawy o obrocie<sup>16</sup>. Jak już wskazano, w żadnym wypadku terminu do dokonania czynności nie można utożsamiać z tym terminem przedawnienia. Nie można z nim utożsamiać terminu do wydania decyzji administracyjnej również z tego względu, że wprost w przywołanych art. 96 ust. 7 i art. 97 ust. 9 ustawy o ofercie publicznej, art. 167a ust. 2a oraz art. 169a ust. 1c ustawy o obrocie ustawodawca odniósł się nie do terminu na wydanie decyzji, ale terminu do nałożenia kary administracyjnej określonej odpowiednio w każdym z tych przepisów.

<sup>14</sup> Wyr. NSA z dn. 17.09.2013 r., II GSK 767/12, CBOSA.

<sup>15</sup> Wyr. NSA z dn. 4.03.2016 r., II OSK 1706/14, CBOSA.

<sup>16</sup> Podobnie wyr. WSA w Warszawie z dn. 13.10.2022 r., VI SA/Wa 1284/22, CBOSA.

## 2. Wykładnia systemowa

Zaprezentowaną wyżej wykładnię literalną wzmacnia wykładnia systemowa. Omawiany art. 31za ustawy covidowej dzieli się na dwie jednostki redakcyjne. W ust. 1 ustawodawca odniósł się do terminów na dokonanie czynności, podczas gdy w ust. 2 wprost odwołano się do terminów przedawnienia, o którym mowa w art. 189g § 1 i 3 k.p.a., wskazując, że w sprawach z zakresu właściwości Komisji Nadzoru Finansowego bieg terminu przedawnienia, o którym mowa w art. 189g § 1 i 3 k.p.a. nie rozpoczyna się, a rozpoczęty ulega zawieszeniu do dnia odwołania stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii. Reguły wykładni nakazują odczytywać treść poszczególnych jednostek redakcyjnych łącznie, a nie w oderwaniu. Tym samym analiza art. 31za ust. 1 ustawy covidowej powinna być dokonywana z uwzględnieniem treści ust. 2, natomiast wynik analizy nie może prowadzić do sprzecznych wniosków.

Na tym gruncie należy zgodzić się z Wajdą, który słusznie wskazuje, że w przypadku, gdyby przyjąć, że art. 31za ust. 1 ustawy covidowej znajduje zastosowanie do terminów przedawnienia administracyjnej kary pieniężnej uregulowanych w przepisach szczególnych, to prawodawca – przy założeniu racjonalności prawodawcy – nie wprowadziłby w ogóle w art. 31za ustawy covidowej ust. 2 regulującego kwestię wstrzymania biegu terminu przedawnienia do nakładania administracyjnych kar pieniężnych (Wajda, 2022, s. 35). Koncepcja racjonalności prawodawcy nakazuje przyjąć, że wszelkie działania prawodawcze są racjonalne (Wronkowska, 1990, s. 118), co odnosi się do wszystkich aspektów działalności legislacyjnej i ma charakter wielopłaszczyznowy (Karaźniewicz, 2023, s. 80).

Próby dokonywania wykładni zmierzającej w kierunku zapewnienia spójności pomiędzy objęciem regulacją art. 31za ust. 1 ustawy covidowej biegu terminu przedawnienia z przepisów szczególnych, do których nie odnosi się art. 189g k.p.a. a treścią art. 31za ust. 2 ustawy covidowej, skazane są na niepowodzenie. W szczególności niedopuszczalne jest założenie, że art. 31za ust. 2 ustawy covidowej reguluje kwestię terminów przedawnienia z art. 189g § 1 i § 3 k.p.a., natomiast art. 31za ust. 1 ustawy covidowej reguluje kwestię przedawnienia wszystkich innych terminów nałożenia kary pieniężnej, do których zastosowania – zgodnie z regułą określoną w art. 189a § 2 pkt 3 k.p.a. – nie znajduje art. 189g § 1 k.p.a. Gdyby tego rodzaju rozwiązanie było intencją ustawodawcy, to – jak już wskazano wyżej – uregulowałby tę kwestię wyraźnie poprzez odesłanie w art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do art. 96 ust. 7 i art. 97 ust. 9 ustawy o ofercie publicznej, art. 167a ust. 2a oraz art. 169a ust. 1c ustawy o obrocie.

Potwierdza to również dystynkcja pomiędzy skutkami dokonania czynności przez KNF. Z analizy art. 31za ust. 1 ustawy covidowej wyraźnie wynika, że w przypadku dokonania przez organ czynności termin, do którego odnosi się ten przepis, rozpoczyna swój bieg lub – w przypadku gdyby zawisł przed wejściem w życie przepisu – niejako zostaje „odwieszony” i biegnie dalej, z wyłączeniem okresu zawieszenia pomiędzy ogłoszeniem stanu epidemii lub stanu zagrożenia epidemicznego (a właściwie od momentu wejścia w życie art. 31za ustawy covidowej z mocą wsteczną) a dokonaniem czynności przez KNF. Rozpoczęcie i dalszy bieg terminów przedawnienia z art. 189g § 1 i § 3 k.p.a. następuje nie wskutek dokonania czynności przez KNF, ale w następstwie odwołania stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii (do problematyki związanej z ogłoszeniem i odwołaniem obu tych stanów odnoszę się w dalszej części artykułu).



Jeżeli założeniem ustawodawcy miałyby być rozdzielenie problematyki wstrzymania biegu terminów przedawnienia z przepisów szczególnych i terminów przedawnienia z art. 189g k.p.a. na dwa ustępy art. 31za ustawy covidowej, to brakuje uzasadnienia dla takiej dystynkcji. Oznaczałoby to, że w postępowaniach, w których nałożona może być kara finansowa, do której z uwagi na istnienie regulacji o charakterze *lex specialis* nie stosuje się art. 189g § 1 k.p.a., dokonanie przez KNF czynności o charakterze merytorycznym przywraca bieg terminu przedawnienia. Jednocześnie we wszystkich innych wypadkach, kiedy KNF w ramach sprawowanego nadzoru nad rynkiem finansowym posiada kompetencję do nałożenia administracyjnej kary pieniężnej, dokonanie czynności o charakterze merytorycznym nie powodowałoby podjęcia biegu terminu przedawnienia. Taki skutek zachodziłby wyłącznie w przypadku odwołania stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii.

### 3. Wykładnia autentyczna, funkcjonalna i celowościowa

Jednym z argumentów podnoszonych w wyrokach Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie, w których skład przyjmuje, że art. 31za ust. 1 ustawy covidowej znajduje zastosowanie do terminów przedawnienia z ustaw szczególnych, jest odwołanie się do w uzasadnieniu projektu ustawy wprowadzającej art. 31za ustawy covidowej do art. 96 ust. 7 ustawy o ofercie publicznej<sup>17</sup>. W istocie w uzasadnieniu do nowelizacji wprowadzającej art. 31za ustawy covidowej czytamy: „[n]ależy również wskazać, iż konieczność wprowadzenia przepisu zwieszającego bieg terminów na prowadzenie postępowań administracyjnych przez KNF wynika ze specyfiki przepisów szczególnych zawartych w ustawach sektorowych, które przewidują niekiedy krótkie terminy na przeprowadzenie postępowań administracyjnych. Przykładowo art. 96 ust. 7 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych przewiduje dwunastomiesięczny okres na wydanie decyzji administracyjnej na członka organu spółki publicznej, liczony od wydania decyzji sankcyjnej na spółkę publiczną. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi przewiduje zaś dwuletni termin na przeprowadzenie postępowania sankcyjnego (w dwóch instancjach) w stosunku do m.in. domu maklerskiego, ale także w stosunku do osób odpowiedzialnych za zaistniałe naruszenie, które może być prowadzone również po zakończeniu prowadzenia postępowań w stosunku do samego domu maklerskiego. Podobnie przepis art. 116 ust. 1 ustawy o usługach płatniczych przewiduje krótki termin na wszczęcie postępowania w sprawie nałożenia kary administracyjnej, tj. 6 miesięcy od dnia powzięcia przez KNF informacji o okolicznościach mogących stanowić podstawę nałożenia kary”<sup>18</sup>. Projektodawca argumentował potrzebę uchwalenia art. 31za koniecznością przeciwdziałania upływowi terminów przedawnienia z ustaw szczególnych, w tym terminów materialnoprawnych. Zdaniem składów orzekających w sprawach, w których posłużono się tym argumentem, przesądza to o możliwości stosowania art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do tych terminów.

Chociaż nie zostało to *explicite* wypowiedziane, stanowisko wyrażone przez sąd, sprowadza uzasadnienie projektu ustawy niejako do dokumentu będącego źródłem wykładni autentycznej. Jest to nieprawidłowe, obarczone wadą rozumowanie. Opiera się bowiem na dwóch błędnych

<sup>17</sup> Zob. wyr. WSA w Warszawie z dn. 29.03.2022 r., VI SA/Wa 2743/21, CBOSA.

<sup>18</sup> Zob. Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw, Druk Sejmu IX kadencji nr 299.

założeniach. Pierwsze założenie dotyczy przyjęcia, że istnieje podmiot dokonujący wykładni ustaw. Specyfika procesu legislacyjnego, w ramach którego działa Sejm i Senat, nie pozwala na obronę tezy o istnieniu organu dokonującego wykładni ustaw. Drugie założenie dotyczy możliwości dokonywania wykładni *ex ante* w inny sposób niż poprzez zawarcie definicji legalnych w tekście ustawy. W doktrynie tymczasem przyjmuje się, że wykładania możliwa jest *ex post* w drodze aktu wykładni autentycznej (co w praktyce nie występuje, z zastrzeżeniem objaśnień prawnych wydawanych do aktów rangi podustawowej na podstawie art. 33 prawa przedsiębiorców<sup>19</sup> przez organy wydające te akty) lub *ex ante* w odniesieniu do aktu stanowienia prawa w obszarze przyjmowania definicji legalnych (Chmielewski, 2015, s. 47).

Abstrahując od kwestii istnienia lub nie organu uprawnionego do dokonywania wykładni autentycznej ustaw, należy wskazać, że – jak trafnie zauważa Wajda – poglądy zawarte w uzasadnieniu projektu ustawy nie oznaczają poglądów ustawodawcy i nie odzwierciedlają jego woli (Wajda, 2022, s. 37). Jest to wyłącznie stanowisko projektodawcy, który wyjaśnia czym się kierował, proponując treść projektowanej regulacji. W toku procesu legislacyjnego projekt podlega zmianom, zwłaszcza w związku z uwagami podnoszonymi w opiniach prawnych sporządzanych m.in. przez Biuro Analiz Sejmowych, a także w związku z uwagami wprowadzanymi w toku prac komisji sejmowych i senackich, natomiast efektem tych zmian jest uchwalona ustawa, która stanowi wyraz woli ustawodawcy (Sejm i Senat), który nie jest nawet tożsamy w tym wypadku z projektodawcą (Rada Ministrów).

To stanowisko spójne jest z poglądami wyrażanymi w judykaturze. Trybunał Konstytucyjny wskazał, że „uzasadnienie projektu ustawy wnoszonej do Sejmu nie jest częścią tego aktu normatywnego. Może ono pomocniczo stać się źródłem dyrektyw wykładni funkcjonalnej, ale wyłącznie dyrektyw niesprzecznych z wykładnią językową i wykładnią systemową, to znaczy z tymi rodzajami wykładni, które interpretują treści normatywne przepisów prawnych oraz uwzględniają zasady systemu prawa”<sup>20</sup>. Również sądy administracyjne przyjmują, chociaż niejednolicie, że uzasadnienie projektu ustawy nie może być uznane za źródło wykładni autentycznej<sup>21</sup>.

Odnosząc się do poglądu Trybunału Konstytucyjnego i biorąc pod uwagę zaprezentowane wcześniej wykładnię literalną i systemową, należy wskazać, że odwołanie się do tekstu projektu ustawy jako źródła dyrektyw wykładni funkcjonalnej nie pozwala na wyprowadzenie wniosków niestojących w sprzeczności z przedstawioną wykładnią literalną i systemową.

Przeciwko stosowaniu art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do terminów przedawnienia możliwości nałożenia administracyjnej kary pieniężnej uregulowanych w przepisach prawa rynku kapitałowego przemawiają także wykładnia celowościowa i funkcjonalna. Tymczasem w wyroku WSA w Warszawie z 29 marca 2022 r., VI SA/Wa 2657/21, sąd wskazał, że „[p]rzepisy tej ustawy m.in. miały ograniczyć aktywność obywateli RP po to, aby w okresie pandemii koronawirusa zapewnić im ochronę przed negatywnymi skutkami uchybienia terminom. Tym niemniej nie można tego zawężyć jedynie do stron postępowań, ale również odnieść do organów administracji publicznej. System prawa powinien być spójny, stabilny i zrozumiały, a prawo powinno być stanowione

<sup>19</sup> Ustawa z dn. 6.03.2018 r. – Prawo przedsiębiorców (t.j. Dz. U. 2023 poz. 221 ze zm.).

<sup>20</sup> Wyr. TK z dn. 15.10.2008 r., P 32/06, OTK-A 2008/8/138.

<sup>21</sup> Tak NSA w wyr. z dn. 13.03.2013, II GSK 2433/11, CBOSA. Odmienne WSA w Krakowie w wyr. z dn. 20.05.2022 r., II SA/Kr 394/22, CBOSA.

i stosowane z uwzględnieniem zasad wynikających z art. 2 Konstytucji RP<sup>22</sup>. O ile faktycznie regulacje ustawy covidowej wprowadzane były w związku z ekstraordynaryjną sytuacją, o tyle założenie o potrzebie ochrony pewnych wartości związanych z koniecznością zapewnienia możliwości działania organów w okresie zagrożenia związanego z epidemią COVID-19, nie sprawdza się w sytuacji, w której prowadzi do jednostronnego kształtowania sytuacji prawnej obywateli, w tym do wyznaczania terminów załatwienia sprawy w sposób arbitralny.

W wyrokach, w których WSA w Warszawie odmówił słuszności stanowisku KNF, zaprezentowano spójną i rzetelną analizę dotyczącą funkcji przedawnienia i zestawiono ją z wykładnią art. 31za ust. 1 ustawy covidowej prezentowaną przez organ nadzoru nad rynkiem finansowym. Na uwagę zasługują w szczególności spostrzeżenia sądów dotyczące możliwości instrumentalnego kształtowania sytuacji prawnej podmiotów poprzez niejako sterowanie terminem przedawnienia za pomocą instrumentów procesowych, takich jak wydanie postanowienia o wszczęciu postępowania czy skierowanie wezwania do strony.

W wyroku z 8 grudnia 2022 r., VI SA/Wa 1848/22, WSA w Warszawie podniósł, że „[p]rzyjęta przez ustawodawcę koncepcja ograniczenia terminu rozstrzygnięcia w sprawie administracyjnej nie budzi zastrzeżeń, bowiem spełnia postulat pewności prawa. Chodzi bowiem o zachowanie określonego związku czasowego pomiędzy czynem a sankcją”. Sąd podkreślił, że terminowe ograniczenie odpowiedzialności należy „postrzegać za przyzwolenie ustawodawcy na to, że z chwilą upływu wymaganego okresu czasu prymat muszą wziąć względy natury społecznej czy też pragmatyczno-słusznościowej, usuwające stan niepewności tej osoby co do możliwej odpowiedzialności za czyny naruszenia prawa przez spółkę do których zaistnienia przyczyniła się z uwagi na brak należytego nadzoru nad jej sprawami. Omawiana instytucja przedawnienia karalności pozwala ten stan niepewności usunąć, stabilizując sytuację i służąc zapewnieniu bezpieczeństwa prawnego strony”.

Sąd zwrócił więc uwagę na gwarancyjną funkcję przedawnienia. Funkcję tę zestawił z praktyczną możliwością kształtowania sytuacji prawnej przez dokonanie czynności. Jak wskazał WSA w Warszawie w przytoczonym wyroku: „w demokratycznym państwie prawa, w sytuacji gdy woła ustawodawcy nałożenie na stronę prowadzonego postępowania administracyjnego kary pieniężnej jest możliwe tylko do pewnego momentu (np. w ciągu 12 miesięcy od dnia wydania decyzji, o której mowa w art. 96 ust. 1e ustawy o ofercie), termin ten nie może ulegać przedłużeniu na warunkach i zasadach, jakie nie są stronie znane i nie są oparte na obiektywnych kryteriach. Jak bowiem należałoby wnioskować z treści art. 31za ust. 1 ustawy o covid, podążając tokiem argumentacji Organu, termin do wydania decyzji nie rozpoczyna się, a rozpoczęty ulega zawieszeniu do czasu podjęcia przez KNF pierwszej czynności po jego zawieszeniu”. Zdaniem sądu w tym stanie rzeczy uznać należało, że „przedstawione stanowisko KNF, zgodnie z którym materialnoprawny termin przedawnienia karalności (jego bieg) może być uwarunkowany podjęciem czynności przez KNF w ramach toczącego się postępowania administracyjnego, nie może znaleźć akceptacji, gdyż narusza zasadę pewności prawa i negatywnie wpływa na sytuację prawną strony postępowania”.

W przywołanym już wyroku WSA w Warszawie z 16 czerwca 2023 r. VI SA/Wa 2091/23 sąd poszedł dalej, wskazując, że „idąc tokiem rozumowania organu, z treści art. 31za ust. 1 ustawy COVID-19 należałoby wnioskować, że organowi został pozostawiony wybór czy termin przedawnienia

<sup>22</sup> Wyr. WSA w Warszawie z dn. 29.03.2022 r., VI SA/Wa 2657/21, CBOSA.

rozpocznie bieg czy też nie. Byłoby to zależne wyłącznie od tego, czy Komisja zdecydowała się podjąć czynność w sprawie. Działanie organu w tej sferze miałyby charakter zupełnie dowolny, oderwany od rzeczywistych ograniczeń aktywności organu podyktowanych ochroną życia i zdrowia ludzkiego, które *nota bene* ulegały istotnym zmianom na przestrzeni od roku 2020 do 2023. Stanowisko takie nie zasługuje na akceptację, gdyż całkowicie niweczy ochronny charakter instytucji przedawnienia karalności za delikty administracyjne przedstawionej w art. 96 ust. 7 ustawy o ofercie”. Sąd odniósł się zatem pośrednio do wykładni funkcjonalnej. O ile w początkowym okresie przepis art. 31za ust. 1 ustawy covidowej rzeczywiście miał stabilizować działalność organu w wyjątkowej sytuacji związanej z epidemią COVID-19, o tyle przyjmowanie, że interes jednostki nie ma prymatu z uwagi na tę sytuację nie znajduje żadnego uzasadnienia, gdyż od co najmniej dwóch lat organ działa normalnie i podejmuje czynności<sup>23</sup>.

#### 4. Stosowanie art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do terminu do wniesienia sprzeciwu przez KNF

Przepis art. 31za ust. 1 ustawy covidowej *in fine* odnosi się do wydawania przez KNF sprzeciwu. Związane jest to z tym, że część środków przysługujących KNF opartych jest na konstrukcji milczenia administracji, gdzie brak aktywnego działania organu wyrażonego wydaniem sprzeciwu w formie decyzji administracyjnej prowadzi, wskutek upływu czasu, do ukształtowania się uprawnień jednostki do konkretnego działania. Przykładowo można wskazać przepisy pozwalające KNF zgłosić sprzeciw w przypadku złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji lub udziałów domu maklerskiego (art. 106h ustawy o obrocie), akcji spółki prowadzącej giełdę (art. 24 ust. 3 ustawy o obrocie), akcji Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. (art. 47 ust. 3 ustawy o obrocie), akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych (art. 54h ustawy z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi<sup>24</sup>) czy akcji banku krajowego (art. 25h prawa bankowego<sup>25</sup>).

Literalna wykładnia art. 31za ust. 1 ustawy covidowej nie budzi wątpliwości – ustawodawca wyraźnie wskazał, że w przypadku ogłoszenia stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii bieg terminów do wniesienia sprzeciwu nie rozpoczyna się, a rozpoczęty ulega zawieszeniu do dnia odwołania stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii, chyba że Komisja Nadzoru Finansowego wniesie sprzeciw. Wątpliwości budzi jednak możliwość takiego ukształtowania stosunku procesowego, w którym praktycznie zniweczone zostaną założenia przyjęte przez prawodawcę wybierającego milczącą zgodę jako najwłaściwszy środek prawny.

Funkcją sprzeciwu występującego w ramach milczącej zgody jest niedopuszczenie do milczącego ukształtowania się uprawnień jednostki spoza aparatu administracji publicznej (Piecha, 2021, s. 334). Stosowanie art. 31za ust. 1 ustawy covidowej do biegu terminu na wniesienie sprzeciwu powoduje, że *de facto* postępowanie zainicjowane złożeniem zawiadomienia zamienia się w postępowanie co do istotny sprawy, które – w braku odwołania stanu zagrożenia epidemicznego

<sup>23</sup> Jak wynika z komunikatu prasowego opublikowanego na stronach internetowych Trybunału Konstytucyjnego, podobną argumentację przyjął Trybunał Konstytucyjny w wyr. z dn. 12.12.2023 r., P 12/22, w sprawie dotyczącej oceny zgodności z Konstytucją RP przepisów Ustawy covidowej dotyczących wstrzymania biegu przedawnienia karalności czynu i przedawnienia wykonania kary w sprawach o przestępstwa i przestępstwa skarbowe. Zob. <https://trybunal.gov.pl/postepowanie-i-orzeczenia/komunikaty-prasowe/komunikaty-po/art/12539-wstrzymanie-biegu-przedawnienia-karalnosci-czynu-i-przedawnienia-wykonania-kary-w-sprawach-o-przestepstwa-i-przestepstwa-skarbowe> (28.12.2023).

<sup>24</sup> Ustawa z dn. 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz. U. 2023 poz. 681 ze zm.); dalej: ustawa o funduszach inwestycyjnych.

<sup>25</sup> Ustawa z dn. 21.08.1997 r. – Prawo bankowe (t.j. Dz. U. 2022 poz. 2324 ze zm.).



lub stanu epidemii – musi zakończyć się nie inaczej jak wydaniem decyzji w przedmiocie wyrażenia zgody lub decyzji w przedmiocie wyrażenia sprzeciwu. Skutek ten stoi w kontrze wobec pierwotnego zamysłu ustawodawcy.

W tym wypadku racjonalne wydaje się zaproponowanie takiej wykładni, zgodnie z którą dokonanie przez KNF innej czynności związanej z istotą sprawy niejako „odwiesza” bieg terminu do wniesienia sprzeciwu. W takim wypadku należałoby uznać, że wezwanie strony do przedstawienia dodatkowych informacji powoduje, że termin do wniesienia sprzeciwu biegnie ponownie. Problemem jest jednak to, że procedury zawiadamiania KNF o zamiarze dokonania czynności prawnej oraz postępowanie KNF, są ściśle uregulowane i autonomicznie wprowadzają terminy, w których zawieszony jest bieg terminu do wniesienia sprzeciwu. Przede wszystkim dotyczy to terminów na odpowiedź strony na wezwanie KNF. Są one z góry oznaczone, a przekroczenie terminu skutkuje po stronie KNF obowiązkiem wniesienia sprzeciwu. Jednocześnie do dnia upływu terminu na wniesienie odpowiedzi na wezwanie KNF, termin na wniesienie sprzeciwu jest wstrzymany i biegnie, zazwyczaj po modyfikacji, od dnia wniesienia odpowiedzi na wezwanie.

Wątpliwości te można zobrazować na przykładzie procedury z art. 106g i n. ustawy o obrocie. Jak wynika z art. 106i ust. 1 ustawy o obrocie KNF powinna doręczyć decyzję w przedmiocie wniesienia sprzeciwu w terminie 60 dni roboczych od dnia otrzymania zawiadomienia i wszystkich wymaganych informacji i dokumentów, nie później niż w terminie 2 dni roboczych od dnia jej wydania. W przypadku ogłoszenia stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii, zgodnie z art. 31za ust. 1 ustawy covidowej, termin na wniesienie sprzeciwu nie biegnie. Jednocześnie, zgodnie z art. 106g ust. 1 ustawy o obrocie, KNF niezwłocznie, po otrzymaniu zawiadomienia o zamiarze nabycia lub objęcia akcji domu maklerskiego na określonym poziomie, zobowiązana jest do potwierdzenia w formie pisemnej jego otrzymania. Tu już pojawia się jednak pytanie, czy ewentualne potwierdzenie otrzymania zawiadomienia, zgodnie z przytoczonym wcześniej poglądem NSA, wyrażonym w wyroku z 21 stycznia 2022 r., II GSK 1909/21, powinno być uznane za dokonanie czynności dotyczącej istoty sprawy czy nie. Jeżeli tak, to taka czynność powodowałaby, że termin na wniesienie sprzeciwu biegłby dalej. Dodatkowo art. 106g ust. 5 ustawy o obrocie stanowi, że KNF może, przed upływem 50. dnia roboczego terminu na doręczenie decyzji w przedmiocie sprzeciwu, pisemnie wezwać podmiot składający zawiadomienie do przekazania dodatkowych niezbędnych informacji lub dokumentów w terminie 20 dni roboczych od dnia otrzymania wezwania. Wezwanie powoduje, że zgodnie z art. 106g ust. 6 ustawy o obrocie, następuje zawieszenie biegu terminu na doręczenie decyzji w przedmiocie sprzeciwu, od dnia wysłania wezwania do dnia otrzymania informacji lub dokumentów, nie dłużej jednak niż do upływu terminu na przekazanie informacji lub dokumentów. Stosując w tym wypadku art. 31za ust. 1 ustawy covidowej, zgodnie z wykładnią zaprezentowaną przez NSA, należałoby uznać, że po wniesieniu zawiadomienia (po ogłoszeniu stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii) termin na wniesienie sprzeciwu nie biegnie, jednak wezwanie powoduje, że rozpoczyna swój bieg. Jednocześnie z uwagi na art. 106g ust. 6 ustawy o obrocie jest on od razu niejako z automatu zawieszony i ponownie rozpoczyna bieg po przekazaniu KNF przez zawiadamiającego dodatkowych niezbędnych informacji lub dokumentów. Jednocześnie w przypadku, w którym KNF nie zdecyduje się wzywać do przekazania dodatkowych niezbędnych informacji lub dokumentów, termin na wydanie sprzeciwu zasadniczo nie będzie biec. Cała procedura będzie pozbawiona cech milczącej zgody, co budzi istotne wątpliwości z punktu widzenia konstytucyjnych gwarancji i założenia racjonalności prawodawcy.

Jakkolwiek ta analiza może wskazywać pewną drogę interpretacji, to nie rozwiązuje innego problemu – naruszenia regulacji unijnych. Prawo rynku finansowego swoje źródła znajduje w dużej mierze w przepisach Unii Europejskiej. Na prawo rynku finansowego składają m.in. dyrektywy wymagające implementacji i wiążące państwa członkowskie co do celów. Do regulacji stanowiących implementację dyrektyw unijnych należą m.in. przepisy dotyczące nabywania znacznych pakietów akcji firm inwestycyjnych. Wspomniany art. 106i ust. 1 ustawy o obrocie stanowi implementację art. 12 ust. 1 MiFID II<sup>26</sup> przewidującego maksymalny czas (60 dni roboczych) na dokonanie oceny potencjalnego nabywcy znacznego pakietu akcji firmy inwestycyjnej.

Wprowadzenie w art. 31za ust. 1 ustawy covidowej rozwiązania pozwalającego na wstrzymanie biegu terminu do wniesienia sprzeciwu oznacza zatem wprowadzenie regulacji niezgodnej z art. 12 ust. 1 MiFID II. Biorąc pod uwagę dyrektywę wykładni pronunijnej (Morawski, 2014, s. 296) należałoby przyjąć, że art. 31za ust. 1 ustawy covidowej nie znajduje zastosowania w odniesieniu do terminów wniesienia sprzeciwu, o których mowa w przepisach stanowiących implementację regulacji unijnych. Przyjęcie innej wykładni może skutkować zainicjowaniem drogi procesowej do rozstrzygnięcia tej kwestii przez TSUE.

### **III. Wątpliwości interpretacyjne związane z momentem wstrzymania terminu do podjęcia przez KNF czynności w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym i dalszym jego biegiem**

Zdarzeniem powodującym wstrzymanie biegu terminów, o których mowa w art. 31za ustawy covidowej, jest ogłoszenie stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii. Bieg terminów, o których mowa w art. 31za ust. 1 ustawy covidowej, jest wstrzymany do czasu odwołania tych stanów lub do momentu dokonania przez KNF czynności. W przypadku terminów przedawnienia z art. 189g § 1 i 3 k.p.a. ich bieg jest wstrzymany aż do odwołania stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii, bez możliwości przywrócenia biegu terminu poprzez dokonanie czynności przez KNF.

Opisane rozwiązanie budzi wątpliwości z punktu widzenia zasad demokratycznego państwa prawnego, jak również z punktu widzenia standardów określonych przez art. 31 ust. 3 Konstytucji RP dotyczących możliwości wprowadzania ograniczeń konstytucyjnych praw i wolności. Mianowicie zgodnie z art. 46 ust. 1 i 2 ustawy o zapobieganiu oraz zwalczaniu zakażeń i chorób zakaźnych u ludzi w zw. z art. 1 ust. 2 ustawy covidowej organami właściwymi do ogłoszenia stanu epidemii lub stanu zagrożenia epidemicznego w związku z epidemią COVID-19 są minister właściwy do spraw zdrowia (w przypadku, gdy stan zagrożenia epidemicznego lub stan epidemii występuje na obszarze więcej niż jednego województwa) lub wojewoda (kiedy stan zagrożenia epidemicznego występuje na obszarze województwa lub jego części). Zarówno ogłoszenie, jak i odwołanie stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii następuje na podstawie rozporządzenia, przy czym w wypadku rozporządzenia ministra właściwego do spraw zdrowia jest to rozporządzenie wykonawcze, o którym mowa w art. 92 ust. 1 Konstytucji RP, a w przypadku rozporządzenia wojewody, jest to akt prawa miejscowego, o którym mowa w art. 94 Konstytucji RP.

W konsekwencji bieg terminów, o których mowa w art. 31za ustawy covidowej jest uzależniony od decyzji ministra właściwego do spraw zdrowia lub decyzji właściwego wojewody, a zatem

<sup>26</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dn. 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L 2014 173/349).



decyzji organów administracji publicznej. To organ władzy wykonawczej kształtuje więc sytuację prawną podmiotów działających na rynku finansowym w zakresie określenia m.in. biegu terminów przedawnienia, o których mowa w art. 189g § 1 i 3 k.p.a. Gdyby przychylić się do wykładni art. 31za ust. 1 ustawy covidowej prezentowanej przez KNF, oznaczałoby to, że za pomocą rozporządzenia lub aktu prawa miejscowego można wpływać na zasady ponoszenia odpowiedzialności administracyjnej na rynku kapitałowym, które uregulowane są w ustawie. W orzecznictwie<sup>27</sup> wskazano, że takie rozwiązanie „w zakresie wskazania okresu obowiązywania regulacji prawnej jest oczywiście sprzeczne z polskim porządkiem prawnym, w tym także z zasadą trójpodziału władzy wyrażoną w art. 10 Konstytucji RP. Tylko bowiem władza ustawodawcza ma kompetencje do określenia czasookresu obowiązywania ustawy. Przyjęte rozwiązanie skutkuje tym, że de facto organ władzy wykonawczej »zadecyduje« jak długo wyłączone zostaną powszechnie obowiązujące przepisy (...)». Zwrócić należy uwagę, że w związku z taką regulacją podmioty administrowane zostają pozbawione gwarancji procesowych, o których mowa m.in. w rekomendacji nr R(91) 1 Komitetu Ministrów Rady Europy z 13 lutego 1991 r. w sprawie sankcji administracyjnych związanych z prawem do załatwienia sprawy w rozsądnym terminie, w drodze wydania aktu podustawowego.

Ustawodawca, wprowadzając art. 31za ustawy covidowej, niosący tak daleko idące konsekwencje jak istotnie wydłużony okres niejasności co do sytuacji prawnej podmiotów działających na rynku finansowym, nie uwzględnił w ogóle, że stany zarówno zagrożenia epidemicznego, jak i epidemii mogą być wprowadzane na terytorium całego państwa, ale także jego części. Jednocześnie wprowadzenie stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii na terenie wyłącznie jednego województwa ma takie same skutki prawne, jak ogłoszenie stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii na obszarze przekraczającym obszar jednego województwa czy na obszarze całego kraju.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że zgodnie z wykładnią literalną art. 31za ust. 2 ustawy covidowej, nawet w przypadku ogłoszenia stanu zagrożenia epidemicznego lub stanu epidemii na terenie części państwa, przykładem na terenie województwa podkarpackiego, zawieszeniu uległby bieg wszystkich terminów przedawnienia, o których mowa w art. 189g § 1 i 3 k.p.a., pomimo że siedziba KNF znajduje się w Warszawie, a zatem na terenie województwa mazowieckiego. Kłóci się to nie tylko z wykładnią funkcjonalną i celowościową, lecz także z zasadą demokratycznego państwa prawnego.

#### **IV. Zasada rozstrzygnięcia wątpliwości interpretacyjnych na korzyść strony**

Analiza przeprowadzona wyżej, w tym analiza orzecznictwa sądownoadministracyjnego, wykazała, że wykładnia art. 31za ustawy covidowej, jak i praktyczne jego stosowanie, budzi istotne wątpliwości. Zauważając te wątpliwości, jak i wskazując na rozbieżności w orzecznictwie, WSA w Warszawie w przywołanym już wyroku z 16 czerwca 2023 r., VI 2091/2023, przyjął, że wobec ich istnienia w sprawie, w której KNF wydała decyzję administracyjną, przyjmując, że nie minął termin przedawnienia, powinien znaleźć zastosowanie art. 7a k.p.a. wyrażający zasadę rozstrzygnięcia wątpliwości interpretacyjnych na korzyść strony.

Należy zgodzić się z poglądem wyrażonym we wskazanym wyroku. Zgodnie z art. 7a § 1 k.p.a. jeżeli przedmiotem postępowania administracyjnego jest nałożenie na stronę obowiązku bądź

<sup>27</sup> Por. postanowienie SR w Katowicach z dn. 5.07.2022 r., VII Pz 5/22, LEX nr 3459424.

ograniczenie lub odebranie stronie uprawnienia, a w sprawie pozostają wątpliwości co do treści normy prawnej, wątpliwości te są rozstrzygane na korzyść strony, chyba że sprzeciwiają się temu sporne interesy stron albo interesy osób trzecich, na które wynik postępowania ma bezpośredni wpływ. W § 2 tego artykułu określono przesłanki negatywne zastosowania zasady rozstrzygania wątpliwości interpretacyjnych. Przepisu § 1 nie stosuje się: 1) jeżeli wymaga tego ważny interes publiczny, w tym istotne interesy państwa, a w szczególności jego bezpieczeństwa, obronności lub porządku publicznego; 2) w sprawach osobowych funkcjonariuszy oraz żołnierzy zawodowych.

Sąd, wyrażając przytoczony pogląd, przyjął, że w postępowaniach dotyczących odpowiedzialności administracyjnej na rynku kapitałowym mamy do czynienia ze spełnieniem przesłanek pozytywnych zastosowania art. 7a § 1 k.p.a., jak również z brakiem przesłanek negatywnych. Znajduje to również swoje potwierdzenie w doktrynie (Jackowska, 2021, s. 279).

Zaproponowane rozwiązanie powinno znaleźć szersze zastosowanie i stać się podstawą do uchylecia decyzji administracyjnych nakładających kary pomimo upływu terminu przedawnienia przewidzianego przez art. 96 ust. 7 i art. 97 ust. 9 ustawy o ofercie publicznej, art. 167a ust. 2a oraz art. 169a ust. 1c ustawy o obrocie i następnie umorzenia przez sądy administracyjne, na podstawie art. 105 k.p.a. w zw. z art. 135 p.p.s.a., postępowań zakończonych tymi decyzjami.

## V. Podsumowanie

Dokonując analizy prawno-dogmatycznej przepisów ustawy covidowej, należy zgodzić się z krytyczną oceną stanu prawnego ukonstytuowanego w 2020 r., wyrażoną przez Sąd Najwyższy w uchwale z 26 kwietnia 2023 r., III PZP 6/22<sup>28</sup>, potwierdzoną także częściowo w wyroku Trybunału Konstytucyjnego z 12 grudnia 2023 r., P 12/22<sup>29</sup>. Szereg argumentów przemawia za przyjęciem, że art. 31za ustawy covidowej budzi wątpliwości pod kątem jego zgodności z Konstytucją RP, co odnosi się do problematyki wejścia w życie tego przepisu z mocą wsteczną, ale przede wszystkim do problemu skutków prawnych, jakie może wywołać jego stosowanie.

Ustawodawca zdecydował, że na mocy aktu o randze podustawowej (rozporządzenia wykonawczego lub rozporządzenia wojewody), a w niektórych przypadkach w wyniku działania organu administracji publicznej jakim jest KNF, sytuacja prawna podmiotu, na który może być nałożona kara finansowa, zostanie ukształtowana w sposób odmienny niż przewidziany przez przepisy rangi ustawowej. Co więcej, z analizy orzecznictwa wynika, że wykładnia stosowana przez organ, jest sprzeczna z wykładnią literalną zaprezentowaną w literaturze i znajdującą swoje, po części, uzasadnienie także w orzecznictwie. Z tych względów należałoby przyjąć, że – wobec zaprezentowanych, jak wydaje się licznych, wątpliwości dotyczących interpretacji normy prawnej – zastosowanie powinien znaleźć art. 7a § 1 k.p.a.

Zagadnienie ustalenia biegu terminów przedawnienia jest ważkie nie tylko z uwagi na konieczność stabilizacji stosunków społecznych w obszarze oddziaływania prawa rynku finansowego. W dniu 23 sierpnia 2023 r. Prezydent RP podpisał ustawę z 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, która zmienia zasady odpowiedzialności podmiotów działających na tym rynku. Mianowicie wprowadza ona do ustawy z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. 2023 poz. 753)

<sup>28</sup> Uchwała SN z 26.04.2023 r., III PZP 6/22, LEX nr 3523123.

<sup>29</sup> Dz. U. 2023 poz. 2740.

art. 12a, zgodnie z którym kara pieniężna, w przypadkach określonych w tej ustawie, w przepisach ustaw, o których mowa w jej art. 1 ust. 2, lub w przepisach odrębnych ustaw może być nałożona przez KNF także na podmiot, któremu wygasło zezwolenie na prowadzenie działalności, z którą wiąże się naruszenie, albo któremu zostało cofnięte zezwolenie na prowadzenie takiej działalności, oraz na podmiot, który został wykreślony z rejestru uprawniającego do prowadzenia działalności, z którą wiąże się naruszenie. Oznacza to, że powiększony zostanie krąg podmiotów, które mogą ponieść odpowiedzialność administracyjną, co dotyczy także podmiotów, które – w związku z utratą lub wygaśnięciem zezwolenia lub wykreśleniem z rejestru – nie mogłyby ponosić odpowiedzialności na podstawie art. 167a ust. 2a lub art. 169a ust. 1c ustawy o obrocie. Co istotne, zgodnie z art. 43 ustawy z 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, art. 12a ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym stosuje się również do kar administracyjnych nakładanych za naruszenia, do których doszło przed dniem wejścia w życie nowelizacji, o ile nie upłynął termin przedawnienia nałożenia kary. Wobec tego, określenie biegu terminów przedawnienia, ma wpływ nie tylko na sytuację prawną podmiotów, które mogły ponosić odpowiedzialność na gruncie przepisów rynku finansowego, ale także na sytuację prawną podmiotów, które dopiero będą mogły ją ponosić.

## Bibliografia

- Chmielewski, J. (2015). Wykładnia autentyczna w praktyce orzeczniczej sądów administracyjnych. *Zeszyty Naukowe Sądownictwa Administracyjnego*, 3(60), 45–63.
- Jackowska, I. (2021). *Odpowiedzialność administracyjnoprawna uczestników rynku kapitałowego*. Wydawnictwo C.H. Beck.
- Karaźniewicz, J. (2023). Wątpliwości co do działań „racjonalnego prawodawcy” (rozważania na przykładzie wybranych zmian procedury karnej). *Państwo i Prawo*, 1.
- Morawski, L. (2014). *Zasady wykładni prawa*. TNOiK.
- Piecha, J. (2021). *Sprzeciw w prawie administracyjnym*. Wolters Kluwer.
- Tybuszewski, K. (2023). Zastosowanie art. 31za ustawy COVID-19 w kontekście weryfikacji biegu terminu przedawnienia do nałożenia administracyjnej kary pieniężnej. *Temidium* 3/2023. Pozyskano z: [https://www.temidium.pl/arttykul/zastosowanie\\_art\\_31za\\_ustawy\\_covid19\\_w\\_kontekscie\\_weryfikacji\\_biegu\\_terminu\\_przedawnienia\\_do\\_nalozenia\\_administracyjnej\\_kary\\_pienieznej-7095.html](https://www.temidium.pl/arttykul/zastosowanie_art_31za_ustawy_covid19_w_kontekscie_weryfikacji_biegu_terminu_przedawnienia_do_nalozenia_administracyjnej_kary_pienieznej-7095.html)
- Ura, E. (2021). Przepisy „covidowe” przykładem kryzysu prawa administracyjnego. W M. Cherka, P. Gołaszewski, J. Piecha, M. Wierzbowski (red.), *Kryzys, stagnacja, renesans? Prawo administracyjne przyszłości. Księga Jubileuszowa Profesora Jacka Jagielskiego*. Wolters Kluwer.
- Wajda, P. (2022). Kwestia wstrzymania biegu przedawnienia terminów prawa materialnego na podstawie art. 31za ustawy z 2.03.2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych i wywoływanych nimi. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, 11. <http://dx.doi.org/10.33226/0137-5490.2022.11.5>
- Wincenciak, M. (2019). *Przedawnienie w polskim prawie administracyjnym*. Wolters Kluwer.
- Wronkowska, S. (1990). Prawodawca racjonalny jako wzór dla prawodawcy faktycznego. W S. Wronkowska, M. Zieliński (red.), *Szkice z teorii prawa i szczegółowych nauk prawnych*. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza.

# Prowadzenie rejestru akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych – uwagi na tle art. 328(1) kodeksu spółek handlowych

## Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Elektroniczna forma prowadzenia rejestru akcjonariuszy
- III. Rejestr akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych
- IV. Wnioski

## Streszczenie

W artykule omówiono problematykę form prowadzenia rejestru akcjonariuszy, w tym z wykorzystaniem rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych. W artykule zastosowano metodę dogamtyczno-prawną. Kluczowym problemem badawczym postawionym w artykule jest to, czy w świetle obowiązującego art. 328(1) k.s.h. prowadzenie rejestru akcjonariuszy z wykorzystaniem rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych jest w Polsce w ogóle możliwe. Zgodnie z hipotezą postawioną przez Autora przepisy prawa, obowiązujące w tym zakresie, uniemożliwiają obecnie prowadzenie rejestru akcjonariuszy w takiej formie.

**Słowa kluczowe:** rejestr akcjonariuszy; dematerializacja akcji; rozproszona i zdecentralizowana baza danych.

**JEL:** K22

## I. Wprowadzenie

Nowelizacją kodeksu spółek handlowych<sup>1</sup> z dniem 1 marca 2021 r. księgi akcyjne w Spółkach Akcyjnych i spółkach komandytowo-akcyjnych zostały zastąpione rejestrami akcjonariuszy. Był to proces związany z kompleksową dematerializacją akcji funkcjonujących w obrocie gospodarczym. Obecnie, zgodnie z art. 328(1) § 1 k.s.h.<sup>2</sup> akcje spółki niebędącej spółką publiczną podlegają zarejestrowaniu w rejestrze akcjonariuszy. Odpowiednia regulacja dotycząca prostej spółki akcyjnej znajduje się w art. 300(30) k.s.h. i nast. Na uwagę zasługuje również fakt, że akcje spółek publicznych dla odmiany ewidencjonowane są w depozycie papierów wartościowych. Podkreślenia

\* Doktor nauk prawnych, asystent w Katedrze Prawa Handlowego na Wydziale Prawa Uniwersytetu w Białymstoku; radca prawny; e-mail: p.czaplicki@uwb.edu.pl. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9782-7252>.

<sup>1</sup> Ustawa z dn. 30.08.2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. 2019 poz. 1798 ze zm.).

<sup>2</sup> Ustawa z dn. 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. 2022 poz. 1467 ze zm.).

wymaga także to, że spółki niepubliczne również mają możliwość wyboru tej formy, o ile walne zgromadzenie tak postanowi. W doktrynie wyróżnia się na tej podstawie akcje depozytowe i rejestrowe (Dąbrowska, 2020, s. 452–453). Co istotne, ustawodawca ograniczył krąg podmiotów, które mogą prowadzić na rzecz spółek rejestry akcjonariuszy. Mogą być one bowiem prowadzone wyłącznie przez podmioty, które na podstawie ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>3</sup> są uprawnione do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Są to m.in. domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską, banki powiernicze, zagraniczne firmy inwestycyjne i zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału.

Zagadnieniem, które budzi liczne kontrowersje jest forma prowadzenia rejestru akcjonariuszy. Zgodnie bowiem z art. 328(1) § 3 k.s.h. rejestr akcjonariuszy jest prowadzony w postaci elektronicznej, która może mieć formę rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych. W świetle przedstawionych powyżej założeń rejestr akcjonariuszy powinien być jednakże prowadzony przez podmiot ściśle określony w ustawie. Jednocześnie podmiot ten ma za zadanie zarządzać rejestrem w sposób scentralizowany. Rodzi to zasadnicze pytanie, czy nie pozostaje to w sprzeczności z fundamentalnymi założeniami funkcjonowania rozproszonych i zdecentralizowanych baz danych, a w konsekwencji czy w świetle wskazanego powyżej przepisu prowadzenie rejestru akcjonariuszy z wykorzystaniem rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych jest w Polsce w ogóle możliwe. Zgodnie z hipotezą postawioną przez Autora przepisy prawa, obowiązujące w tym zakresie, uniemożliwiają w obecnie prowadzenie rejestru akcjonariuszy w takiej formie.

## II. Elektroniczna forma prowadzenia rejestru akcjonariuszy

Jak już wskazano, rejestry akcjonariuszy mogą być obecnie prowadzone wyłącznie w postaci elektronicznej. Oznacza to, że całkowicie wykluczone zostały inne niż elektroniczne sposoby ewidencjonowania akcjonariuszy, np. prowadzenie rejestru akcjonariuszy w formie papierowej ewidencji. Biorąc pod uwagę jedynie zagadnienie formy prowadzenia rejestru (odrębną kwestią do dyskusji jest zmiana zasad funkcjonowania w obrocie akcji na okaziciela), należy to rozwiązanie ocenić pozytywnie. Podkreślenia wymaga fakt, że dematerializacja i elektronizacja ewidencjonowania akcjonariuszy to krok zgodny z duchem czasu i potrzebami obrotu gospodarczego.

W tym miejscu należy pokrótce wyjaśnić pojęcie „dematerializacji papierów wartościowych”. Jak wskazuje się w piśmiennictwie, do wykreowania zdematerializowanego papieru wartościowego niezbędne jest dokonanie innych czynności niż w przypadku wystawienia dokumentowego papieru wartościowego. Zdematerializowany papier wartościowy należy rozumieć jako związek prawa podmiotowego oraz wpisu na rachunek. Prawo podmiotowe, co prawda powstaje w już w momencie dokonania wpisu na rachunek, ale musi ono mieć swoją ważną podstawę. Wpis na rachunek jest zatem źródłem uprawnienia jedynie w znaczeniu formalnym. Natomiast podłoże materialne prawa podmiotowego do zdematerializowanego papieru wartościowego leży w czynności prawnej, stanowiącej zobowiązanie dla osoby prowadzącej rachunek papierów wartościowych do dokonania wpisu (Zacharzewski, 2023a, s. 581).

<sup>3</sup> Ustawa z dn. 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2023 poz. 646 ze zm.).



Przechodząc do szczegółowej analizy tematu, należy wskazać, że elektroniczna forma rejestru akcjonariuszy zwiększa także w porównaniu z księgą akcyjną dostępność do niego dla wszystkich akcjonariuszy. Zgodnie bowiem z art. 328(5) k.s.h. rejestr akcjonariuszy jest jawny dla spółki i każdego akcjonariusza. Wskazane powyżej podmioty mają prawo dostępu do danych zawartych w rejestrze akcjonariuszy za pośrednictwem podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy. Mają one również prawo żądać wydania, w postaci papierowej lub elektronicznej, informacji z rejestru akcjonariuszy. W związku z tym akcjonariusze posiadają obecnie dostęp do treści rejestru za pośrednictwem infrastruktury informatycznej podmiotu prowadzącego rejestr. W poprzedniej formule księga akcyjna była dostępna jedynie w formie fizycznej w siedzibie spółki. Znacząco ograniczało to możliwość zapoznania się z jej treścią przez akcjonariuszy. W piśmiennictwie zasadnie wskazuje się jednak, że w przywołanym powyżej przepisie jest mowa o dostępie do danych, wobec czego przyjęć należy, że zakresem jego regulacji nie zostały objęte dokumenty stanowiące podstawę wpisu (Kidyba, 2023, LEX art. 328(5)). Wskazać również należy, że niezależnie od formy rejestru akcjonariuszy podmiot prowadzący ten rejestr prowadzi go w sposób, który zapewnia bezpieczeństwo i integralność zawartych w nim danych. Zastrzeżenie poczynione przez ustawodawcę w treści art. 328(1) § 4 k.s.h. w tym zakresie również należy ocenić pozytywnie. Rodzaj i zakres ewidencjonowanych w rejestrze danych, w tym danych osobowych osób fizycznych powinny podlegać szczególnej ochronie (Kidyba, 2023, LEX art. 328(1)). W tym kontekście należy uwypuklić, że systemy teleinformatyczne podmiotów prowadzących rejestry akcjonariuszy zapewniają większą gwarancję poufności zawartych w nim danych niż dotychczasowa forma prowadzenia księgi akcyjnej. W doktrynie podkreśla się jednak, że w spółkach o znacznie rozproszonym akcjonariacie powszechna możliwość dotarcia do danych przyznana wszystkim akcjonariuszom prowadzi do dostępu do tych danych ze strony wielu osób postronnych dla konkretnego akcjonariusza i nie zawsze pozostaje wyłącznie w związku z relacjami wynikającymi ze stosunku spółki akcyjnej (Kidyba, 2023, LEX art. 328(5)). W literaturze przedmiotu wskazuje się również, że nieograniczony dostęp do przedmiotowych danych zapewnia już nabycie jednej akcji, co może prowadzić do poważnych nadużyć i fasadowego traktowania statusu akcjonariusza (Michalski, 2020, LEX art. 328(5)). Podsumowując, należy stwierdzić, że zastrzeżenie dla rejestrów akcjonariuszy formy elektronicznej pozostaje w ścisłej korelacji z dążeniami do sprawności, szybkości i zapewnienia bezpieczeństwa obrotu zdematerializowanymi akcjami.

### III. Rejestr akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych

Zdecydowanie więcej kontrowersji wzbudza wskazanie przez ustawodawcę w treści art. 328(1) § 3 k.s.h., że rejestr akcjonariuszy może mieć formę rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych. Tym samym należy wskazać, że ustawodawca poza klasyczną dematerializacją akcji dopuścił możliwość ich tokenizacji. W uzasadnieniu do projektu ustawy wskazano, że podstawowe cechy technologii *blockchain*, a szczególnie decentralizacja bazy danych, nie wyłączają możliwości jej wykorzystania do prowadzenia rejestru akcjonariuszy<sup>4</sup>. Choć wynikająca z przepisów możliwość zastosowania technologii *blockchain* do prowadzenia rejestrów akcjonariuszy jest potwierdzana

<sup>4</sup> Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw. Druk Sejmowy nr 3541, s. 13–14. Pozyskano z: <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=3541> (15.09.2023).



i przyjmowana w literaturze przedmiotu (Grabowski, 2021, s. 32), to stwierdzenie zawarte w uzasadnieniu do projektu ustawy wydaje się dalece wątpliwe.

W pierwszej kolejności należy wskazać za literaturą przedmiotu, że tokenizację praw podmiotowych należy zakwalifikować jako jedno ze zjawisk towarzyszących stosunkowi dematerializacji. Tokenizacja będzie sprowadzała się do związania przez czynność prawną praw podmiotowych z wpisem na rachunek (klasyczna dematerializacja) oraz towarzyszącym temu aktowi wręczeniu (przydzieleniu, wydaniu, przesłaniu) tokena osobie uprawnionej. Tokeny są emitowane w środowisku technologii *blockchain* (DLT), która jest technologiczną podwaliną walut cyfrowych (m.in. bitcoina) (Zacharzewski, 2023, Legalis Dział II. Papiery wartościowe).

W tym kontekście należy przede wszystkim rozważyć obowiązek występowania w procesie tworzenia i prowadzenia rejestru akcjonariuszy pośrednika w postaci podmiotu, który na podstawie ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi jest uprawniony do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Zastosowanie technologii rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych na rynkach finansowych ma natomiast na celu przede wszystkim eliminację pośredników (Bronowska i Matraszek, 2020, s. 27–28). Tymczasem, w przypadku rejestru akcjonariuszy, z uwagi na konieczność występowania obligatoryjnego pośrednika (podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy), wykluczone wydaje się wykorzystanie w tym zakresie technologii rejestrów rozproszonych (*blockchain*) w klasycznym rozumieniu i z wykorzystaniem pełni jej podstawowych założeń (Sójka, 2021, s. 29–30; Zwolińska-Doboszyńska, 2020, s. 16). Dodatkowym ograniczeniem w tym względzie jest okoliczność, iż wspomniany pośrednik musi zawsze należeć do kategorii podmiotów kwalifikowanych z racji licencjonowania ich działalności podstawowej. W związku z tym, już choćby z tego względu prowadzenie w obecnych realiach prawnych rejestru akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych jest w praktyce niewykonalne.

Powyższa argumentacja jest o tyle dodatkowo uzasadniona, że na podmiotach prowadzących rejestry akcjonariuszy ciężą ściśle określone obowiązki, w szczególności do kontrolowania treści zamieszczonych w rejestrze. Głównym zadaniem podmiotu prowadzącego rejestr w tym zakresie jest zapewnienie zgodności wpisów z rzeczywistością, czyli m.in. rejestrowanie obrotu akcjami oraz ewidencjonowanie stanu akcji. Jak już wskazano, podmiot prowadzący rejestr akcjonariuszy ma zapewnić bezpieczeństwo i integralność zawartych w nim danych. Można zatem przyjąć, że poprawne prowadzenie ewidencji oznacza kontrolę nad wpisami wprowadzanymi do rejestru. Powyższe wymusza jedną bazę danych, do której użytkownicy (akcjonariusze, spółka) powinni mieć dostęp na zasadzie klienta usługodawcy, który zapewnia określoną usługę. Natomiast w technologii DLT bazy danych są zapisywane lokalnie na urządzeniach użytkowników, a więc nie występuje jedna baza źródłowa. Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że może się zdarzyć konieczność cofnięcia określonych wpisów, np. wyrejestrowanie emisji nowych akcji, co do których zapadł wyrok uchylający/unieważniający uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego lub stwierdzenie nieważności/unieważnienie umowy, choćby wskutek stwierdzenia wad oświadczenia woli. Podmiot prowadzący rejestr musi więc prowadzić go tak, aby można było wyeliminować wadliwe wpisy, co kłóci się z klasyczną koncepcją systemów rejestrów rozproszonych, pozostających poza kontrolą jakiegokolwiek podmiotu centralnego (Wieczerzyńska, 2020, s. 368).

Odnośząc się do konstrukcji przepisu art. 328(1) § 3 k.s.h. z perspektywy legislacyjnej, na marginesie można dodatkowo zauważyć, że wobec faktu, iż ustawodawca wskazał jedynie, że rejestr akcjonariuszy powinien przyjmować postać elektroniczną, co do której nie wprowadził żadnych szczegółowych unormowań, zwłaszcza o charakterze technicznym czy technologicznym, odwołując się *expressis verbis* do technologii *blockchain* w tym przypadku nie ma żadnego prawnego uzasadnienia, ale i doniosłości prawnej, stanowiąc zabieg pozbawiony wartości normatywnej, skoro zastosowanie tej technologii możliwe byłoby również w braku takiego rozstrzygnięcia.

Najprawdopodobniej najprostszym rozwiązaniem wskazanego powyżej problemu byłoby stworzenie rejestru rozproszonego, np. z użyciem istniejącej infrastruktury *blockchainowej*, jednak w modelu *permissioned*, w którym podmiot prowadzący rejestr posiadałby wszelkie potrzebne uprawnienia konieczne do sprostania wymogom prawnym (Czarnecki, 2019, s. 1). W praktyce chodziłoby o stworzenie konstrukcji *blockchaina* prywatnego, tj. sieci, w której co prawda węzły tworzone są w tej samej księdze, ale dostęp do sieci uzyskuje się „za zezwoleniem”, a każdy z uczestników ma określoną rolę. Taka forma *blockchaina* powoduje jednak, że nie jest w całości zdecentralizowany, co oznacza, iż wymaga tego, aby jego uczestnicy spełniali szereg warunków dostępu, które muszą zostać określone przez scentralizowany podmiot. Pozostaje to jednak w sprzeczności z pierwotną ideą stojącą za technologią *blockchain*, stworzoną przez Satoshi Nakamoto, jaką jest zapewnienie dostępnej dla każdego sieci bez centralnego administratora.

Poszukując rozwiązań, które mogłyby zaradzić brakowi możliwości prowadzenia rejestrów akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych, można byłoby sięgnąć także do ustawodawstw państw obcych. Regulacje dopuszczające prawo prowadzenia księgi akcyjnej w formie rejestru rozproszonego funkcjonują już bowiem poza granicami naszego kraju. Przykładowo można wskazać, że od 2017 r. w stanie Delaware w Stanach Zjednoczonych Ameryki istnieje możliwość ewidencjonowania akcjonariuszy spółek właśnie w takiej formule. Co więcej, tamtejsze prawo przewiduje brak pośrednika prowadzącego rejestr (Bronowska i Matraszek, 2020, s. 24–25). Innym przykładem tego typu rozwiązań w obcych ustawodawstwach są regulacje zastosowane w Szwajcarii. W tym kraju powołano do życia spółkę Daura AG, której celem jest wprowadzenie całkowicie cyfrowego i automatycznego rejestru akcjonariuszy spółek szwajcarskich, pozwalającego jednocześnie na emitowanie cyfrowych akcji i świadectw udziałowych w drodze podwyższenia kapitału na zasadach *blockchaina* prywatnego w zgodzie z prawem szwajcarskim.

Należy również zwrócić uwagę na inicjatywy krajowe podejmowane w zakresie wypracowania standardów wdrożenia rejestrów akcjonariuszy wykorzystujących narzędzia dostępne w ramach systemu rejestrów rozproszonych. Pierwszym z rozwiązań zasługujących na uwagę jest Standard Interfejsu Rejestrów Akcjonariuszy (SIRA)<sup>5</sup>. Jest to inicjatywa grupy podmiotów prowadzących elektroniczne rejestry akcjonariuszy oraz szerokiego grona partnerów zainteresowanych transformacją cyfrową sektora finansów (m.in. Koalicja na Rzecz Polskich Innowacji, ING Bank Śląski, PKO Bank Polski, Santander Bank Polska, 7bull.com, Anchor software oraz kancelaria prawna DZP), której celem jest opracowanie i rozwój jednolitych technicznych warunków funkcjonowania systemów, pozwalających akcjonariuszom dysponować akcjami w rejestrach elektronicznych. Drugą z koncepcji jest PROMAK RA stworzony przez spółkę Asseco Poland S.A. Jest to system IT

<sup>5</sup> Pozyskano z: <https://www.gov.pl/web/cyfryzacja/sira> (15.09.2023).

służący do prowadzenia rejestrów akcjonariuszy zintegrowany z Platformą Blockchain dla Rynku Kapitałowego, udostępnioną przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW)<sup>6</sup>.

Na marginesie można także przywołać słuszne głosy podnoszone w doktrynie, zgodnie z którymi dopuszczenie przez ustawodawcę możliwości prowadzenia rejestrów akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych było posunięciem niedojrzałym z jeszcze jednego powodu. Ustawodawca nie wziął zdaje się pod uwagę dylematów, które mogą w tym kontekście pojawiać się w najbliższym czasie na gruncie odmiennego podejścia do tokenizacji praw podmiotowych z perspektywy prawa prywatnego (swoboda emisji tokenów) oraz prawa publicznego, w szczególności usadowionego w realiach europejskich (objęcie emisji tokenów nadzorem organów publicznych oraz reżimem prawnym stosowanym w odniesieniu do obrotu regulowanego) (Zacharzewski, 2023a, s. 595–596). Może zatem okazać się, że rozwiązania zaproponowane przez ustawodawcę napotkają bariery nie tylko natury technologicznej, lecz także prawnej.

#### IV. Wnioski

Z przeprowadzonej powyżej analizy wypływa kilka zasadniczych wniosków. Po pierwsze, należy wskazać, że nadanie rejestrom akcjonariuszy formy elektronicznej należy ocenić pozytywnie. Pozytywnie należy również ocenić dopuszczenie możliwości prowadzenia rejestrów akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych. Jednoznacznie negatywnie należy ocenić w tym kontekście wprowadzenie obowiązku prowadzenia rejestru akcjonariuszy przez pośrednika, ponieważ uniemożliwia to w pełni wykorzystanie technologii *blockchain* do prowadzenia rejestrów akcjonariuszy i jest niekonsekwentne. Biorąc jednak pod uwagę wszystkie okoliczności związane z funkcjonowaniem rejestrów akcjonariuszy, takie jak konieczność zapewnienia odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa funkcjonowania rejestrów akcjonariuszy w obrocie czy też potencjalną konieczność wprowadzenia zmian już wprowadzonych do rejestru danych, należy wskazać, że rezygnacja z centralnego podmiotu prowadzącego rejestr byłaby na obecnym etapie zaawansowania i powszechności technologii rejestrów rozproszonych krokiem zbyt daleko idącym. Dlatego należy stwierdzić, że prowadzenie rejestrów akcjonariuszy w formie rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych, mimo przewidzenia wprost w przepisach takiej możliwości przez ustawodawcę, jest w praktyce niemożliwe.

#### Bibliografia

- Bronowska, M. i Matraszek, J. (2020). Blockchain a rejestr akcjonariuszy. *Przeгляд Prawa Handlowego*, 4, 23–29.
- Czarnecki, J. (2019). *Jeden rejestr akcjonariuszy, wielu prowadzących. Czy to możliwe?* Pozyskano: <https://newtech.law/pl/jeden-rejestr-akcjonariuszy-wielu-prowadzacych-czy-to-mozliwe/> (15.09.2023).
- Dąbrowska, J. (2020). Powszechna dematerializacja akcji i akcje rejestrowe. W M. Dumkiewicz, J. Szczotka, K. Kopaczyńska-Pieczniak (red.), *Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie* (t. I, s. 449–467). Wolters Kluwer.

<sup>6</sup> Pozyskano z: <https://pl.asseco.com/aktualnosci/asseco-stworzylo-system-it-do-prowadzenia-rejestru-akcjonariuszy-w-oparciu-o-platfome-blockchain-kdpw-3650/> (15.09.2023).

- Grabowski, M. (2021). Prowadzenie rejestru akcjonariuszy a obowiązki wynikające z ustawy o przeciwdziałaniu praniu brudnych pieniędzy. *Przegląd Prawa Handlowego*, 2, 32–38.  
<https://pl.asseco.com/aktualnosci/asseco-stworzylo-system-it-do-prowadzenia-rejestru-akcjonariuszy-w-oparciu-o-platforme-blockchain-kdpw-3650/> (15.09.2023).  
<https://www.gov.pl/web/cyfryzacja/sira> (15.09.2023).
- Kidyba, A. (2023). *Komentarz aktualizowany do art. 301–633 Kodeksu spółek handlowych. Komentarz do art. 328(1) oraz art. 328(5)*. SIP LEX, Wolters Kluwer.
- Michalski, M. (2020). Komentarz do art. 328(5). W A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do art. 301–490*. SIP LEX, Wolters Kluwer.
- Sójka, T. (2021). Rejestr akcjonariuszy w postaci rozproszonej i zdecentralizowanej bazy danych. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, 4, 26–33.
- Wieczerzyńska, B. (2020). Rejestr akcjonariuszy niepublicznych spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych. *Studia Iuridica Toruniensia*, XXVI, 355–378.
- Zacharzewski, K. (2023). Dział II. Papiery wartościowe W M. Załucki (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*. Wydawnictwo C.H. Beck, Legalis.
- Zacharzewski, K. (2023a). Papiery wartościowe. W A. Malarewicz-Jakubów (red.), *Prawo handlowe. Zagadnienia wybrane* (s. 549–596). Wolters Kluwer.
- Zwolińska-Doboszyńska, A. (2020). Przymusowa dematerializacja akcji i rejestr akcjonariuszy w świetle ostatnich zmian legislacyjnych. *Przegląd Prawa Handlowego*, 3, 13–20.

# Zaufanie społeczne a uwarunkowania psychologiczne atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych banków

## Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Zaufanie społeczne a zaufanie publiczne
- III. Zaufanie społeczne do sektora bankowego oraz FinTech
- IV. Uwarunkowania decyzji konsumentów
- V. Uwarunkowania psychologiczne
- VI. Metodologia badawcza
- VII. Charakterystyka badanych grup respondentów
- VIII. Uwarunkowania psychologiczne atrakcyjności oferty sektora FinTech
- IX. Podsumowanie

## Streszczenie

Najnowsze badania wskazują, iż zaufanie społeczne przestało stanowić element przewagi konkurencyjnej banków nad przedsiębiorstwami wykorzystującymi innowacje w procesie świadczenia usług finansowych. Co więcej, klienci w większym stopniu ufają przedsiębiorstwom należącym do sektora FinTech niż bankom.

W tym kontekście analizie należy poddać uwarunkowania decyzji konsumentów, w szczególności determinanty psychologiczne. Mają one zindywidualizowany charakter w aspekcie każdego wyboru dokonywanego przez klienta i w obliczu obserwowanego, porównywalnego poziomu zaufania klientów do podmiotów FinTech i banków mogą wskazywać na istotne różnice w postrzeganiu istotności tej kategorii dla klientów sektora bankowego, wśród których są zarówno osoby, które dotychczas nie korzystały z oferty sektora FinTech, jak i osoby będące klientami obu grup instytucji. Celem niniejszej publikacji jest analiza znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych sektora bankowego oraz sektora bankowego i sektora FinTech. W artykule weryfikacji poddano następującą hipotezę badawczą: średni poziom znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech nie różni się w sposób istotny statystycznie dla klientów indywidualnych sektorów bankowego oraz FinTech.

**Słowa kluczowe:** banki; zaufanie; FinTech.

**JEL:** G21, D81, G23

\* Doktor nauk ekonomicznych; adiunkt w Katedrze Bankowości Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego; e-mail: krzysztof.swieszczak@uni.lodz.pl. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2286-7778>.

Artykuł powstał w ramach projektu badawczego „Uwarunkowania atrakcyjności oferty sektora FinTech dla klientów indywidualnych banków” prowadzonego w ramach konkursu EkSocgrant dofinansowanego z Rezerwy Dziekana na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym UŁ.



## I. Wprowadzenie

Dynamiczny rozwój nowoczesnych technologii i ich wpływ na sposób funkcjonowania przedsiębiorstw należących do szeroko rozumianego sektora finansowego, stanowi przedmiot zainteresowania wielu badaczy (Leong, Tan, Xiao, Ter Chian Tan i Sun, 2017, s. 92–93). Innowacyjność jest niezwykle istotnym elementem przewagi konkurencyjnej i to zarówno w kontekście instytucji bankowych, niejednokrotnie cechujących się ugruntowaną pozycją na rynku, jak i podmiotów FinTech, czyli jednostek gospodarczych należących zazwyczaj do sektora mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MMSP). Co oczywiste, w przypadku obu grup przedsiębiorstw skala działalności jest zupełnie inna, jednakże prowadzenie jej w oparciu o nowoczesne technologie sprawia, iż niezwykle dynamiczny rozwój MMSP z branży *high-tech* (Akkizidis i Stagars, 2016, s. 19) stanowi wyzwanie pod względem konkurencyjności dla wszystkich banków<sup>1</sup>.

Architektura sektora finansowego z jednej strony wyraźnie akcentuje znaczenie sektora bankowego i jego atrybuty, w tym m.in. status instytucji zaufania publicznego, nadzór regulatora rynku nad jego działalnością, a także wieloletnią historię, reputację i wiarygodność. Z drugiej zaś – należy pamiętać o alternatywie dla tych podmiotów w postaci przedsiębiorstw FinTech. Oferują one produkty i usługi, które często stanowią substytut dla oferty banków, zaspokajają kompleksowo potrzeby finansowe klientów, do tego gwarantują niezwykle wysoki poziom innowacyjności i nie są obciążone dotychczas obserwowanymi kryzysami sektora finansowego.

W tym kontekście jednym z bardziej istotnych czynników, które determinują możliwość konkurencyjności przedsiębiorstw należących do szeroko rozumianego sektora finansowego jest zaufanie klientów do tychże jednostek. Poziomy zaufania konsumentów w czasie ewoluują, jednak każdy klient, podejmując wszelkie decyzje, kieruje się określonymi przesłankami. Wśród uwarunkowań procesów decyzyjnych kluczową rolę z punktu widzenia zaufania odgrywają determinanty psychologiczne, które w sposób istotny wpływają na zindywidualizowane podejście do możliwości dokonania konkretnych wyborów.

Biorąc pod uwagę rozwój sektora FinTech, a szczególnie niezwykle szybko rosnącą liczbę klientów podmiotów należących do tego sektora, należy jednoznacznie podkreślić, iż w obecnej sytuacji, klientów instytucji bankowych można podzielić na dwa segmenty. Pierwszy stanowią osoby, które korzystają z oferty sektora bankowego, ale nie miały jeszcze okazji nawiązać jakichkolwiek relacji umownych z jednostkami FinTech. Drugą grupę klientów stanowią zaś osoby, które korzystają z oferty zarówno banków, jak i podmiotów należących do sektora FinTech.

W artykule postawiono następującą hipotezę: średni poziom znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech nie różni się w sposób istotny statystycznie dla klientów indywidualnych sektora bankowego i klientów indywidualnych sektora bankowego oraz sektora FinTech.

Weryfikacja hipotezy badawczej została przeprowadzona na podstawie analiz opartych na danych ilościowych pozyskanych w trakcie realizacji projektu badawczego. W ramach projektu w okresie od lutego do sierpnia 2023 roku przeprowadzono 240 wywiadów PAPI (bezpośrednich indywidualnych wywiadów kwestionariuszowych) wśród klientów sektora bankowego, przy czym

<sup>1</sup> Wartość globalnych inwestycji w sektorze FinTech w 2008 roku wyniosła 930 mln USD (Mitra, 2017, s. 219), natomiast w 2021 roku osiągnęła już 210 mld USD (KPMG, 2022, s. 4).

należy wskazać, iż w badaniu, ze względu na zachowanie reprezentatywności prowadzonych badań, uczestniczyło 120 klientów indywidualnych sektora bankowego, dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech oraz 120 klientów indywidualnych sektora bankowego, mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech.

Celem niniejszego artykułu jest analiza znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych sektora bankowego oraz sektora bankowego i sektora FinTech.

## II. Zaufanie społeczne a zaufanie publiczne

Na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci zaufanie do sektora finansowego wielokrotnie było przedmiotem badań i analiz (Czechowska, 2016, s. 23). Dla badaczy z różnorodnych dziedzin fundamentalną kwestię stanowi określenie istoty zaufania. Należy jednak zauważyć, iż dla wielu podejść wspólnym mianownikiem prowadzonych analiz jest koncentracja na jednostce lub społeczności. Z jednej strony akcentowane jest znaczenie ładunku emocjonalnego, jaki z reguły towarzyszy interakcji, w konsekwencji czego zaufanie definiowane jest jako „całkowite zawierzenie komuś, wiarę w kogoś, ufność” (Sobol, 2002). Z drugiej natomiast – akcentuje się rolę procesu budowania normatywnych relacji międzyludzkich, determinujących sposób przeprowadzania transakcji wymiany (Katz, 1973, s. 86–92).

Biorąc pod uwagę niezwykle złożony oraz wielopłaszczyznowy charakter analizowanego terminu wpływający na zróżnicowany sposób jego definiowania, w dalszej części rozważań przyjęto, iż zaufanie to „ogólne oczekiwanie jednostki, że słowo, obietnica, ustne lub pisemne przyrzeczenie innej jednostki lub grupy jest wiarygodne” (Rotter, 1980, s. 1–7). Należy przy tym podkreślić, iż powyższa definicja wskazuje na bliżej nieokreślonego adresata, którym w tym ujęciu może być jednostka rozumiana jako osoba zarówno fizyczna, jak i prawna. W tym kontekście, w przypadku osób fizycznych kluczowy będzie kontekst relacji międzyludzkich, referujący do konkretnych ludzi (mowa tu o zaufaniu interpersonalnym), natomiast w przypadku osób prawnych zaufanie będzie mieć wymiar społeczny i będzie koncentrować się na obiektach publicznych, np. strukturach czy organizacjach (Sztompka, 2007, s. 103–104).

Ze strony zaufania społecznego, przedmiot analizy stanowią dwie warstwy – pozioma oraz pionowa. Pierwsza z nich odwołuje się do osób fizycznych i jej źródeł należy upatrywać w moralności. Druga z wymienionych odwołuje się do racjonalnych oczekiwań wobec instytucji i ma bardziej abstrakcyjny wymiar (Walczak-Duraj, 2010, s. 82–83).

Zaufanie do organizacji stanowi coraz bardziej popularny obszar badawczy. Literatura przedmiotu wskazuje jednoznacznie (Sztompka, 2007, s. 134–147), że jest ono szczególną formą zaufania społecznego i określa się je mianem „zaufania publicznego”. Co istotne, jego poziom podlega zmianom w czasie. Badacze wskazują, iż zaufanie pokładane w instytucjach może być pochodną zaufania wobec pracowników tychże podmiotów (aspekt ten jest wyjątkowo istotny w kontekście instytucji finansowych). Oznacza to, że relacje interpersonalne (na poziomie mikro), tj. pomiędzy pracownikami organizacji oraz klientami tychże podmiotów mogą determinować poziom zaufania do konkretnych jednostek gospodarczych, a w szczególnych okolicznościach nawet do koncentrującego je sektora (Marcinkowska, 2013, s. 88–89).

Zaufanie może opierać się „na empatii, współuczestnictwie, na wartościach, motywach i strukturach, a także na tożsamości oraz zaangażowaniu” (Marcinkowska, 2013, s. 89), przy czym w kontekście instytucji może mieć wymiar (Grudzewski i Hejduk, 2007, s. 11–16):

- osobowościowy – fundamentem jest poszanowanie określonego systemu wartości i norm przez wszystkich członków organizacji;
- kalkulacyjny – odwołujący się do swoistego rachunku zysków i strat dokonywanego przez jednostkę;
- instytucjonalny – referujący do stopnia transparentności otoczenia;
- percepcyjny – koncentrujący się na wzajemnym sposobie postrzegania się partnerów;
- kumulacyjny – oparty na wiedzy posiadanej przez partnerów relacji.

Kolejnym aspektem szczegółowo analizowanym przez badaczy są bariery utrudniające organizacji zdobycie zaufania. Należy tu wskazać m.in. (Galford i Drapeau, 2003, s. 88–95):

- niekonsekwentne standardy – w efekcie czego podejmowane są różne decyzje w podobnych sytuacjach;
- niekonsekwentna komunikacja – skutkująca generowaniem wykluczających się komunikatów przez organizacje;
- nieodpowiednia życzliwość – nieadekwatna reakcja instytucji na niewłaściwe postawy pracowników;
- fałszywe sygnały zwrotne – deficyt przejrzystości w procesie komunikacji z grupami interesów organizacji;
- brak umiejętności zaufania innym – centralizacja kompetencji i odpowiedzialności;
- konsekwentne generowanie słabych wyników – mowa o niskim poziomie zaufania, który jest konsekwencją problemów z realizacją wcześniej zaplanowanych działań.

Fundamentalnymi determinantami zaufania społecznego do organizacji są ich wiarygodność i reputacja, przy czym należy podkreślić, iż badacze akcentują również znaczenie istnienia systemów gwarancji i zabezpieczeń. Mogą one mieć następujący charakter (Marcinkowska, 2013, s. 86–87):

- umowny – zapisy i klauzule wskazujące na konsekwencje niedotrzymania warunków zawieranej umowy;
- prawny – regulacje prawne wskazujące na prawa i obowiązki stron relacji umownych;
- etyczny – kodeksy etyczne i kodeksy postępowania etycznego, wskazujące na mniej lub bardziej precyzyjnie określone oczekiwania m.in. w stosunku do pracowników i samej organizacji;
- instytucjonalny – otoczenie organizacji jako swoisty gwarant wiarygodności określonych instytucji.

Interesującym aspektem związanym z zaufaniem społecznym jest proces ewolucji zaufania – z zaufania do pracowników określonych organizacji (związanego z wymiarem etycznym) w zaufanie do jednostek gospodarczych ich zatrudniających. Jest ona szczególnie istotna w przypadku sektora bankowego, którego pracownicy powinni wykonywać swoje obowiązki zawodowe w sposób

określony przez kodeksy etyczne na poziomach zarówno całego sektora, jak i wybranych banków. W ten sposób każdy pracownik sektora bankowego staje się jednocześnie reprezentantem bankierów jako grupy zawodowej, a także instytucji bankowych jako organizacji (zaufanie publiczne).

### III. Zaufanie społeczne do sektora bankowego oraz FinTech

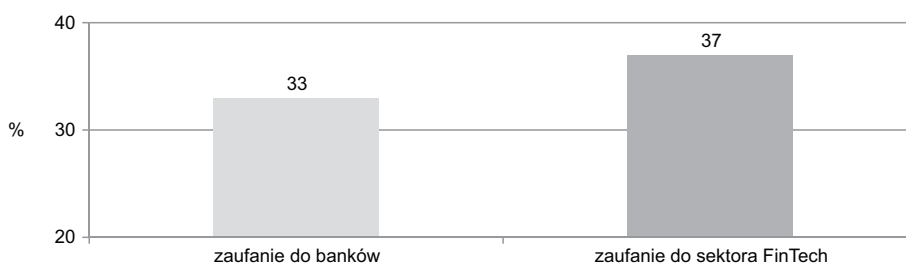
Podmioty wykorzystujące innowacyjne technologie w procesie świadczenia usług finansowych (sektor FinTech) od kilku lat stanowią alternatywę dla sektora finansowego, w tym dla banków. Poziom konkurencyjności analizowany między innymi na takich płaszczyznach, jak uproszczone procedury (Nicoletti, 2017, s. 300), atrakcyjne dla klientów prowizje i opłaty (Haldimann, Walter i Brenzikofer, 2016, s. 44), a także wcześniej wspomniane innowacyjne rozwiązania technologiczne wykorzystywane w obsłudze klientów (Sironi, 2016, s. 33), staje się niewątpliwym atutem analizowanych jednostek gospodarczych.

Rosnąca popularność przedsiębiorstw należących do sektora FinTech (Bheemaiah, 2017, s. 46) skłania badaczy do stawiania nowych pytań badawczych, a tym samym podejmowania licznych badań (Burtch, Ghose i Wattal, 2013, s. 499–519; 2014, s. 773–794; Foster i Heeks, 2013, s. 296–315), których celem jest m.in. przybliżenie specyfiki działalności analizowanych podmiotów oraz wskazanie możliwości ich rozwoju. Warto przy tym odnotować, iż zakres wielu prowadzonych badań w obszarze zaufania do szeroko zdefiniowanych instytucji finansowych jest często ograniczony terytorialnie, co sprawia, że wyniki realizowanych badań są ograniczone do konkretnego rynku, wybranych krajów lub regionów.

Dlatego dla osadzenia rozważań w globalnym kontekście ważne jest przywołanie raportu EY (Lele, Udiavar i Mannamkery, 2021). W podsumowywanym przez raport badaniu wzięło udział 5368 konsumentów z różnych państw, należących do różnych grup wiekowych, płci oraz charakteryzujących się zróżnicowanym poziomem zamożności.

Dla niniejszych rozważań kluczową część analizowanego raportu stanowią wyniki badań w obszarze zaufania do instytucji finansowych (szczególnie w zakresie zaufania do banków oraz przedsiębiorstw należących do sektora FinTech) (zob. rys. 1).

**Rysunek 1.** Zaufanie klientów do banków oraz sektora FinTech (w %)



Źródło: Lele, Udiavar i Mannamkery (2021).

Autorzy raportu podkreślają niezwykle dynamiczny wzrost poziomu zaufania do sektora FinTech w trakcie ostatnich kilku lat, wskazując jednocześnie, że za ponadprzeciętną dynamiką wzrostu zaufania do wskazanych podmiotów stoi między innymi pandemia COVID-19, która była istotnym impulsem do zmian w zakresie postaw konsumentów.

Raport ma charakter globalny, dlatego należy pamiętać, że w poszczególnych krajach ze względu na np. sytuację gospodarczą, skłonność do adaptacji innowacyjnych rozwiązań czy poziom ubankowienia mogą występować istotne różnice w zakresie postaw czy przyzwyczajzeń klientów sektora finansowego.

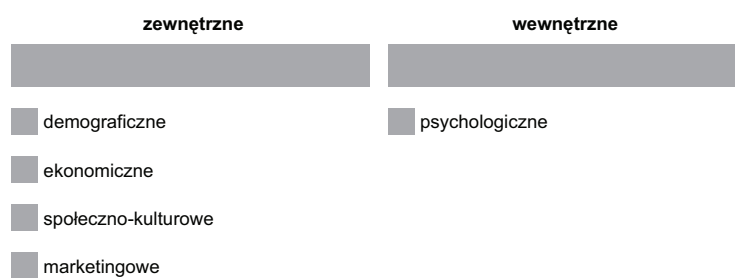
#### IV. Uwarunkowania decyzji konsumentów

Każdy konsument podejmuje wiele decyzji, które mają mniej lub bardziej istotny wpływ na jego życie. Abstrahując od złożoności poszczególnych procesów decyzyjnych, każda decyzja jest w zasadzie determinowana wieloma czynnikami, do których zaliczyć można (Kieźel, 2000, s. 104):

- uwarunkowania o charakterze zewnętrznym, występujące w otoczeniu jednostki:
  - o charakterze społeczno-kulturowym – wynikające z funkcjonowania człowieka w społeczeństwie;
  - o charakterze demograficznym i społecznym – związane z atrybutami, takimi jak płeć, wiek oraz miejsce zamieszkania;
  - związane z marketingiem-mix – każdy podmiot gospodarczy jest częścią rynku, na którym funkcjonuje, a co za tym idzie oddziałuje na konsumentów w obszarze produktu, ceny, dystrybucji i promocji;
- uwarunkowania o charakterze wewnętrznym, tworzące profil psychologiczny jednostki; są one związane z takimi atrybutami, jak: osobowość, doświadczenia, potrzeby, skłonność do podejmowania ryzyka, preferencje oraz motywacje (Nowacki, 2005, s. 210).

Biorąc pod uwagę wskazaną typologię uwarunkowań decyzji konsumentów, wyróżnić można cztery czynniki o charakterze egzogenicznym (determinanty zewnętrzne: demograficzne, ekonomiczne, społeczno-kulturowe oraz marketingowe), a także jeden czynnik o charakterze endogenicznym (czynnik wewnętrzny: psychologiczny) (rys. 2).

**Rysunek 2.** Uwarunkowania zachowań konsumentów



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Kieźel (2000, s. 104).

Specyfika procesów decyzyjnych wskazuje, iż w wielu sytuacjach analizowane determinanty wzajemnie na siebie oddziałują, jednak to uwarunkowania psychologiczne odgrywają kluczową rolę w procesie budowania zaufania społecznego (Uslaner, 2002, s. 76–114).

Ze względu na porównywalne poziomy zaufania do sektora bankowego oraz FinTech (na podstawie wyniku badania zrealizowanego przez EY w 2021 roku) w dalszej części rozważań skoncentrowano się na uwarunkowaniach atrakcyjności oferty sektora FinTech. Na podstawie



wywiadów pogłębionych przeprowadzonych z ekspertami, będącymi przedstawicielami środowiska naukowego zajmującymi się zawodowo badaniem sposobu funkcjonowania przedsiębiorstw FinTech (3 osoby) oraz właścicielami i współwłaścicielami podmiotów gospodarczych należących do sektora FinTech (3 osoby), zidentyfikowano potrzebę szczególnej eksploracji obszaru uwarunkowań psychologicznych w procesie oceny atrakcyjności oferty tego sektora.

## V. Uwarunkowania psychologiczne

Uwarunkowania psychologiczne (uwarunkowania o charakterze endogenicznym) są związane z psychiką konsumenta, jego osobowością i są specyficzne dla każdej jednostki, przy czym do głównych kategorii w analizowanej grupie uwarunkowań należą m.in. potrzeby konsumpcyjne, percepcja, motywy działania, preferencje, osobowość oraz ryzyko związane z zakupem produktu lub usługi.

Potrzeby konsumpcyjne są definiowane jako „(...) takie potrzeby, które mogą być zaspokojone w akcie spożycia lub użytkowania dóbr materialnych lub usług, które mogą być zakupione na rynku, wykonane we własnym gospodarstwie domowym lub otrzymane jako świadczenie” (Drewnowski i Scott, 1966, s. 96–98). Tym samym potrzeby konsumpcyjne odwołują się do określonej hierarchii potrzeb, która ma zindywidualizowany charakter w przypadku każdej jednostki.

Percepcja związana jest z określonym poziomem świadomości istnienia produktów i usług, różnic występujących między nimi, a także różnymi możliwościami dokonania ich zakupu. Motywy z kolei definiowane są jako „(...) siły wynikające z niezaspokojonych potrzeb, które pobudzają i ukierunkowują zachowanie nabywcy w celu zaspokojenia tych potrzeb” (Gajewski, 1994, s. 50; Rudnicki, 2004, s. 91–97; Janoś-Kresło i Mróz, 2006, s. 48–50).

Kolejnym z uwarunkowań są preferencje odwołujące się do skłonności konsumentów do dokonywania określonych wyborów i podejmowania konkretnych decyzji. Referują one również do ustanawiania hierarchizacji w obrębie analizowanych dóbr, którymi konsumenci są potencjalnie zainteresowani (Żelazna, Kowalczyk i Mikuta, 2002, s. 92).

Osobowość definiowana jest jako „(...) zestaw cech indywidualnych i sposobów postępowania charakterystycznych dla danego konsumenta, które pozwalają przewidzieć jego zachowania i decyzje” (Rudnicki, 2009, s. 39–40), natomiast ostatnie z wymienionych uwarunkowań, tj. ryzyko związane z zakupem produktu lub usługi, łączy się z subiektywnym postrzeganiem zagrożenia wynikającego z planowanej transakcji, tym samym obawą przed podjęciem błędnej decyzji zakupowej (Rudnicki, 2004, s. 129).

## VI. Metodologia badawcza

Celem niniejszego artykułu jest analiza znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych sektorów bankowego oraz FinTech.

W artykule postawiono następującą hipotezę: średni poziom znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech nie różni się w sposób istotny statystycznie dla klientów indywidualnych sektorów bankowego oraz FinTech.

Do weryfikacji przyjętej hipotezy oraz realizacji celu niniejszej publikacji wykorzystano 240 wywiadów PAPI (bezpośrednich indywidualnych wywiadów kwestionariuszowych) przeprowadzonych wśród klientów sektora bankowego, przy czym należy wskazać, iż w badaniu ze względu na dbałość o zachowanie reprezentatywności prowadzonych badań, uczestniczyło:

- 120 klientów indywidualnych sektora bankowego, dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech;
- 120 klientów indywidualnych sektora bankowego, mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech.

Badanie kwestionariuszowe zostało poprzedzone sześcioma wywiadami pogłębionymi z ekspertami, będącymi przedstawicielami środowiska naukowego zajmującymi się zawodowo badaniem sposobu funkcjonowania przedsiębiorstw FinTech (3 osoby), oraz właścicielami i współwłaścicielami podmiotów gospodarczych należących do sektora FinTech (3 osoby).

W trakcie wywiadów jednym z poruszanych wątków była kwestia zaufania do sektora bankowego oraz sektora FinTech. Na zadane pytanie: „Zakładając, że poziom zaufania klientów do sektora bankowego i sektora FinTech jest zbliżony, która z kategorii uwarunkowań decyzji konsumentów (demograficzne, ekonomiczne, społeczno-kulturowe, marketingowe i psychologiczne), powinna stanowić przedmiot dalszych, szczegółowych analiz?”, eksperci odpowiedzieli jednoznacznie, wskazując czynniki psychologiczne (6 ekspertów). W przypadku pozostałych uwarunkowań, eksperci nie wskazali bezpośredniego oraz istotnego związku pomiędzy tymi czynnikami i zaufaniem.

Kwestionariusz badawczy składał się z kilku części, wśród których istotne znaczenie miały komponenty związane z uwarunkowaniami psychologicznymi. Wszystkie pytania wymagały udzielenia odpowiedzi wyrażającej stopień akceptacji określonego stwierdzenia, plasującego się na siedmiostopniowej skali Likerta (całkowicie się nie zgadzam, nie zgadzam się, raczej się nie zgadzam, trudno powiedzieć, raczej się zgadzam, zgadzam się, zdecydowanie się zgadzam). W budowie ostatecznej wersji narzędzia uwzględnione zostały wyniki wykonanych badań pilotażowych na grupie 40 osób. Badanie zostało zrealizowane w okresie od lutego do sierpnia 2023 roku.

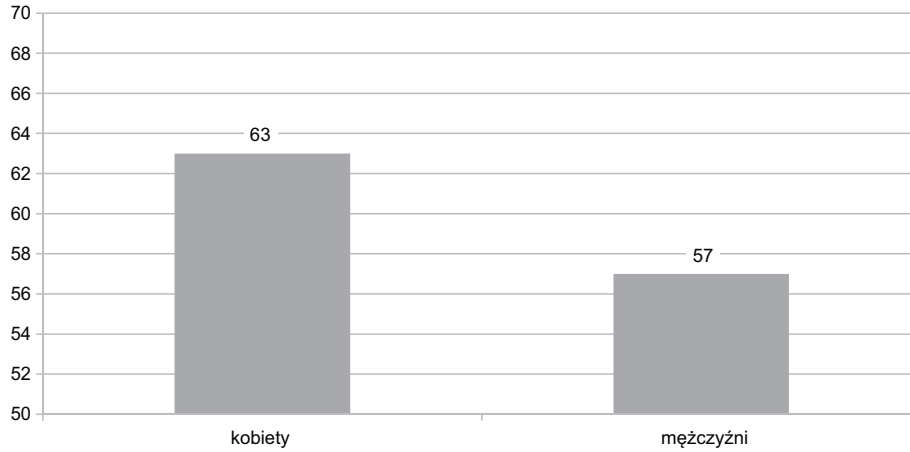
## VII. Charakterystyka badanych grup respondentów

W badaniu uczestniczyło 120 klientów indywidualnych sektora bankowego, dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech oraz 120 klientów indywidualnych sektora bankowego, mających doświadczenie w korzystaniu z oferty tego sektora.

Pierwsza z wymienionych grup respondentów składała się z 63 kobiet i 57 mężczyzn (rys. 3), przy czym ze względu na wiek struktura grupy kształtowała się następująco: 4 osoby urodziły się w latach 1950–1959; 6 osób w latach 1960–1969; 45 osób w latach 1970–1979; 48 osób w latach 1980–1989; 15 osób w latach 1990–1999, a 2 w latach 2000–2009 (rys. 4).

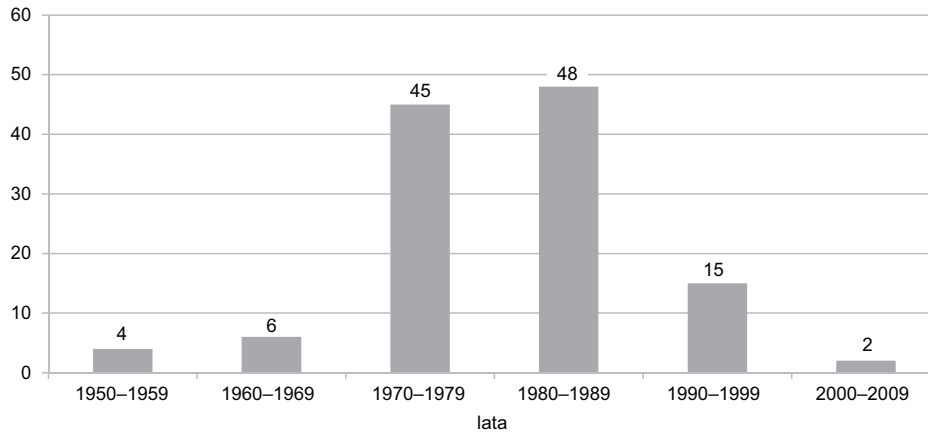
Wśród badanych respondentów 8 mieszkało na obszarach wiejskich; 9 – w mieście do 20 tys. mieszkańców; 21 – w mieście do 50 tys. mieszkańców; 17 – w mieście do 100 tys. mieszkańców, a 65 – w mieście powyżej 100 tys. mieszkańców (rys. 5).

**Rysunek 3.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech ze względu na płeć



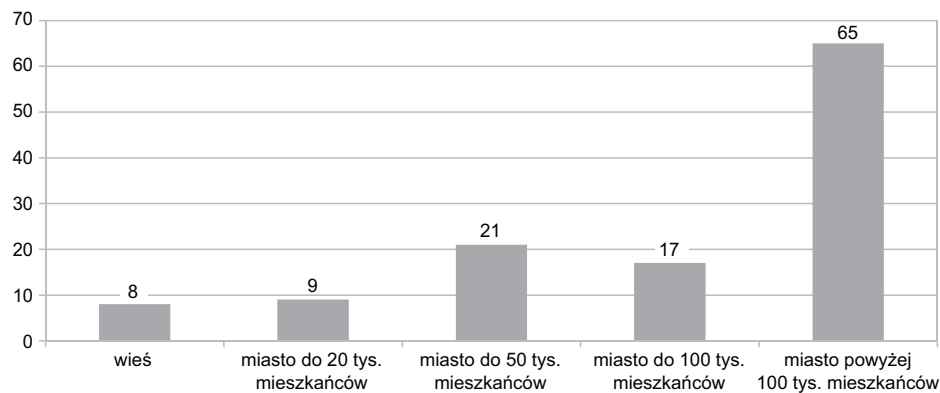
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 4.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech ze względu na rok urodzenia



Źródło: opracowanie własne.

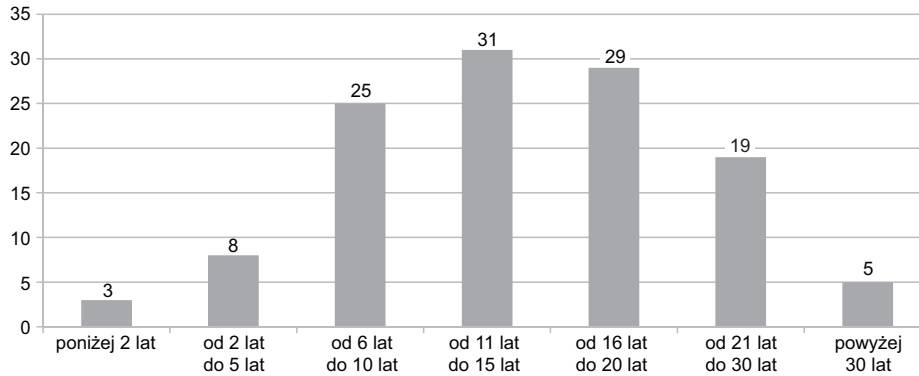
**Rysunek 5.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech ze względu na miejsce zamieszkania



Źródło: opracowanie własne.

Jedynie 3 respondentów posiadało doświadczenie w korzystaniu z oferty bankowej w okresie poniżej 2 lat; 8 respondentów – w okresie od 2 do 5 lat; 25 respondentów – w okresie od 6 do 10 lat; 31 respondentów – w okresie od 11 do 15 lat; 29 respondentów – w okresie od 16 do 20 lat; 19 respondentów – w okresie od 21 do 30 lat; 5 respondentów w okresie powyżej 30 lat (rys. 6).

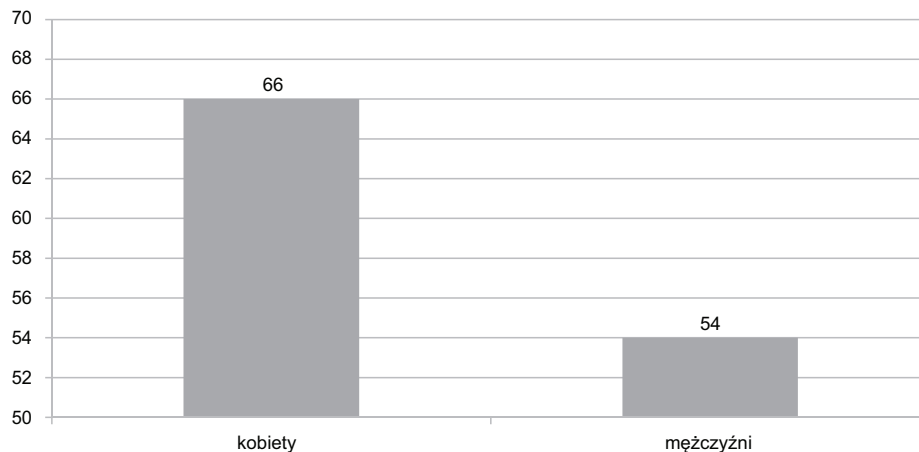
**Rysunek 6.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech ze względu na doświadczenie w korzystaniu z oferty banków



Źródło: opracowanie własne.

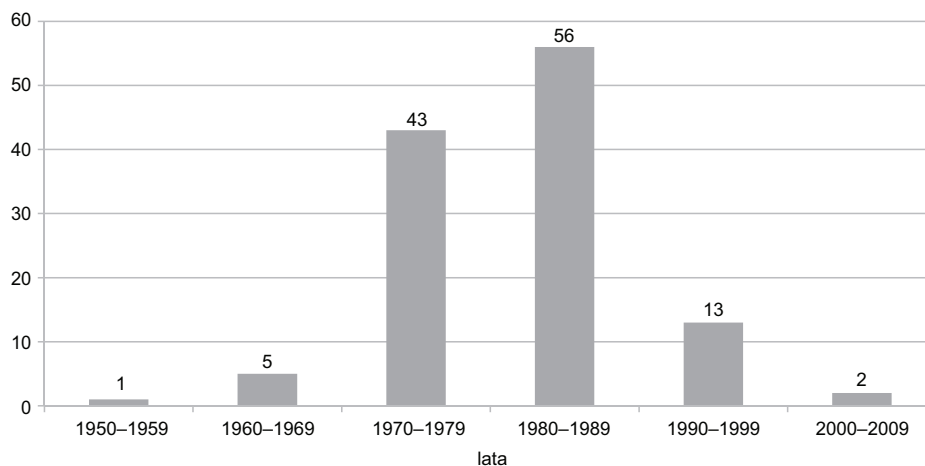
Druga z wymienionych grup respondentów składała się z 66 kobiet i 54 mężczyzn (rys. 7), struktura wieku wyglądała zaś następująco: 1 osoba urodziła się w latach 1950–1959; 5 osób – w latach 1960–1969; 43 osoby – w latach 1970–1979; 56 osób – w latach 1980–1989; 13 osób – w latach 1990–1999 oraz 2 osoby – w latach 2000–2009 (rys. 8).

**Rysunek 7.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech ze względu na płeć



Źródło: opracowanie własne.

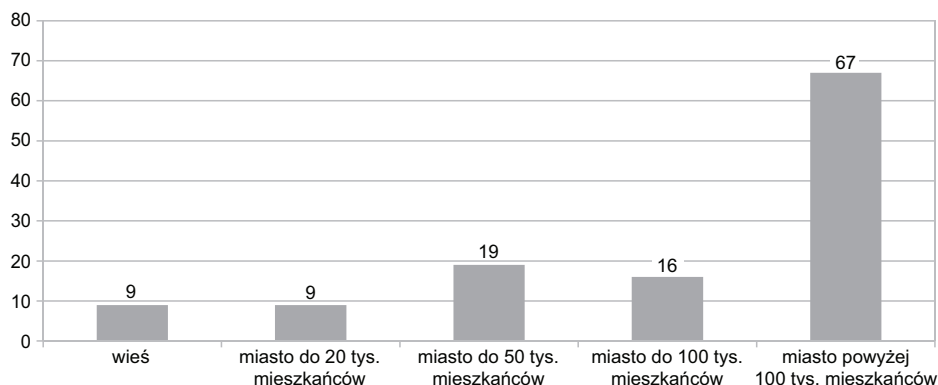
**Rysunek 8.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech ze względu na rok urodzenia



Źródło: opracowanie własne.

Wśród badanych w drugiej grupie 9 mieszkało na obszarach wiejskich; 9 – w mieście do 20 tys. mieszkańców; 19 – w mieście do 50 tys. mieszkańców; 16 – w mieście do 100 tys. mieszkańców, a 67 – w mieście powyżej 100 tys. mieszkańców (rys. 9).

**Rysunek 9.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech ze względu na miejsce zamieszkania



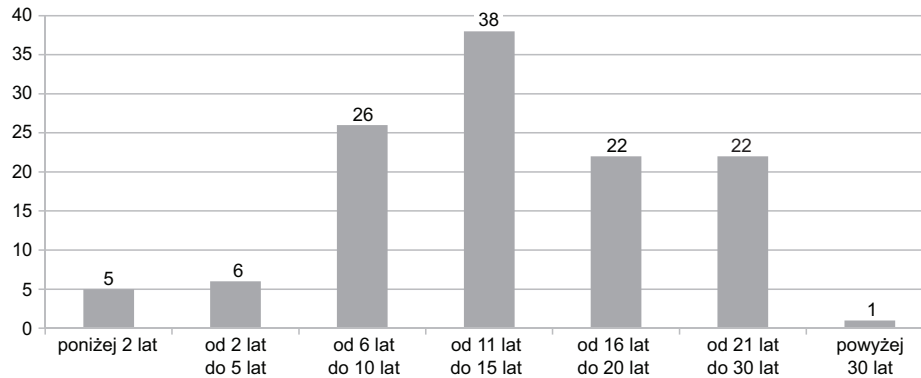
Źródło: opracowanie własne.

Podział grupy drugiej ze względu na doświadczenie w korzystaniu z oferty bankowej kształtował się zaś w następujący sposób: 5 respondentów posiadało doświadczenie w korzystaniu z oferty bankowej w okresie poniżej 2 lat; 6 respondentów posiadało doświadczenie w przedziale od 2 do 5 lat; 26 respondentów – od 6 do 10 lat; 38 respondentów – od 11 do 15 lat; 22 respondentów – od 16 do 20 lat; 22 respondentów – od 21 do 30 lat, natomiast 1 respondent mógł się poszczycić ponad 30-letnim doświadczeniem (rys. 10).

Ze względu na doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech struktura badanych przedstawiała się w ten sposób: 30 respondentów posiadało doświadczenie w okresie poniżej 2 lat; 42 respondentów miało to doświadczenie w przedziale od 2 do 5 lat; 38 respondentów – od 6 do 10 lat; 7 respondentów – od 11 do 15 lat; 3 respondentów – od 16 do 20 lat (rys. 11).

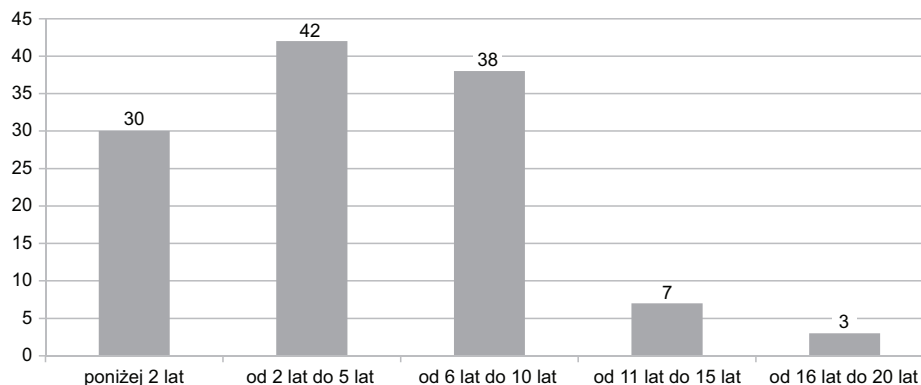


**Rysunek 10.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech ze względu na doświadczenie w korzystaniu z oferty banków



Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 11.** Struktura klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech ze względu na doświadczenie w korzystaniu z oferty banków



Źródło: opracowanie własne.

## VIII. Uwarunkowania psychologiczne atrakcyjności oferty sektora FinTech

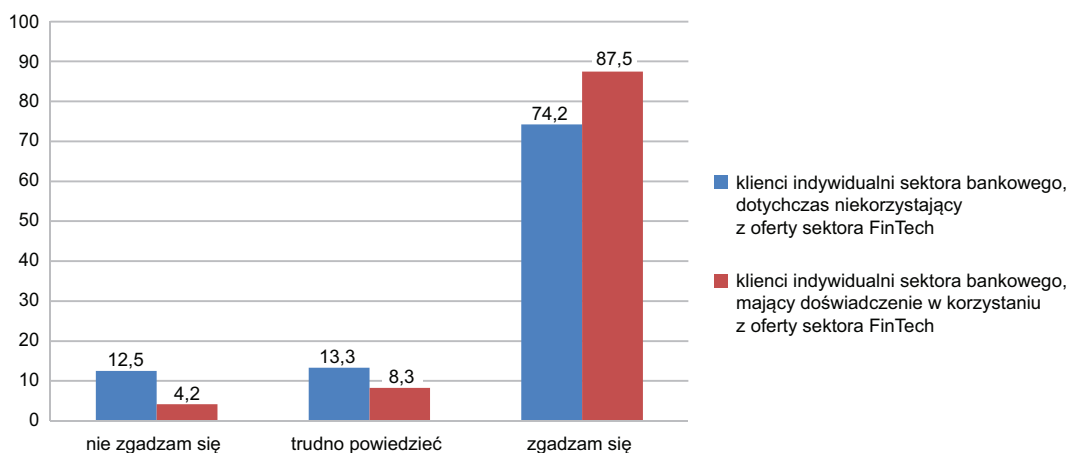
Pomiar tego, która z badanych grup (klienci indywidualni sektora bankowego dotychczas niekorzystający z oferty sektora FinTech oraz klienci indywidualni sektora bankowego mający doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech) wyżej ocenia znaczenie uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech przeprowadzono za pomocą pytania rozpoczynającego się od następującej instrukcji: *Poniżej sformułowano kilka stwierdzeń dotyczących Pana/i oceny wpływu wskazanych czynników psychologicznych na atrakcyjność oferty sektora FinTech. Odnosząc się do stwierdzeń, proszę korzystać ze skali od -3 do 3, gdzie -3 oznacza, że się Pan/i z danym stwierdzeniem nie zgadza, a 3 oznacza, że się Pan/i z tym stwierdzeniem całkowicie zgadza.*

Uznano, że dla zbadania różnic w sposobie postrzegania analizowanej determinanty przez obie grupy klientów należy wykorzystać następujące tezy:

1. Im większe potrzeby konsumpcyjne posiada klient banku, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech.
2. Im częściej klient banku korzysta z aplikacji mobilnych, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech.
3. Im większą pewnością siebie charakteryzuje się klient banku, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech.
4. Im rzadziej klient banku analizuje ryzyko podejmowanych decyzji, tym wyżej ocenia atrakcyjność oferty sektora FinTech.
5. Im większą skłonnością do podejmowania ryzyka cechuje się klient banku, tym wyżej ocenia atrakcyjność oferty sektora FinTech.

W przypadku pierwszego stwierdzenia wśród obu typów respondentów najbardziej liczną grupę stanowiły osoby zgadzające się z postawioną tezą (takiej odpowiedzi udzieliło 74,2% klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech oraz 87,5% klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech) (rys. 12). Uzyskany wynik może świadczyć o tym, że klienci indywidualni sektora bankowego z obu grup tym wyżej oceniają atrakcyjność oferty podmiotów FinTech, im większe potrzeby konsumpcyjne posiadają. Co za tym idzie, należy przyjąć, iż część z klientów sektora bankowego, wraz z rosnącymi potrzebami konsumpcyjnymi, będzie skłonna poszukiwać alternatywy dla oferty banków i zainteresować się ofertą sektora FinTech.

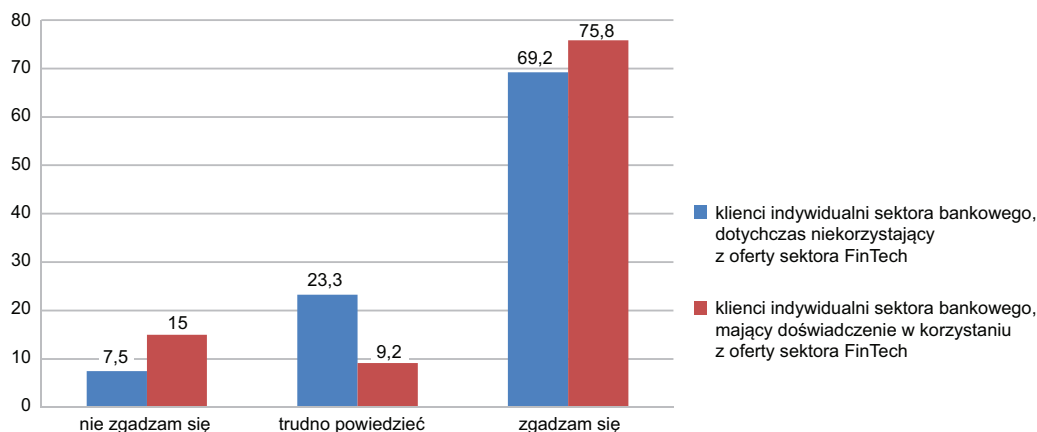
**Rysunek 12.** Opinie respondentów dotyczące tezy: im większe potrzeby konsumpcyjne posiada klient banku, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Większość respondentów w przypadku obu analizowanych grup również uważa, że im częściej klient banku korzysta z aplikacji mobilnych, tym wyższa jest ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech. Należy przy tym zauważyć, iż blisko co czwarty klient indywidualny sektora bankowego dotychczas niekorzystający z oferty sektora FinTech nie miał zdania (rys. 13).

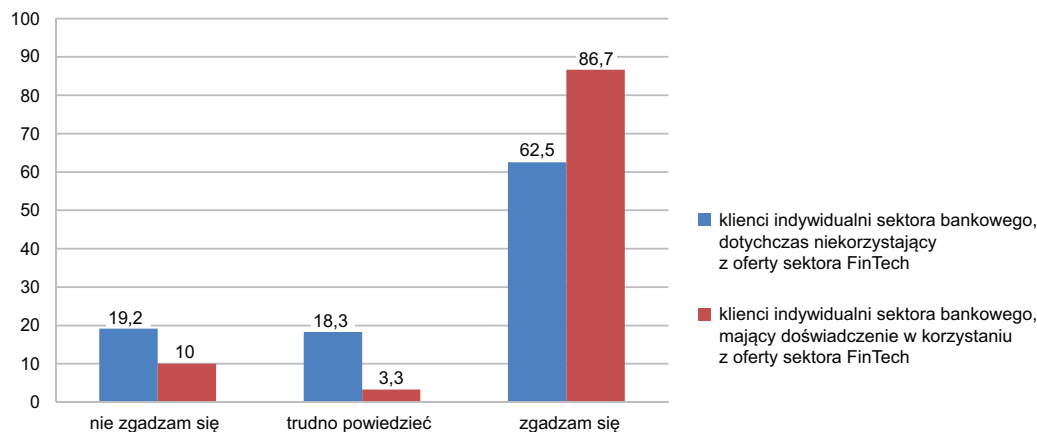
**Rysunek 13.** Opinie respondentów dotyczące tezy: im częściej klient banku korzysta z aplikacji mobilnych, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Większość respondentów w przypadku obu analizowanych grup uważa także, że im większą pewnością siebie cechuje się klient banku, tym wyższa jest ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech. Należy przy tym zauważyć, iż blisko sześć razy więcej klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech niż klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech nie miało zdania na analizowany temat (rys. 14).

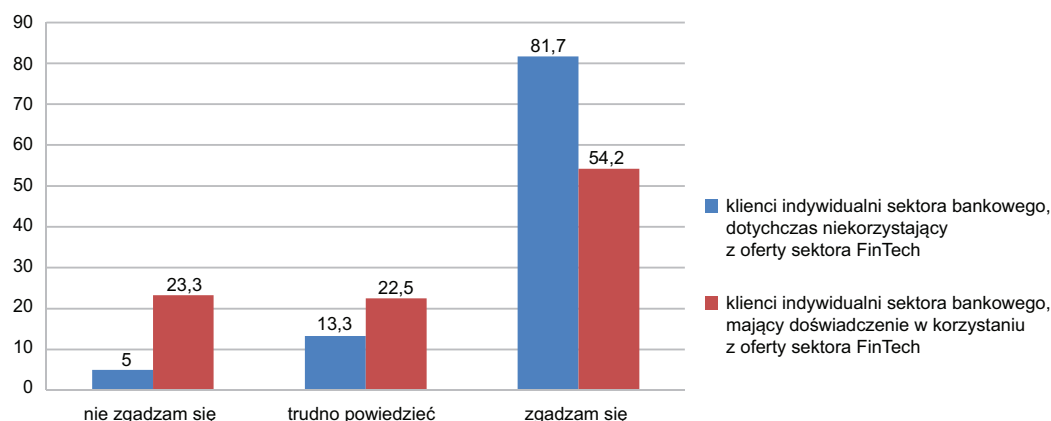
**Rysunek 14.** Opinie respondentów dotyczące tezy: im większą pewnością siebie charakteryzuje się klient banku, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech (w %)



Źródło: opracowanie własne.

W przypadku stwierdzenia, że im rzadziej klient banku analizuje ryzyko podejmowanych decyzji, tym wyżej ocenia atrakcyjność oferty sektora FinTech, zaobserwować można wyraźne różnice w opinii respondentów. Ze stwierdzeniem tym zgadza się 81,7% klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech oraz nieco ponad połowa klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech (54,2% respondentów). Na uwagę zasługuje, iż blisko co czwarty klient indywidualny sektora bankowego mający doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech nie zgadza się z analizowanym stwierdzeniem (23,3% respondentów) (rys. 15).

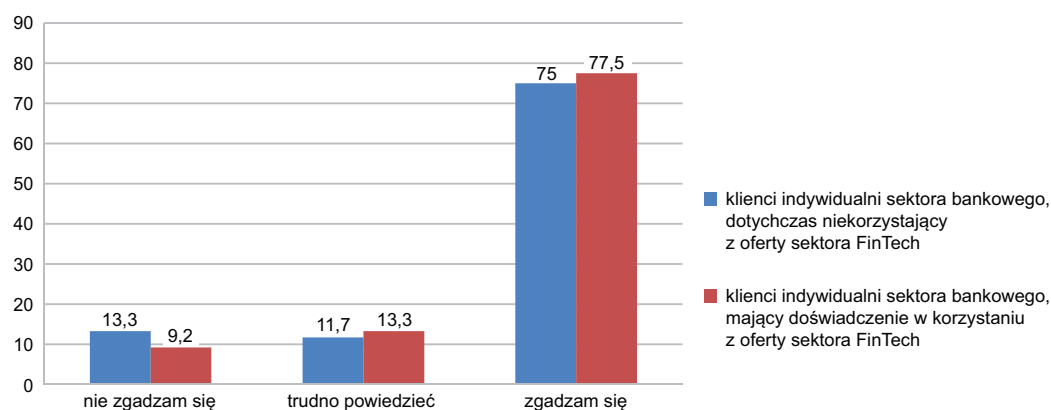
**Rysunek 15.** Opinie respondentów dotyczące tezy: im rzadziej klient banku analizuje ryzyko podejmowanych decyzji, tym wyżej ocenia atrakcyjność oferty sektora FinTech (w %)



Źródło: opracowanie własne.

W przypadku ostatniego z analizowanych stwierdzeń (*im większą skłonnością do podejmowania ryzyka cechuje się klient banku, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech*), obie grupy respondentów miały podobne opinie – zdecydowana większość respondentów zgodziła się ze wskazanym stwierdzeniem (75% klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech oraz 77,5% klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech) (rys. 16).

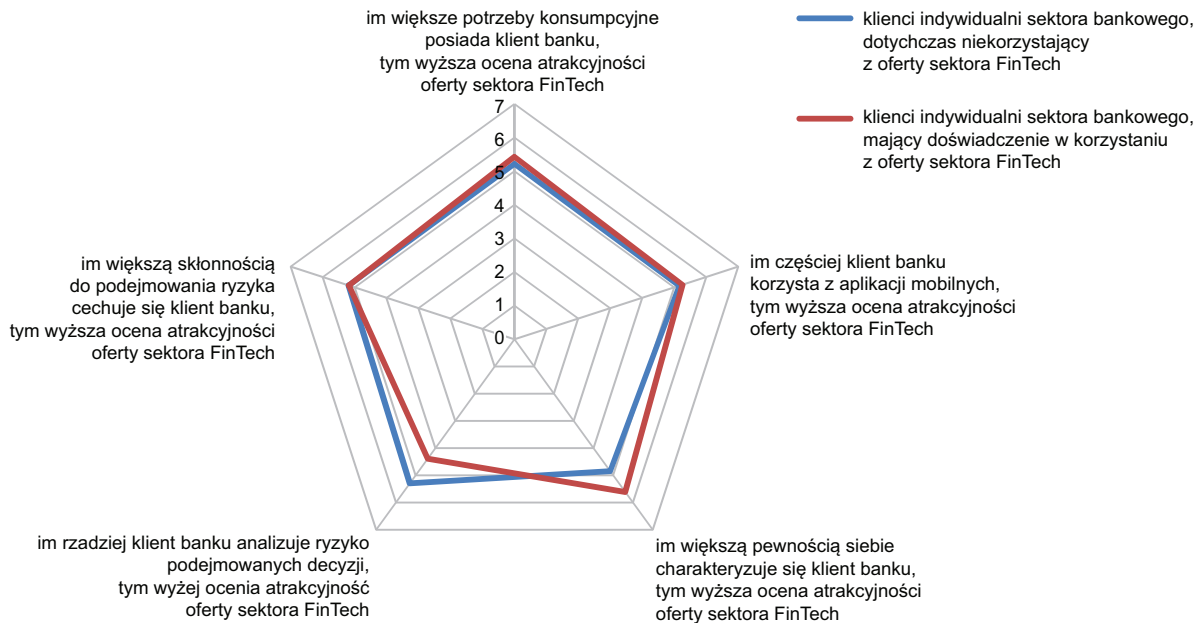
**Rysunek 16.** Opinie respondentów dotyczące tezy: im większą skłonnością do podejmowania ryzyka cechuje się klient banku, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Odwołując się do wartości średnich, reprezentujących przeciętną wartość punktową wskazaną przez badaną populację klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech oraz klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech, zauważyć można, że pierwsza z przytoczonych grup wyraźnie częściej zgadzała się ze stwierdzeniem, iż im rzadziej klient banku analizuje ryzyko podejmowanych decyzji, tym wyżej ocenia atrakcyjność oferty sektora FinTech. Klienci indywidualni sektora bankowego mający doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech częściej z kolei zgadzali się ze stwierdzeniem, iż im większą pewnością siebie charakteryzuje się klient banku, tym wyżej ocenia atrakcyjność oferty sektora FinTech (rys. 17).

**Rysunek 17.** Różnice w opiniach klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech oraz klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech w zakresie uwarunkowań psychologicznych (średnie wartości punktowe odzwierciedlające skalę odpowiedzi)



Źródło: opracowanie własne.

Zastosowane tezy pozwoliły na zbudowanie zmiennej, będącej kategorią zbiorczą obrazującą opinie respondentów dotyczące uwarunkowań psychologicznych. Nowo powstałą zmienną nazwano: **znaczenie uwarunkowania o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech**. Natomiast z danych pochodzących z przeprowadzonego badania wynika, że zbudowana w ten sposób skala okazała się rzetelna. Wartość współczynnika alfa Cronbacha w przypadku klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech wyniosła  $\alpha = 0,787$ , a w przypadku klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech wyniosła  $\alpha = 0,815$ . Przedmiotem analizy uczyniono średnią jej wartość, mieszczącą się w przedziale od  $-3$  do  $3$ . Im była ona wyższa, tym badany przypisywał większe znaczenie uwarunkowaniom o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech.

W celu lepszego zrozumienia czynników determinujących obszar uwarunkowań psychologicznych, w dalszej części przeprowadzono również analizę wariancji, która miała wyjaśnić z jakim prawdopodobieństwem zmienna, jaką jest płeć, może być powodem różnic między obserwowanymi średnimi dla obu grup klientów indywidualnych.

Tym samym przedmiotem uwagi uczyniono znaczenie uwarunkowania o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród kobiet oraz mężczyzn. Aby zidentyfikować różnice w tym względzie, zastosowano jednoczynnikową analizę wariancji (ANOVA). Z uzyskanych danych wynika, że pomiędzy obiema badanymi grupami nie ma różnic istotnych statystycznie ( $p > 0,05$ ) (tab. 1 i 2).



**Tabela 1.** Średni poziom znaczenia uwarunkowania o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech w zależności od płci

Płeć	N	Średnia	Odchylenie standardowe	Błąd standardowy	95% przedział ufności dla średniej		Min.	Maks.
					dolna granica	górną granicą		
Kobieta	63	5,2984	0,86276	0,10870	5,0811	5,5157	2,40	7,40
Mężczyzna	57	5,0386	0,78143	0,10350	4,8313	5,2459	3,20	6,60
Ogółem	120	5,1750	0,83195	0,07595	5,0246	5,3254	2,40	7,40

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 2.** Średni poziom znaczenia uwarunkowania o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech w zależności od płci

Płeć	N	Średnia	Odchylenie standardowe	Błąd standardowy	95% przedział ufności dla średniej		Min.	Maks.
					dolna granica	górną granicą		
Kobieta	66	5,1455	0,73384	0,09033	4,9651	5,3259	3,00	6,60
Mężczyzna	54	5,2037	0,67011	0,67011	5,3866	5,3866	3,20	6,40
Ogółem	120	5,1717	0,70355	0,70355	5,2988	5,2988	3,00	6,60

Źródło: opracowanie własne.

## IX. Podsumowanie

Przez wiele lat zaufanie stanowiło istotny element przewagi konkurencyjnej sektora bankowego nad wieloma innymi podmiotami należącymi do szeroko rozumianego sektora finansowego. Abstrahując od przejściowych różnic w pomiarze zjawiska powodowanych kryzysami finansowymi, analizowana kategoria była istotnym atutem banków. To właśnie te podmioty były postrzegane jako gwarant odpowiedniej jakości produktów i usług, niezawodności, pewności, że zdeponowane środki są bezpieczne etc. Wskazane gwarancje, a tym samym poczucie bezpieczeństwa klientów sektora bankowego, było i jest wzmacniane przez regulatorów oraz nadzór (szerzej sieć bezpieczeństwa finansowego).

Niemniej jednak w ostatnich latach klienci coraz częściej poszukują alternatywy dla sektora bankowego. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na działalność sektora FinTech – przedsiębiorstwa do niego należące wykorzystują innowacyjne rozwiązania technologiczne w procesach związanych ze świadczeniem usług finansowych. Najnowsze badania wskazują, iż zaufanie do sektora FinTech jest większe niż do sektora bankowego, w związku z czym w procesie decyzyjnym wyboru instytucji finansowej dokonywanym przez klienta, należy uwzględnić znacznie więcej uwarunkowań niż sam status banków jako instytucji zaufania publicznego.

Jak wskazano w niniejszym artykule, decyzje klientów są determinowane uwarunkowaniami o charakterze demograficznym, ekonomicznym, społeczno-kulturowym, marketingowym oraz psychologicznym. Choć wszystkie te czynniki mają istotne znaczenie, na szczególne wyróżnienie zasługują zaś determinanty psychologiczne, które zdaniem ekspertów odgrywają fundamentalną rolę w zindywidualizowanym procesie decyzyjnym jednostek. W celu analizy znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech wśród grup klientów indywidualnych sektora bankowego przeprowadzono badanie empiryczne na grupie 240 klientów (120 klientów indywidualnych sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech oraz 120 klientów indywidualnych sektora bankowego mających doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech).

Na podstawie przeprowadzonego badania stwierdzono, iż klienci indywidualni sektora bankowego dotychczas niekorzystających z oferty sektora FinTech wyraźnie częściej zgadzali się ze stwierdzeniem, iż im rzadziej klient banku analizuje ryzyko podejmowanych decyzji, tym wyżej ocenia atrakcyjność oferty sektora FinTech. Dla przeciwwagi klienci indywidualni sektora bankowego mający doświadczenie w korzystaniu z oferty sektora FinTech częściej zgadzali się ze stwierdzeniem, iż im większą pewnością siebie charakteryzuje się klient banku, tym wyższa ocena atrakcyjności oferty sektora FinTech.

Rezultatem analiz przeprowadzonych w niniejszym artykule jest pozytywna weryfikacja hipotezy badawczej, w myśl której średni poziom znaczenia uwarunkowań o charakterze psychologicznym dla oceny atrakcyjności oferty sektora FinTech nie różni się w sposób istotny statystycznie dla klientów indywidualnych sektorów bankowego oraz FinTech.

## Bibliografia

- Akkizidis, I. i Stagars, M. (2016). *Marketplace Lending, Financial Analysis, and the Future of Credit: Integration, Profitability, and Risk Management*. John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781119099437>
- Bheemaiah, K. (2017). *The Blockchain Alternative: Rethinking Macroeconomic Policy and Economic Theory*. Apress. <https://doi.org/10.1007/978-1-4842-2674-2>
- Burtch, G., Ghose, A. i Wattal, S. (2013). An empirical examination of the antecedents and consequences of contribution patterns in crowd-funded markets. *Information Systems Research*, 24(3). <https://doi.org/10.1287/isre.1120.0468>
- Burtch, G., Ghose, A. i Wattal, S. (2014). Cultural differences and geography as determinants of online prosocial lending. *MIS Quarterly*, 38(3). <https://doi.org/10.25300/misq/2014/38.3.07>
- Czechowska, I.D. (2016). Zarys problematyki etyki finansów. W I.D. Czechowska (red.), *Etyka biznesu w perspektywie procesów finansowych. Relacje instytucji gospodarstwami domowymi*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego. <https://doi.org/10.18778/8088-212-6.02>
- Drewnowski, J. i Scott, W. (1966). *The Level of Living Index*. United Nations Research Institute for Social Development.
- Foster, C. i Heeks, R. (2013). Innovation and scaling of ICT for the bottom-of-the-pyramid. *Journal of Information Technology*, 28(4). <https://doi.org/10.1057/jit.2013.19>
- Gajewski, S. (1994). *Zachowanie się konsumenta a współczesny marketing*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Galford, R. i Drapeau, A.S. (2003). The enemies of trust. *Harvard Business Review*.

- Grudzewski, W.M. i Hejduk, I. (2007). Zaufanie w kreowaniu strategii przedsiębiorstwa. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2(3). <https://doi.org/10.5604/1896656x>
- Haldimann, L., Walter, C. i Brenzikofer, T. (2016). *Fintech, Swiss made software*. buch & netz.
- Janoś-Kresło, M. i Mróz, B. (2006). *Konsument i konsumpcja we współczesnej gospodarce*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Katz, M.B. (1973). Essay Review: Family Structure in Nineteenth Century Lancashire. By Michael Anderson. *Journal of Social History*, 7(1), <https://doi.org/10.1353/jsh/7.1.86>
- Kieźel, E. (Red.). (2000). *Rynkowe zachowania konsumentów*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach.
- KPMG. (2022). *Pulse of FinTech H2'21* (s. 4). Pozyskano z: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/02/pulse-of-fintech-h2-21.pdf> (8.08.2023).
- Lele, N., Udiavar, A. i Mannamkery, R. (2021). *How financial institutions can win the battle for trust*. EY. Pozyskano z: [https://www.ey.com/en\\_us/nextwave-financial-services/how-financial-institutions-can-win-the-battle-for-trust](https://www.ey.com/en_us/nextwave-financial-services/how-financial-institutions-can-win-the-battle-for-trust) (7.08.2023).
- Leong, C., Tan, B., Xiao, X., Ter Chian Tan, F. i Sun, Y. (2017). Nurturing a FinTech ecosystem: The case of a youth microloan startup in China. *International Journal of Information Management*, 37. <https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2016.11.006>
- Marcinkowska, M. (2013). *Kapitał relacyjny banku. Tom I. Kształtowanie relacji banku z otoczeniem*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego. <https://doi.org/10.18778/7525-830-2>
- Mitra, J. (2017). *The Business of Innovation*. SAGE.
- Nicoletti, B. (2017). *The Future of FinTech: Integrating Finance and Technology in Financial Services*. Palgrave Macmillan. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-51415-4\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-319-51415-4_10)
- Nowacki, R. (2005). *Reklama. Podręcznik*. Difin.
- Rotter, J.B. (1980). Interpersonal trust, trustworthiness and gullibility, *American Psychologist*, 35(1). <https://doi.org/10.1037/0003-066x.35.1.1>
- Rudnicki, L. (2004). *Zachowania rynkowe nabywców. Mechanizmy i uwarunkowania*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.
- Rudnicki, L. (2009). *Determinanty zachowań konsumentów na rynku*. Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Nowym Sączu.
- Sironi, P. (2016). *FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*. John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781119227205.ch1>
- Sobol, E. (Red.). (2002). *Nowy słownik języka polskiego*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sztompka, P. (2007). *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*. Wydawnictwo ZNAK.
- Uslaner, E. (2002). *The moral foundations of trust*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511614934>
- Walczak-Duraj, D. (2010). *Socjologia dla ekonomistów*. PWE. <https://doi.org/10.18778/7525-488-4.01>
- Żelazna, K., Kowalczyk, I. i Mikuta, B. (2002). *Ekonomika konsumpcji. Elementy teorii*. Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego.

# Jak wykorzystanie finansów zdecentralizowanych może zwiększyć dostęp mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego – założenia do eksperymentu ekonomicznego

## Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Kluczowe konsekwencje barier w dostępie mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego
- III. Cechy finansów zdecentralizowanych i ich związek z finansowaniem mikro- i małych przedsiębiorstw
- IV. Uzasadnienie wykorzystania eksperymentu finansowego jako metody badawczej
- V. Podsumowanie

## Streszczenie

W artykule przedstawiono charakter finansów zdecentralizowanych (DeFi) jako potencjalnej alternatywy dla tradycyjnych modeli finansowania mikro- i małych przedsiębiorstw. Koncentrując się na ograniczeniach tradycyjnego systemu finansowego, wskazano główne bariery w dostępie mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego. Głównym celem artykułu jest analiza możliwości przeprowadzenia eksperymentu ekonomicznego badającego czy podejście oparte na zdecentralizowanych finansach może stać się rozwiązaniem zwiększającym dostępność mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego. Wyniki tego eksperymentu będą mogły w przyszłości stać się przyczynkiem do dalszej dyskusji oraz przeprowadzenia szerokich badań ilościowych.

**Słowa kluczowe:** system finansowy; zdecentralizowane finanse; mikro- i małe przedsiębiorstwa.

**JEL:** G230, G320

## I. Wprowadzenie

Obecnie w gospodarce, określanej często takimi przymiotnikami jak: globalna, zrównoważonego rozwoju czy cyfrowa, niezmienna zdaje się być rola finansów. Procesy gospodarcze wymagają dostępu do instrumentów finansowych. Czy muszą to być rozwiązania dostarczane przez klasycznych pośredników wykorzystujących złożoną i kosztowną infrastrukturę prawną, techniczną

\* Doktor nauk ekonomicznych, adiunkt dydaktyczny w Zakładzie Zarządzania Finansami w Instytucie Nauk Ekonomicznych na Wydziale Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego; e-mail: [dariusz.sobolewski@uwr.edu.pl](mailto:dariusz.sobolewski@uwr.edu.pl). ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1774-1871>.

i instytucjonalną? Czy tradycyjny system finansowy, oparty na zaufaniu, rzeczywiście przyczynia się do zwiększania dostępności mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego? Czy pośrednicy finansowi ten dostęp wspierają czy też go ograniczają? Czy istnieje alternatywa dla przedsiębiorstw pasywnych kredytowo, dyskryminowanych lub wykluczonych z klasycznego systemu finansowego? Czy rozwiązaniem mogą być zdecentralizowane finanse (DeFi), w ramach których idealistycznie obiecuje się zmianę paradygmatu dominacji pośredników finansowych? W tym kontekście finanse zdecentralizowane stają się nie tylko nieodłączną częścią dyskursu finansowego, lecz także twórczą siłą, zmieniającą fundamentalnie sposób, w jaki obecnie myśli się o finansach. Jeżeli mikro- i małe przedsiębiorstwa odgrywają kluczową rolę w rozwoju gospodarek na całym świecie, to czy zdecentralizowane finanse mogą stanowić rozwiązanie, które może zrewolucjonizować finansowanie tej grupy przedsiębiorstw?

W artykule podjęto próbę ogólnej analizy potencjału, korzyści i wyzwań, jakie niosą ze sobą zdecentralizowane finanse, które mogą przekształcić tradycyjne modele finansowania mikro- i małych przedsiębiorstw. Czy podejście oparte na zdecentralizowanych finansach może stać się rozwiązaniem eliminującym bariery w dostępie mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego, a tym samym zwiększającym dostępność do tego kapitału? Aby odpowiedzieć na tak postawione pytanie, zostanie zaplanowany i zrealizowany w przyszłości eksperyment ekonomiczny (finansowy)<sup>1</sup>, którego założenia i ograniczenia zostaną przedstawione w artykule. Eksperyment ten będzie stanowił wstęp do pogłębionych badań ilościowych dotyczących roli DeFi w zwiększaniu dostępności mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego. Wyniki eksperymentu mogą także stać się przyczynkiem do dalszej dyskusji zarówno na poziomie akademickim (naukowym), jak i w ramach praktyki gospodarczej.

## II. Kluczowe konsekwencje barier w dostępie mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego

Opisywane w literaturze przedmiotu definicje, klasyfikacje, podział i znaczenie barier, które napotykają mikro- i małe przedsiębiorstwa, również w kontekście dostępu do kapitału finansowego są powszechnie znane. Przedmiotem pogłębionej analizy nie muszą być zatem bariery jako takie, ale zdecydowanie bardziej interesujący problem, jakim jest odpowiedź na pytanie, dlaczego bariery te są eliminowane dość opieszale i tylko w nieznacznym stopniu. Warto postawić jeszcze przynajmniej dwa dodatkowe pytania: (1) czy klasyczny system finansowy osiągnął już swój koniec, a dalej będzie już tak jak było, tylko szybciej, automatycznie i przez Internet oraz (2) co musiałoby się wydarzyć, aby problem w dostępie przez mikro- i małe przedsiębiorstwa do kapitału finansowego przestał być barierą ograniczającą możliwość ich rozwoju. Pojawiający się w literaturze przedmiotu zarzut, że właściciele mikro- i małych przedsiębiorstw cechują się niskim poziomem świadomości finansowej nie znajduje potwierdzenia w rzeczywistości (Atkinson i Messy, 2012). Prowadząc obserwacje działalności gospodarczej mikro- i małych przedsiębiorstw, można zauważyć swoisty fenomen: przedsiębiorstwa te działają, rozwijają się, odnoszą sukcesy bardzo często bez udziału tradycyjnych instytucji rynku finansowego. Niejednokrotnie pozwoliło to tego typu przedsiębiorstwom przetrwać okresy kryzysów finansowych czy gospodarczych, jak

<sup>1</sup> Wykorzystany przez autora termin „eksperyment finansowy” (w odróżnieniu od powszechnie używanego w literaturze przedmiotu terminu „eksperyment ekonomiczny”) ma podkreślać, że opisywany obszar badawczy dotyczy bezpośrednio kapitału finansowego.



choćby ten spowodowany pandemią COVID-19. Obserwacje te stoją w opozycji do tzw. kultury nieświadomości finansowej, która rzekomo ogranicza dostęp mikro- i małych przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego bądź też do pewnych konkretnych instrumentów finansowych (Zawistowski, 2013).

Kolejnym istotnym zjawiskiem związanym z funkcjonowaniem oraz rozwojem mikro- i małych przedsiębiorstw jest występująca dość powszechnie pasywność kredytowa, nazywana również „zniechęceniem kredytowym”<sup>2</sup>. Według Kona i Storeya „zniechęcony kredytobiorca” może być w sensie ekonomicznym „dobrym” przedsiębiorcą, potrzebującym zewnętrznego finansowania, ale z obawy przed odrzuceniem wniosku kredytowego przez bank nie decyduje się na rozpoczęcie procesu ubiegania się o kredyt bankowy (Kon i Storey, 2003). Niechęć do banku wynika w tym przypadku z pobudek psychologicznych, odrzucenie wniosku kredytowego przez bank może bowiem nieść nieakceptowane dla potencjalnego kredytobiorcy ryzyko utraty prestiżu. W konsekwencji przedsiębiorstwo podejmuje decyzję o wykluczeniu się z możliwości zaciągnięcia kredytu bankowego, mimo że nie istnieją ku temu żadne racjonalne przesłanki. Ze zjawiskiem pasywności kredytowej związana jest charakterystyczna cecha popytu mikro- i małego przedsiębiorstwa na kredyt bankowy, którą w literaturze przedmiotu nazywa się „mentalnością kredytową” właściciela (Łuczka, 2001). Cecha ta wywiera wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa na rynku kredytów bankowych i wpływa na możliwość wzajemnego dostosowania się popytu na kredyty do ich podaży (Łuczka, 2001). Negatywna postawa właściciela mikro- i małego przedsiębiorstwa wobec zewnętrznego finansowania będzie zatem istotną barierą w pozyskaniu kredytu bankowego. Wpływ mentalności kredytowej na decyzje finansowe właściciela jest oczywisty – traktowanie kapitału obcego z niechęcią przy jednoczesnym bardzo silnym preferowaniu kapitału własnego, w którym upatruje się możliwości rozwiązania wszystkich problemów finansowych przedsiębiorstwa.

Ponadto ograniczenie dostępności zewnętrznego finansowania dla tego typu przedsiębiorstw określane jest w literaturze przedmiotu jako „dyskryminacja kredytowa”<sup>3</sup>. Przejawia się ona wyższymi kosztami finansowania, ograniczoną dostępnością kredytów, wyższym poziomem zabezpieczeń w relacji do możliwości tych przedsiębiorstw.

### III. Cechy finansów zdecentralizowanych i ich związek z finansowaniem mikro- i małych przedsiębiorstw

Historia finansów zdecentralizowanych rozpoczyna się wraz z powstaniem bitcoina w 2009 roku, jednak dopiero w ostatnich latach zaobserwowano dynamiczny rozwój tego segmentu finansów. Wprowadzenie Ethereum<sup>4</sup> w 2015 roku z możliwością tworzenia inteligentnych kontraktów otworzyło drzwi do zdecentralizowanych finansów i od tego czasu rynek ten rozwija bardzo dynamicznie<sup>5</sup>.

<sup>2</sup> Pasywność kredytowa, zniechęcenie kredytowe to niepodjęcie prób ubiegania się o finansowanie kredytowe przez przedsiębiorstwa, które posiadają korzystne perspektywy rozwoju i charakteryzują się dobrą sytuacją ekonomiczno-finansową i jednocześnie w celu dalszego rozwoju firmy te powinny skorzystać z kredytu.

<sup>3</sup> Dyskryminacja kredytowa to sytuacja odmowy lub ograniczania udzielania mikro- i małym przedsiębiorstwom kredytów przez banki, żądania przez nie od potencjalnych kredytobiorców niewspółmiernie wysokich zabezpieczeń, udzielania kredytów na gorszych warunkach finansowych (wyższe koszty) niż w przypadku dużych przedsiębiorstw.

<sup>4</sup> Ethereum to sieć komputerów na całym świecie, które przestrzegają zbioru zasad zwanych protokołem Ethereum, działająca jako fundament dla społeczności, aplikacji, organizacji i zasobów cyfrowych, które każdy może budować i wykorzystywać. Zob. <https://ethereum.org/pl/what-is-ethereum/> (27.11.2023).

<sup>5</sup> Kapitalizacja rynku DeFi wzrosła z 3 mld USD w lipcu 2020 r. do ponad 200 mld USD w październiku 2021 r., natomiast kapitalizacja całego rynku kryptowalut przekroczyła 2 biliony USD; zob. <https://fintechpoland.com/initiatives/report-defi-understanding-decentralized-finance/> (25.11.2023).

Wartości wyrażone w projektach DeFi osiągnęły imponujące poziomy, co świadczy o rosnącym zainteresowaniu tą formą finansowania. Finanse zdecentralizowane stanowią rewolucję w tradycyjnych systemach finansowych, przemieszczając kontrolę i funkcje finansowe z centralnych instytucji na rozproszone sieci blockchain. W przeciwieństwie do konwencjonalnych modeli, gdzie zaufanie opiera się na pośrednikach, w finansach zdecentralizowanych główną rolę odgrywają inteligentne kontrakty, które są autonomicznymi, programowalnymi umowami wykonującymi funkcje finansowe. Istotą DeFi jest eliminacja pośredników, co wprowadza transparentność, demokratyzuje dostęp do finansów i otwiera nowe możliwości dla różnych uczestników rynku. Mechanizmy DeFi, takie jak np. *peer-to-peer lending*, umożliwiają bezpośrednie pożyczanie i inwestowanie między uczestnikami, eliminując konieczność korzystania z usług pośredników finansowych. Tradycyjne modele finansowania mikro- i małych przedsiębiorstw często wiążą się z wysokimi kosztami pośrednictwa. DeFi eliminuje konieczność korzystania z pośredników, co przekłada się na redukcję kosztów transakcyjnych. Dzięki zdecentralizowanym finansom mikro- i małe przedsiębiorstwa zyskują globalny dostęp do kapitału. Przy wykorzystaniu blockchaina i tokenów przedsiębiorstwa mogą przyciągać inwestorów z różnych regionów świata.

W celu zrozumienia praktycznego zastosowania zdecentralizowanych finansów w obszarze finansowania mikro- i małych przedsiębiorstw, warto opisać krótko przykładowe projekty DeFi. Jednym z wiodących rozwiązań w dziedzinie zdecentralizowanych finansów, oferującym protokół pożyczek oparty na blockchainie Ethereum jest projekt Aave<sup>6</sup>. Przez eliminację pośredników Aave umożliwia bezpośrednią wymianę środków finansowych między pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami, co jak się wydaje może znacząco ułatwić dostęp mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego. Dzięki elastycznym warunkom pożyczek i zastosowaniu zabezpieczeń kryptowalutowych, Aave tworzy środowisko sprzyjające zarówno inwestorom, jak i przedsiębiorcom. Innym projektem jest przykładowo MakerDAO<sup>7</sup> koncentrujący się na tworzeniu stabilnej kryptowaluty DAI. Oparta na blockchainie Ethereum kryptowaluta umożliwia przedsiębiorstwom uniknięcie ryzyka związanego z wahaniami cen kryptowalut. Mikro- i małe przedsiębiorstwa mogą korzystać z DAI jako stabilnej jednostki wymiany, co ułatwia im zarządzanie finansami i budowanie bardziej stabilnych prognoz finansowych.

Zrozumienie podstawowych koncepcji związanych z funkcjonowaniem finansów zdecentralizowanych jest kluczowe dla analizy ich potencjalnego wpływu na finansowanie mikro- i małych przedsiębiorstw. Antonopoulos jako jeden z pierwszych opisał, uporządkował i sklasyfikował definicje, technologie i kluczowe zastosowania DeFi (Antonopoulos, 2017).

Kwestie regulacyjne są istotnym aspektem wykorzystania finansów zdecentralizowanych w finansowaniu mikro- i małych przedsiębiorstw. Niewątpliwie DeFi stanowi wyzwanie dla organów regulacyjnych i nadzorczych, które dążąc do zapewnienia stabilności sektora finansowego, będą zdeterminowane do stworzenia odpowiednich ram prawnych i nadzorczych. Aktualnie regulatorzy na całym świecie starają się zrozumieć w jaki sposób funkcjonują finanse zdecentralizowane, jakie mogą wygenerować szanse dla rozwoju sektora finansowego, konsumentów, przedsiębiorstw i całej gospodarki oraz wiążą się z nimi rodzaje ryzyka. W ostatnich latach kilka instytucji podjęło wysiłki w celu oceny i zarządzania skutkami działalności DeFi dla reszty gospodarki. Przykładowo,

<sup>6</sup> <https://aave.com/> (26.11.2023).

<sup>7</sup> <https://makerdao.com/> (26.11.2023).

Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO, 2022) opublikowała raport wskazujący na główne źródła ryzyka wynikających z protokołów DeFi. Światowe Forum Ekonomiczne (2021) zaproponowało zestaw narzędzi politycznych, aby wspomóc decydentów w próbie oceny, jak ryzyka związane z protokołami DeFi powinny być adresowane. Ponadto MFW (2021), OECD (2022) i Financial Stability Board (2023) wydały ostrzeżenia, że zwiększenie interakcji między działalnością DeFi a tradycyjnym systemem finansowym może stanowić znaczne zagrożenia dla stabilności finansowej i ryzyka systemowego. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że instytucje finansowe, które jako liderzy połączą się z DeFi mogą zdobyć olbrzymią przewagę konkurencyjną poprzez bezpośredni dostęp do globalnych, operujących w trybie 24/7, rynków finansowych i klientów. Prawdopodobnie współpraca z tradycyjnymi instytucjami finansowymi będzie także korzystna dla uczestników ekosystemu DeFi.

#### **IV. Uzasadnienie wykorzystania eksperymentu finansowego jako metody badawczej**

Wykorzystanie eksperymentów badawczych wywodzące się z nurtu ekonomii behawioralnej ma już ugruntowaną pozycję w metodologii badań naukowych. Należy podkreślić, że sam eksperyment ekonomiczny nie polega na przeprowadzeniu symulacji z odgrywaniem ról. Eksperyment ekonomiczny ma solidne podstawy metodyczne, wypracowywane od połowy XX w. i obecnie dysponujące odpowiednim aparatem narzędziowych wspomaganym przez wykorzystywane technologie, uwzględniające również zastosowanie sztucznej inteligencji.

Jak zauważa Krawczyk (2012), istnieje możliwość wyodrębnienia dwóch głównych kategorii eksperymentów ekonomicznych:

- 1) w ramach badań podstawowych (np. eksperymenty nad percepcją ryzyka czy dotyczące interakcji strategicznych);
- 2) w ramach badań stosowanych (np. eksperymenty do badania efektywności poszczególnych instytucji finansowych).

Powyższy podział wskazuje, że potencjalny zakres zastosowania eksperymentu ekonomicznego może być użyteczny dla badacza. Zasadność przeprowadzenia eksperymentu jako metody badania naukowego potwierdza także klasyfikacja zaproponowana przez laureata Nagrody Nobla za osiągnięcia w rozwoju ekonomii eksperymentalnej V. Smitha, który wyróżnił następujące przesłanki:

- 1) testowanie użyteczności modeli teoretycznych, a także wyodrębnianie różnic między nimi;
- 2) ustalenie, dlaczego dany model teoretyczny okazał się błędny;
- 3) wyodrębnienie prawidłowości empirycznych, które mogą stanowić podstawę nowych teorii ekonomicznych;
- 4) porównywanie warunków otoczenia, w których możliwe jest zastosowanie danej teorii ekonomicznej;
- 5) porównywanie i badanie zmian instytucji;
- 6) ocena scenariuszy polityki gospodarczej.

Podobnie jak każdy proces badawczy, również eksperyment ekonomiczny realizowany jest według ustalonej procedury badawczej obejmującej kilka etapów, w tym planowanie, realizację badania oraz analizę uzyskanych wyników. W tabeli 1 przedstawiony został opis pierwszej fazy procedury badawczej obejmującej planowanie eksperymentu ekonomicznego na podstawie sformułowanych pytań badawczych.

**Tabela 1.** Planowanie eksperymentu finansowego

Lp.	Etap	Opis
1.	Sformułowanie pytań badawczych	określenie problemów naukowych, luk badawczych na podstawie: a) studiów literaturowych przedmiotu b) braków/niejednoznaczności wyników badań c) próby wyjaśnienia trudnych do interpretacji tzw. obserwacji uczestniczących
2.	Przygotowanie nowego planu eksperymentu	1) rozpoznanie pojedynczej decyzji badanego 2) określenie liczby powtórzeń i wybór strategii powtarzania 3) ustalenie kwestii technicznych eksperymentu: a) określenie liczebności próby b) zidentyfikowanie wpływu zmiennych wyjaśniających c) wybór poziomu zmiennej eksperymentalnej d) określenie kolejności warunków eksperymentalnych

Źródło: opracowanie własne.

W procesie planowania eksperymentu ekonomicznego, bardzo istotną kwestią jest dobór próby badawczej. Należy zauważyć, że sposób realizacji eksperymentu (np. w laboratorium) bardzo często uniemożliwia wykorzystanie próby reprezentatywnej. Określenie liczebności próby jest oddzielnym zagadnieniem statystycznym, choć dobrą praktyką jest tu stosowanie dwuetapowej procedury obejmującej (1) oszacowanie efektu eksperymentalnego i wariancji składnika losowego oraz (2) dostosowanie do niej całej liczebności próby.

Zakładając, że celem eksperymentu finansowego będzie faktyczne porównanie możliwości pozyskania kapitału finansowego przez mikro- i małe przedsiębiorstwa z banku oraz poprzez wykorzystanie kontraktów *peer-to-peer*, najbardziej odpowiednią formą eksperymentu będzie eksperyment z informatyzowany realizowany z wykorzystaniem komputerów oraz Internetu. Do najważniejszych zalet takiego eksperymentu (w porównaniu z eksperymentem laboratoryjnym lub terenowym) należą:

- 1) stosunkowo niskie koszty organizacji i przeprowadzenia eksperymentu;
- 2) możliwość dotarcia do wielu uczestników rozproszonych geograficznie, a także do konkretnych grup uczestników;
- 3) większe poczucie anonimowości uczestników;
- 4) swoboda i elastyczność w organizacji eksperymentu.

Jednocześnie z realizacją eksperymentu komputerowego wiążą się pewne ograniczenia i wady, wśród których należałoby wymienić głównie brak bezpośredniej kontroli nad zachowaniem uczestników (przestrzeganie scenariusza eksperymentu), czasochłonność przygotowania narzędzi internetowych czy utrudnienia związane z wypłacaniem wynagrodzenia dla uczestników.

Zastosowanie eksperymentu finansowego w badaniu z zakresu wykorzystania instrumentów (usług) finansów zdecentralizowanych do zwiększenia dostępności mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego zostało opisane w tabeli 2.

**Tabela 2.** Zastosowanie eksperymentu finansowego – finanse zdecentralizowane

Lp.	Obszar badań	Możliwość zastosowania eksperymentu
1.	Wiedza finansowa	1) określenie poziomu wiedzy właścicieli (zarządzających) mikro- i małych przedsiębiorstw w zakresie usług bankowych (kredytów) 2) zweryfikowanie znajomości ekosystemu finansów zdecentralizowanych ze szczególnym uwzględnieniem usług pożyczkowych
2.	Finansowanie działalności gospodarczej	1) identyfikowanie czynników emocjonalnych, związanych z decyzją właścicieli (zarządzających) mikro- i małych przedsiębiorstw o korzystaniu z zewnętrznych źródeł finansowania 2) rozpoznanie „mentalności kredytowej” i pasywności kredytowej badanych
3.	Planowanie finansowe	1) rozpoznanie akceptowalnego poziomu ryzyka finansowego 2) określenie profilu ryzyka finansowego właścicieli (zarządzających) mikro- i małych przedsiębiorstw
4.	Struktura kapitału	1) określanie hierarchii źródeł finansowania, najbardziej preferowanych źródeł finansowania 2) weryfikacja modeli dotyczących wyboru źródeł finansowania według preferencji właściciela (zarządzającego) mikro- i małych przedsiębiorstw 3) ustalenie czynników determinujących poziom zadłużania się mikro i małych przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na specyfikę finansów zdecentralizowanych zastosowanie metody badawczej, jaką jest eksperyment finansowy (ekonomiczny), wydaje się uzasadnione<sup>8</sup>. Należy jednak podkreślić, że eksperymenty ekonomiczne, będące uzupełnieniem tradycyjnych metod badawczych, znacznie wzbogacają narzędzia badawcze, które można wykorzystywać do opisywania zjawisk, nie stanowiąc jednak zagrożenia dla badań ilościowych czy jakościowych. Ograniczenia w wykorzystaniu eksperymentu ekonomicznego, wynikają głównie z tego, że metoda ta nie powinna być traktowana jako podstawowe narzędzie do weryfikacji hipotez badawczych z zakresu finansów, w tym finansów przedsiębiorstw. Przeprowadzenie eksperymentu może stanowić wstęp do kompleksowych badań naukowych, np. w procesie formułowania i testowania stawianych hipotez badawczych.

## V. Podsumowanie

Sektor DeFi jest złożonym i wciąż nie do końca przejrzystym ekosystemem, w ramach którego realizowane są usługi finansowe obciążone wysokim, w porównaniu z tradycyjnym systemem finansowym, ryzykiem. Jednocześnie protokoły DeFi są powszechnie dostępne, a rozwój technologii blockchain zwiększa bezpieczeństwo zawieranych transakcji. Ze względu na brak przepisów

<sup>8</sup> Flejterski (2007) uważa, że już samo podejmowanie decyzji finansowych w realiach podmiotu gospodarczego jest pewną formą eksperymentowania.



dotyczących m.in. ochrony pożyczkobiorców, inwestorów czy przeciwdziałania praniu pieniędzy istnieją poważne wyzwania, szczególnie dla regulatorów. W ekstremalnej formie usługi DeFi realizowane są całkowicie w sposób zdecentralizowany, bez możliwości zidentyfikowania podmiotu prawnego ani nawet punktu kontaktowego z klientami. DeFi znajduje się wciąż na początku swojego rozwoju, a bardzo szybki wzrost tego sektora może przyczynić się również do rozwoju mikro- i małych przedsiębiorstw wykorzystujących protokoły DeFi do finansowania działalności. Z całą pewnością ekosystem Defi wymaga pogłębionych analiz, między innymi w celu znalezienia odpowiedzi na pytanie, jak efektywnie zarządzać ryzykiem w środowisku odmiennym niż to, w którym dotychczas funkcjonowały przedsiębiorstwa.

Biorąc pod uwagę specyfikę finansów zdecentralizowanych, eksperyment ekonomiczny (finansowy) jest metodą, która pozwoli na ogólne sprawdzenie możliwości wykorzystania usług DeFi do zwiększenia dostępności mikro- i małych przedsiębiorstw do kapitału finansowego umożliwiającego prowadzenie i rozwój działalności gospodarczej. Przeprowadzanie eksperymentu ekonomicznego umożliwi także zweryfikowanie czy nowe zjawiska związane z sektorem DeFi należy wyłącznie klasyfikować jako „niebezpieczne” oraz w jakim zakresie innowacje, technologia i nowi uczestnicy finansów zdecentralizowanych mogą stanowić odpowiedź na ograniczenia, bariery, wysokie koszty oraz nieefektywności występujące w tradycyjnym sektorze finansowym.

## Bibliografia

- Antonopoulos, A.M. (2017). *Mastering Bitcoin: Programming the Open Blockchain*, 2nd ed. O'Reilly Media, Sebastopol, CA.
- Atkinson, A. i Messy, F. (2012). Measuring Financial Literacy: Results of the OECD. International Network on Financial Education (INFE) Pilot Study. *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, (15). OECD Publishing.
- Deshmukh, S., Geest, A., Gogel, D., Resas, D., Sillaber, Ch. i Werbach, K. (2021). *Decentralized Finance: (DeFi) Policy-Maker Toolkit*. World Economic Forum. Pozyskano z: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfindmkaj/https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_DeFi\\_Policy\\_Maker\\_Toolkit\\_2021.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfindmkaj/https://www3.weforum.org/docs/WEF_DeFi_Policy_Maker_Toolkit_2021.pdf)
- Financial Stability Board. (2023). *The Financial Stability Risks of Decentralised Finance*. Pozyskano z <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfindmkaj/https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160223.pdf>
- Flejterski, S. (2007). *Metodologia finansów. Podręcznik akademicki*. PWN.
- Gogel, D., Baker-Taylor, T., Cloots, A.S., Forster, B., Gustave, J.L., Schär, F. i Sokolin, L. (2021). *DeFi Beyond the Hype The Emerging World of Decentralized Finance*. The Wharton School The University of Pennsylvania. Pozyskano z: <https://wifpr.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2021/05/DeFi-Beyond-the-Hype.pdf>
- IMF. (2021). *Global Financial Stability Report—COVID-19, Crypto, and Climate: Navigating Challenging Transitions*. Washington, DC, October.
- IOSCO. (2022). *IOSCO Decentralized Finance Report*. The Board of the International Organization of Securities Commissions. OR01/2022. Pozyskano z: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfindmkaj/https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf>
- Kon, Y. i Storey, D.J. (2003). A theory of discouraged borrowers. *Small Business Economics*, (21), 37–49.
- Krawczyk, M. (2012). Podstawy: filozofia metody eksperymentalnej w ekonomii. W M. Krawczyk (red.), *Ekonomia eksperymentalna*. Wolters Kluwer Polska.

- Łuczka, T. (2001). *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makro-ekonomiczne*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- OECD. (2022). *Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications*. OECD Paris. Pozyskano z: <https://www.oecd.org/finance/why-decentralised-finance-defi-matters-and-the-policy-implications.htm>
- Roukny, T. (2022). *Decentralized Finance: information frictions and public policies Approaching the regulation and supervision of decentralized finance*. Euroean Commission, June.
- Smith, V.L. (1998). The two faces of Adam Smith. *Southern Economic Journal*, 65(1).
- Suarez Barcia, L. (2023). Decentralized Finance Oracles. *Journal of New Finance*, 3(1), art. 2.
- Widawski, P., Sas, M., Wojdat, P., Brewiński, P., Krauzowicz, Z. i Wdowczyk, A. (2021). *DeFi – zrozumieć zdecentralizowane finanse*. FinTech Poland, Accenture i Centrum Regulacji Technologii i Usług Finansowych WPiA UW. Pozyskano z: <https://fintechpoland.com/initiatives/report-defi-understanding-decentralized-finance/>
- World Economic Forum. (2021). *Decentralized Finance (DeFi) Policy-Maker Toolkit*. Pozyskano z: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_DeFi\\_Policy\\_Maker\\_Toolkit\\_2021.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www3.weforum.org/docs/WEF_DeFi_Policy_Maker_Toolkit_2021.pdf)
- Zawistowski, J. (Red.). (2013). *Ocena luki finansowej w zakresie dostępu polskich przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego. Wnioski i rekomendacje dla procesu programowania polityki spójności w okresie 2014–2020. Raport końcowy*, Warszawa, czerwiec. Instytut Badań Strukturalnych.

## Koszty pozyskiwania kapitału w drodze emisji obligacji na gruncie podatku dochodowego od osób prawnych

### Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Charakter prawny obligacji
- III. Koszty emisji obligacji w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych
- IV. Podsumowanie

### Streszczenie

Prowadzenie działalności gospodarczej uwarunkowane jest w dużej mierze posiadaniem środków pieniężnych, a jednym ze sposobów na pozyskanie tych środków jest emisja obligacji. Pozyskiwanie kapitału poprzez emisję obligacji zazwyczaj przynosi emitentowi określone korzyści, jednak może również powodować powstawanie pewnych trudności. Dotyczą one przede wszystkim właściwej interpretacji i rozumienia przepisów związanych z opodatkowaniem emisji obligacji i ich obrotu. Celem artykułu jest omówienie problematyki kosztów powstających w związku z emisją obligacji i możliwości zaliczania tych kosztów do kosztów uzyskania przychodów w rozumieniu ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Analiza została przeprowadzona w oparciu o polskie regulacje prawne w zakresie obligacji i podatku dochodowego, z uwzględnieniem indywidualnych interpretacji wybranych izb skarbowych. Dokonana analiza pozwala stwierdzić, że przedsiębiorstwa pozyskujące kapitał w drodze emisji obligacji mogą znaczną część kosztów emisji zaliczać do kosztów uzyskania przychodów, co pozwala obniżyć koszt kapitału finansującego działalność gospodarczą.

**Słowa kluczowe:** obligacje; podatek dochodowy; koszty emisji; koszty odsetkowe; koszty uzyskania przychodu.

**JEL:** K22, K34

## I. Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa, które do rozwoju potrzebują kapitału z przeznaczeniem na inwestycje, marketing lub inne indywidualne potrzeby mogą go pozyskać ze środków własnych bądź ze źródeł zewnętrznych. Biorąc pod uwagę różnorodność dostępnych źródeł finansowania, decyzja w zakresie doboru odpowiednich funduszy ma kluczowe dla firmy znaczenie. Wybór struktury finansowania przedsiębiorstwa zależy od wielu czynników. Do najważniejszych z nich należą: koszt kapitału;

\* Doktor nauk ekonomicznych; adiunkt w Zakładzie Zarządzania Finansami na Wydziale Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego; e-mail: anna.kasperowicz@uwr.edu.pl. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9560-6360>.

\*\* Doktor nauk ekonomicznych; adiunkt w Zakładzie Zarządzania Finansami na Wydziale Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego; e-mail: robert.piechota@uwr.edu.pl. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-1024-0334>.

skłonność do ponoszenia ryzyka; struktura majątku przedsiębiorstwa; system podatkowy; rozwój ekonomiczny kraju; branża, w jakiej działa przedsiębiorstwo; wielkość firmy i możliwości generowania zysków (Nawrot, 2007, s. 20). Zdaniem Dulinię (2015, s. 73), do najważniejszych determinant decyzji finansowych przedsiębiorstw w zakresie kształtowania struktury kapitału należy zaliczyć rentowność przedsiębiorstwa, jego wielkość, potencjał wzrostu, materialność aktywów, oczekiwaną inflację oraz przeciętny poziom wskaźnika dźwigni finansowej dla branży.

Ponieważ finansowanie kapitałem własnym jest droższe niż kapitałem obcym, większość przedsiębiorstw decyduje się na ten drugi wariant. W obecnych warunkach, gdy wiele instytucji finansowych wykazuje dużą ostrożność w udzielaniu kredytów dla przedsiębiorców i konsumentów, zrozumiałe jest, że właściciele przedsiębiorstw poszukują alternatywnych metod pozyskiwania kapitału. Jednym z takich sposobów jest emisja własnych obligacji w zamian za udostępnienie przez obligatariusza środków pieniężnych emitentowi na określony czas.

Emisja obligacji może stanowić dla przedsiębiorstwa ciekawą alternatywę w stosunku do kredytu bankowego i emisji akcji. Podstawową zaletą pozyskiwania kapitału w drodze emisji obligacji jest wysoka elastyczność w zakresie ustalania warunków emisji, ponieważ to emitent określa parametry oferty (oprocentowanie, termin wykupu, częstotliwość wypłaty odsetek, zabezpieczenie).

Inną zaletą emisji obligacji jest możliwość pozyskania środków na cele, które cechują się wyższym ryzykiem i są niechętnie finansowane przez banki. Emisja obligacji stanowi dobre rozwiązanie w szczególności dla przedsiębiorstw z poszczególnych sektorów rynkowych, które mają problem z uzyskaniem kredytu bankowego. Stwierdzenie to nie dotyczy tylko przedsiębiorstw o złej kondycji finansowej. Banki uzależniają bowiem udzielenie kredytu od wartości zabezpieczenia lub od branży, ponieważ jeżeli mają zbyt duże ekspozycje w danej branży (np. deweloperskiej), nie udzielają większej ilości kredytów (Janowicz, 2018, s. 113).

Postanowienie o przeprowadzeniu emisji obligacji przedsiębiorstwa powinno być decyzją dobrze przemyślaną. Może ona stanowić dla przedsiębiorstwa zupełnie nowy etap rozwoju i funkcjonowania – zwłaszcza, jeżeli nie było ono do tej pory spółką publiczną i po raz pierwszy decyduje się na emisję, którą zamierza wprowadzić do obrotu na rynku publicznym. Przy okazji rozważania decyzji o emisji obligacji ważnym i jednocześnie interesującym zagadnieniem jest zbadanie potencjalnych obciążeń podatkowych emitenta z tytułu planowanej emisji obligacji. Analiza tych obciążeń pozwala na określenie ostatecznej wysokości kosztu kapitału pozyskanego drogą emisji obligacji.

## II. Charakter prawny obligacji

Analizując charakter prawny obligacji należy stwierdzić, że zalicza się ją do kategorii papierów wartościowych nieudziałowych. Zgodnie z art. 4 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia<sup>1</sup>. Świadczenie emitenta może mieć charakter pieniężny (np. obowiązek wykupu obligacji i zapłaty odsetek), niepieniężny (np. uprawnienie do zamiany obligacji na akcje) lub mieszany. Funkcjonalnie emisja obligacji umożliwia przepływ kapitału przeznaczonego na

<sup>1</sup> Ustawa z dn. 15.01.2015 o obligacjach (t.j. Dz. U. 2022 poz. 2244); dalej: ustawa o obligacjach.

finansowanie działalności, pełniąc dla emitenta funkcję kredytową, a dla obligatariusza – inwestycyjną (Pęksyk, 2023, s. 40).

Z powyższej definicji wynikają dwie ważne dla inwestora kwestie:

- 1) obligacja jest papierem wartościowym, w przeciwieństwie do długu wynikającego z umowy pożyczki;
- 2) obligacja jest dokumentem poświadczającym zobowiązanie emitenta z tytułu zaciągniętego długu.

Obligację należy zatem sklasyfikować jako dłużny papier wartościowy. Zgodnie z poglądami prezentowanymi w doktrynie wynika to z faktu, że jest ona zawsze oparta na zobowiązaniu emitenta do wykonania określonego świadczenia majątkowego na rzecz każdorazowego właściciela obligacji (Ptak, 1996, s. 48). W odróżnieniu od udziałowych papierów wartościowych (akcji), obligacje (Puzyrewicz, 2011, s. 18):

- 1) nie dają obligatariuszowi prawa do majątku emitenta;
- 2) nie dają możliwości wpływania na prowadzenie przedsiębiorstwa emitenta;
- 3) nie dają miejsca w organach statutowych emitenta;
- 4) w przypadku upadłości dają pierwszeństwo realizacji roszczeń przed akcjonariuszami;
- 5) przychody z obligacji są łatwiejsze do prognozowania niż przychody z akcji, zazwyczaj są ustalone w dacie emisji obligacji.

Mimo iż obligacje inkorporują dług emitenta, różnią się od długu wynikającego z umowy kredytu czy pożyczki (ibidem, s. 18):

- 1) dług nie wynika z umowy, lecz jest inkorporowany w papierze wartościowym;
- 2) przeniesienie długu na innego wierzyciela jest prostsze niż w przypadku kredytu czy pożyczki – dług wynikający z obligacji ma większą płynność;
- 3) bank, jako kredytodawca, może dysponować bankowym tytułem egzekucyjnym, który nie przysługuje obligatariuszowi – stąd też pozycja windykacyjna obligatariusza może być słabsza niż banku będącego kredytodawcą;
- 4) dług obligacyjny może być przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym Catalyst.

Zgodnie z art. 33 ustawy o obligacjach, emisja obligacji może być przeprowadzana w trybie oferty publicznej papierów wartościowych lub przez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób, tzn. poprzez udostępnienie propozycji nabycia obligacji. Obligacje mogą być imienne albo na okaziciela. Emitent w warunkach emisji może wprowadzić zakaz albo ograniczenie zbywania obligacji imiennych.

Ponadto, zgodnie z art. 18 ustawy o obligacjach, emitent może emitować obligacje, które przyznają obligatariuszom prawo do udziału w zysku emitenta. Szczegółowe warunki i zasady tego udziału określają warunki emisji, które należy złożyć w sądzie rejestrowym właściwym dla emitenta. Jeżeli emitentem jest spółka, która podlega obowiązkowi wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego, wzmianka o prawie obligatariuszy do udziału w zysku również podlega wpisowi do tego rejestru.

Spółka może, o ile jej statut tak stanowi, emitować obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje, zwane wówczas obligacjami zamiennymi.



Ustawa o obligacjach zawiera szeroki katalog podmiotów uprawnionych do emisji obligacji. Są to między innymi: osoby prawne, w tym osoby prawne mające siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej prowadzące działalność gospodarczą lub utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji; osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw; spółki komandytowo-akcyjne; spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe; gminy; powiaty oraz województwa, a także związki tych jednostek. W literaturze przedmiotu wskazuje się na rozróżnienie obligacji m.in. z uwagi na rodzaj emitenta, a w konsekwencji możliwość podziału obligacji na obligacje skarbowe, komunalne oraz korporacyjne (Jajuga, 2006, s. 6). W piśmiennictwie prezentowana jest koncepcja, zgodnie z którą wyróżnia się również obligacje instytucji finansowych (Brzozowska, 2017, s. 71).

Emisja obligacji jest związana z koniecznością przestrzegania przepisów ustawowych, spełnienia wielu wymogów formalnych oraz wypełnianiem obowiązków informacyjnych. Brak zachowania odpowiednich procedur wiąże się z możliwością nałożenia wysokich kar ze strony Komisji Nadzoru Finansowego.

W kontekście wymogów formalnych związanych z emisją obligacji, istotną kwestią jest określenie aspektów podatkowych tej czynności, zwłaszcza że dość dużą grupę emitentów stanowią spółki objęte ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych. Należy pamiętać, że podmiot taki (emitent obligacji) musi się liczyć z kosztami związanymi bezpośrednio z emisją obligacji, takimi jak: koszty doradcy prawnego, doradcy finansowego, agencji ratingowych; koszty marketingowe oraz inne koszty związane z przygotowaniem emisji obligacji. Co do zasady, koszty te będą mogły zostać zaliczone przez przedsiębiorcę do kosztów uzyskania przychodów. Problematyka obciążeń podatkowych związanych z przeprowadzaniem emisji obligacji powinna być zatem dla emitentów bardzo istotna.

### **III. Koszty emisji obligacji w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych**

W stosunku do emisji obligacji przeniesienie środków z majątku obligatariusza na emitenta w zamian za nabycie papierów wartościowych należy traktować jako rodzaj kredytu. Zgodnie z art. 12 ust. 4 ustawy z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych do przychodów spółki nie zalicza się otrzymanych lub zwróconych pożyczek (kredytów), w tym również uregulowanych w naturze, z wyjątkiem skapitalizowanych odsetek od tych pożyczek (kredytów)<sup>2</sup>. Ma to swoje uzasadnienie w tym, że otrzymane z emisji obligacji środki nie stają się składnikiem majątku emitenta.

Na gruncie podatku dochodowego przedmiotem opodatkowania jest dochód osiągnięty przez emitenta. Obliczając dochód, emitent obligacji ma prawo uwzględnić koszty, których poniesienie było niezbędne do prawidłowego przeprowadzenia emisji. Są to m.in. wydatki (Bernat, 2015, s. 83):

- 1) o charakterze administracyjnym (rejestracja obligacji na Gieldzie Papierów Wartościowych, tłumaczenie memorandum emisyjnego, prowizje bankowe);
- 2) o charakterze sądowym (rejestracja w KRS zmian w umowie spółki umożliwiających emisję);
- 3) o charakterze prawnym (koszt obsługi prawnej, doradztwa podatkowego).

<sup>2</sup> Ustawa z dn. 15.02.1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j. Dz. U. 2023 poz. 2805); dalej: ustawa o podatku dochodowym lub ustawa CIT, lub u.p.d.o.p.

Zgodnie z art. 15 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym, kosztami uzyskania przychodów są wszystkie wydatki poniesione w celu uzyskania przychodów lub zachowania albo zabezpieczenia ich źródeł. Za koszty podatkowe nie uznaje się jednak tych kosztów, które zostały wprost wskazane przez ustawodawcę w art. 16 ust. 1 przedmiotowej ustawy.

Nie budzi zatem wątpliwości organów podatkowych fakt, że koszty „towarzyszące” pozyskania kapitału dłużnego poprzez emisję obligacji spełniają wskazane w art. 15 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym cechy pozwalające na ich zaliczenie do kosztów uzyskania przychodów, jeżeli istnieje związek pomiędzy emisją obligacji a prowadzoną przez emitenta działalnością gospodarczą, w ramach której osiągane są (lub mogą zostać osiągnięte) przychody podlegające opodatkowaniu podatkiem dochodowym.

Katalog kosztów nieuznawanych w prawie podatkowym za koszty uzyskania przychodów nie obejmuje kosztów poniesionych w związku z emisją obligacji. Ustawodawca wskazał jedynie, że nie uznaje się za koszty uzyskania przychodów wydatków na wykup obligacji, pomniejszonych o kwotę dyskonta (art. 16 ust. 1, pkt 23). Jest to rozwiązanie logiczne, biorąc pod uwagę fakt, że wpływy uzyskane z emisji obligacji nie stanowią dla emitenta przychodu podatkowego.

Tym samym, koszty związane z emisją obligacji mogą stanowić dla emitenta koszty uzyskania przychodów. Warunkiem jest spełnienie ogólnych przesłanek określonych przez ustawodawcę, które stwarzają możliwość zaliczenia danego wydatku do kosztów uzyskania przychodów. O spełnieniu tego warunku będzie można mówić między innymi w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo emitujące obligacje przeznaczy uzyskane środki na bieżącą działalność, w ramach której osiągane są (lub mogą być) przychody podlegające opodatkowaniu.

Potwierdzenie tego stanowiska znaleźć można w interpretacjach organów podatkowych, a za przykład posłużyć może interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Poznaniu z 22 marca 2011 roku<sup>3</sup>. W interpretacji tej stwierdza się: „Z przedstawionego opisu zdarzenia przyszłego wynika, iż Spółka zamierza przeprowadzić emisję obligacji własnych, zarówno zwykłych, jak i zamiennych, na akcje nominowanych w złotych polskich, z ustalonym terminem wykupu. Emisja obligacji będzie się wiązała z poniesieniem kosztów niezbędnych do jej przeprowadzenia, takich jak usługi doradcze, prawne, marketingowe, maklerskie itp. Cel emisji nie jest z góry oznaczony, co zostanie stwierdzone w warunkach emisji obligacji i propozycji ich nabycia. Pozyskane w wyniku emisji środki przeznaczone będą na finansowanie zakupów służących prowadzonej przez Wnioskodawcę działalności gospodarczej, z której pochodzą przychody podlegające opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych. (...) Nadmienić należy, że obowiązkiem podatnika, jako odnoszącego ewentualną korzyść z faktu zaliczenia określonych wydatków w poczet kosztów uzyskania przychodów, jest wykazanie, w oparciu o zgromadzone dowody, związku pomiędzy poniesieniem kosztu a uzyskaniem przychodu (w tym zachowaniem albo zabezpieczeniem źródła przychodów), zgodnie z dyspozycją powołanego art. 15 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Wobec powyższego, przedmiotowe wydatki związane z emisją obligacji:

- 1) zostaną poniesione – przez co należy rozumieć, że w ostatecznym rozrachunku będą pokryte z zasobów majątkowych Spółki;
- 2) są rzeczywiste – czyli wartość ich nie zostanie Spółce w jakikolwiek sposób zwrócona;

<sup>3</sup> Zob. Pismo z dn. 22.03.2011 r. Izba Skarbowa w Poznaniu, ILPB4/423-1/11-2/s.

- 3) pośrednio będą wpływać na uzyskanie, zachowanie albo zabezpieczenie źródła przychodów;
- 4) nie zostały wymienione w katalogu wydatków nieuznawanych za koszty uzyskania przychodów z art. 16 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.

Mając powyższe na uwadze, a mianowicie charakter omawianych kosztów, należy uznać, że spełniają one przesłanki art. 15 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Tym samym, stanowić będą one koszty uzyskania przychodów wpływając na zmniejszenie podstawy opodatkowania. Jednocześnie z uwagi na fakt, iż cel emisji obligacji nie jest z góry oznaczony, przedmiotowe wydatki uznać należy za koszty uzyskania przychodów inne niż koszty bezpośrednio związane z przychodami (tj. koszty pośrednie).<sup>4</sup>

Można zatem stwierdzić, że skoro emisja publiczna obligacji i wprowadzenie ich do obrotu publicznego zwiększa atrakcyjność takich obligacji oraz krąg potencjalnych ich nabywców, a tym samym zwiększa szanse skutecznego pozyskania tą drogą środków finansowych, nie powinno budzić wątpliwości, że do kosztów uzyskania przychodów zaliczyć należy również opłaty związane z wprowadzeniem obligacji do obrotu publicznego, ponoszone na rzecz uprawnionych podmiotów, w tym Giełdy Papierów Wartościowych (zob. *Opłata za wprowadzenie obligacji...*, 2013).

Warto w tym miejscu podkreślić, że jeżeli wpływy otrzymane z emisji obligacji są związane z różnymi przedsięwzięciami (prowadzonymi obecnie lub planowanymi), wówczas koszty towarzyszące emisji zaliczane są do kosztów pośrednio związanych z przychodami (kosztów pośrednich). Przedsiębiorstwo poniesie je bowiem w celu uzyskania finansowania prowadzonej działalności, której nie można w sposób bezpośredni powiązać z konkretnym przychodem.

Ustawa o podatku dochodowym nie zawiera definicji kosztów bezpośrednich i kosztów pośrednich. Niejednokrotnie jednak zarówno doktryna, jak i sądy administracyjne wypowiedziały się w tym temacie. Jako reprezentatywne należy wskazać w tej materii stanowisko Naczelnego Sądu Administracyjnego, który w uchwale podjętej 24 stycznia 2011 r. wskazał, iż ustawa rozróżnia dwa rodzaje kosztów<sup>4</sup>. Pierwsze z nich to koszty bezpośrednio związane z uzyskaniem przychodów, a więc poniesione w celu osiągnięcia przychodu oraz koszty pośrednie, do których można zaliczyć koszty poniesione w celu zachowania albo zabezpieczenia źródła przychodów. Jednocześnie, zgodnie z ugruntowanym poglądem reprezentowanym przez organy podatkowe, kosztami uzyskania przychodów bezpośrednio związanymi z przychodami są takie wydatki, których poniesienie przekłada się wprost (w sposób bezpośredni) na uzyskanie konkretnych przychodów. Typowym przykładem bezpośredniego związku kosztów z przychodami jest relacja, w jakiej pozostają koszty poniesione na wytworzenie produktu i przychód osiągnięty ze zbycia tego produktu. Natomiast do kosztów pośrednich zalicza się wydatki, które nie mają bezpośredniego odzwierciedlenia w osiąganych przychodach, a więc takie, którym nie można przypisać konkretnego przychodu, jakkolwiek ich ponoszenie warunkuje ich uzyskanie. Kosztami takimi są więc w szczególności wydatki związane z całokształtem działalności podatnika, wynikające z konieczności wywiązywania się przez niego z obowiązków nałożonych innymi przepisami prawa, czy warunkujące prowadzenie tej działalności.

Koszty pośrednie są inaczej rozliczane w czasie niż koszty bezpośrednie. Koszty bezpośrednie, zgodnie z art. 15 ust. 4 ustawy CIT, co do zasady potrącają się w roku podatkowym, w którym

<sup>4</sup> Zob. Uchwała NSA z dn. 24.01.2011 r., sygn. akt II FPS 6/10,

osiągnięty został odpowiadający im przychód. Natomiast koszty uzyskania przychodów, inne niż koszty bezpośrednio związane z przychodami (koszty pośrednie), są potrącalne w dacie ich poniesienia. Jeśli zaś koszty te dotyczą okresu przekraczającego rok podatkowy, a nie jest możliwe określenie, jaka ich część dotyczy danego roku podatkowego, to w takim przypadku stanowią one koszty uzyskania przychodów proporcjonalnie do długości okresu, którego dotyczą.

Dzień poniesienia kosztu wyznacza treść art. 15 ust. 4e ustawy o podatku dochodowym, zgodnie z którym za dzień poniesienia kosztu uzyskania przychodów uważa się dzień, na który ujęto koszt w księgach rachunkowych (zaksięgowano) na podstawie otrzymanej faktury (rachunku) albo dzień, na który ujęto koszt na podstawie innego dowodu w przypadku braku faktury (rachunku), z wyjątkiem sytuacji, gdy dotyczyłoby to ujętych jako koszty rezerw albo biernych rozliczeń międzyokresowych kosztów. Z powyższych regulacji wynika, iż istnieją następujące sposoby podatkowego potrącenia kosztów uzyskania przychodów, których związek z uzyskiwanymi przychodami jest pośredni<sup>5</sup>:

- 1) koszty dotyczące okresu przekraczającego rok podatkowy, jeżeli możliwe jest określenie, jaka ich część dotyczy danego roku – koszty należy przypisać według tego zidentyfikowanego powiązania;
- 2) koszty dotyczące okresu przekraczającego rok podatkowy, jeżeli nie jest możliwe określenie, jaka ich część dotyczy danego roku – koszty należy przypisać do okresów w wartości proporcjonalnej do długości tychże okresów (wynika to wprost z art. 15 ust. 4d ustawy);
- 3) koszty dotyczące wyłącznie danego roku podatkowego – koszty te należy potrącić w całości w dacie poniesienia;
- 4) koszty dotyczące okresu przekraczającego rok podatkowy, ale nie jest możliwe określenie długości tego okresu – koszty te należy potrącić w całości w roku podatkowym w dacie ich poniesienia, gdyż proporcjonalne ich przydzielenie nie jest w ogóle możliwe skoro nie jest znana długość okresu, którego koszty dotyczą.

W tym miejscu warto odnieść się do interpretacji indywidualnych Dyrektora Izby Skarbowej w Bydgoszczy z 26 listopada 2014 r. (ITPB3/423-460a/14/AW), Dyrektora Izby Skarbowej w Bydgoszczy z 30 lipca 2013 r. (ITPB3/423-195/13/MK) oraz pisma Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej z 7 grudnia 2020 r. (0111-KDIB2-1.4010.376.2020.1.AR), *Rozliczenia CIT w związku z obligacjami*, w których stwierdzono, że jeśli moment wykupu obligacji przypada na inne lata podatkowe niż ich emisja, to koszty związane z emisją obligacji należy ująć w sposób proporcjonalny do długości okresu, którego dotyczą (Ulicki, 2016).

Reasumując, koszty oferowania obligacji stanowią, jako pośrednie koszty uzyskania przychodów, koszt podatkowy – zgodnie z art. 15 ust. 4d i ust. 4e ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych – rozliczany w czasie, proporcjonalnie do długości okresu na jaki zostały wyemitowane obligacje.

Rozliczenie to pozostawać więc będzie również w zgodzie z rachunkową zasadą współmierności przychodów i kosztów, według której będą one ujęte w księgach rachunkowych wnioskodawcy.

<sup>5</sup> Zob. Pismo z dn. 8.05.2013 r. Izba Skarbowa w Warszawie, IPPB3/423-95/13-2/KK; wyr. WSA w Poznaniu z dn. 25.08.2020 r., I SA/Po 255/20, *Dzień poniesienia kosztu uzyskania przychodu*.



Kolejną istotną kwestią związaną z kosztami podatkowymi są odsetki wypłacane obligatariuszom. Problem ten dotyczy tylko obligacji o stałym lub zmiennym oprocentowaniu, gdyż przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym mogą być również tzw. obligacje zerokuponowe, czyli nieoprocentowane. Biorąc pod uwagę fakt, że emitent obligacji (o zmiennym lub stałym oprocentowaniu) zobowiązuje się do spełnienia określonego świadczenia wobec obligatariusza, zasadne jest pytanie o możliwość zaliczenia do kosztów uzyskania przychodów wypłacanych obligatariuszowi odsetek od obligacji.

Jak wcześniej zauważono, zgodnie z ustawą o podatku dochodowym wydatki na wykup obligacji, pomniejszone o kwotę dyskonta, nie stanowią kosztów uzyskania przychodów. Stosownie do art. 16 ust. 1 pkt 10 lit. a ustawy nie uważa się za koszty uzyskania przychodów wydatków na spłatę pożyczek (kredytów), z wyjątkiem skapitalizowanych odsetek od tych pożyczek (kredytów).

Z powyższych regulacji określonych w ustawie wynika, że ponoszone przez emitenta koszty wykupu obligacji, w części dotyczącej należności głównej, nie stanowią kosztów podatkowych. Wyłączenie nie obejmuje natomiast wydatków na zapłatę należności ubocznych, stanowiących wynagrodzenie z tytułu korzystania przez określony czas z kapitału podmiotu, który objął obligacje, w tym odsetek wypłacanych obligatariuszowi. Zapłacone przez emitenta obligatariuszowi odsetki stanowią koszt uzyskania przychodów także w sytuacji, gdy ich wartość podlegała kapitalizacji.

Dodać należy, iż zgodnie z art. 16 ust. 1 pkt 11 ustawy nie uważa się za koszty uzyskania przychodów naliczonych, lecz niezapłaconych albo umorzonych odsetek od zobowiązań, w tym również od pożyczek (kredytów). Oznacza to zatem, że odsetki od obligacji można zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów tylko w przypadku rzeczywistej ich zapłaty.

Z chwilą wykupu obligacji może wystąpić sytuacja, w której powstanie różnica między ceną emisyjną obligacji (np. 95 zł) a ich wartością nominalną, po której zostaną one wykupione przez emitenta (np. 100 zł). Różnicę tę określa się mianem dyskonta i dotyczy ona z reguły tzw. obligacji zerokuponowych (bezodsetkowych). Kwestię możliwości ujęcia w kosztach uzyskania przychodów kwoty dyskonta reguluje art. 16 ust. 1 pkt 23 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, zgodnie z którym za koszty uzyskania przychodów nie uważa się wydatków na wykup obligacji, pomniejszonych o kwotę dyskonta.

Z powyższego wynika, że dla przedsiębiorstwa dokonującego emisji obligacji kwota dyskonta będzie stanowiła koszty uzyskania przychodów, ale tylko w momencie wykupu obligacji, co znajduje swoje potwierdzenie w interpretacji indywidualnej Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej z 23 stycznia 2023 r.<sup>6</sup> oraz w interpretacji indywidualnej Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 18 grudnia 2013 roku<sup>7</sup>. W tej ostatniej stwierdza się, że: „Ponieważ w przypadku dyskonta emitent w momencie wydania obligacji otrzymuje do dyspozycji kwotę pomniejszoną o kwotę dyskonta, natomiast w dacie ich wykupu zwraca nabywcy obligacji pełną kwotę w niej wymienioną (czyli wartość nominalną), to zasadnym wydaje się twierdzenie, że wartość dyskonta staje się odpowiednio przychodem i kosztem podatkowym w momencie jego faktycznej realizacji, tj. w chwili wykupu obligacji przez emitenta. Przy takiej argumentacji rozpoznanie kwoty dyskonta od obligacji jako kosztu uzyskania przychodów powinno nastąpić z chwilą wykupu obligacji”.

<sup>6</sup> Zob. Pismo z dn. 23.08.2023 r. Krajowa Informacja Skarbowa, 0111-KDIB1-1.4010.334.2023.1.SG, *Koszty finansowania dłużnego – wyłączenie z kosztów podatkowych*.

<sup>7</sup> Zob. Pismo z dn. 18.12.2013 r. Izba Skarbowa w Warszawie, IPPB3/423-824/13-2/KK.



Stanowisko takie potwierdzone zostało w interpretacjach wydawanych przez organy podatkowe. Przykładowo w interpretacji z 10 stycznia 2017 r., Dyrektor Izby Skarbowej w Katowicach stwierdził, że<sup>8</sup>: „W przypadku dyskonta, tj. potrącenia z góry (przy nabyciu papieru wartościowego) ustalonych odsetek, emitent otrzymuje do dyspozycji kwotę pomniejszoną o kwotę dyskonta, natomiast w dacie wykupu (zwykle w dacie zapadalności) papieru wartościowego zwraca nabywcy tego papieru wartościowego pełną kwotę w nim wymienioną. Na gruncie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych kwota dyskonta otrzymywanego z tytułu posiadania instrumentu dłużnego jest równoważna odsetkom wynikającym z udostępnienia dłużnikowi kapitału przez wierzyciela. Stosownie do regulacji art. 16 ust. 1 pkt 23 u.p.d.o.p., nie uważa się za koszty uzyskania przychodów wydatków na wykup obligacji, pomniejszonych o kwotę dyskonta. Tym samym, kosztem podatkowym nie jest cała wartość środków zwracanych wierzycielom, lecz jedynie kwota dyskonta należnego za czas korzystania z »pożyczki«. Kwota ta stanowi koszt uzyskania przychodów w dacie wykupu obligacji (w terminie bądź przed terminem zapadalności obligacji)».

W tym miejscu należy zauważyć, że emisja obligacji jest jedną z form finansowania dłużnego. Tym samym, w odniesieniu do kosztów związanych z odsetkami wypłacanymi na rzecz obligatariusza, zastosowanie znajdują przepisy dotyczące finansowania dłużnego zawarte w art. 15c ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Na podstawie tego przepisu, z kosztów uzyskania przychodów należy wyłączyć koszty finansowania dłużnego w części, w jakiej nadwyżka kosztów finansowania dłużnego przewyższa 30% kwoty odpowiadającej nadwyżce sumy przychodów ze wszystkich źródeł przychodów pomniejszonej o przychody o charakterze odsetkowym nad sumą kosztów uzyskania przychodów pomniejszonych o wartość zaliczonych w roku podatkowym do kosztów uzyskania przychodów odpisów amortyzacyjnych, o których mowa w art. 16a–16m przedmiotowej ustawy, oraz kosztów finansowania dłużnego nieuwzględnionych w wartości początkowej środka trwałego lub wartości niematerialnej i prawnej. Przez nadwyżkę kosztów finansowania dłużnego rozumie się kwotę, o jaką poniesione przez podatnika koszty finansowania dłużnego, podlegające zaliczeniu do kosztów uzyskania przychodów w roku podatkowym, przewyższają uzyskane przez podatnika w tym roku podatkowym podlegające opodatkowaniu przychody o charakterze odsetkowym (Szwed, 2018a).

Przepisu art. 15c ustawy CIT nie stosuje się do:

- nadwyżki kosztów finansowania dłużnego w części nieprzekraczającej w roku podatkowym kwoty 3 000 000 zł; jeżeli rok podatkowy podatnika jest dłuższy albo krótszy niż 12 miesięcy, kwotę tego progu oblicza się, mnożąc kwotę 250 000 zł przez liczbę rozpoczętych miesięcy roku podatkowego podatnika;
- przedsiębiorstw finansowych (np. banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych, funduszy inwestycyjnych itp.).

Wynika z tego, że koszty finansowania dłużnego podlegają wyłączeniu z kosztów uzyskania przychodów w części, w jakiej nadwyżka kosztów finansowania dłużnego przewyższa 30% wskaźnika EBITDA, przy czym ograniczenie to odnosi się do podatkowego (a nie finansowego) wskaźnika EBITDA, którego formuła obliczania jest następująca (Szwed, 2018b):

<sup>8</sup> Zob. Pismo z dn. 10.01.2017 r. Izba Skarbowe w Katowicach, 2461-IBPB-1-3.4510.1017.2016.1.JKT, *Ustalenie momentu zaliczenia do kosztów uzyskania przychodów wartości dyskonta będącego różnicą pomiędzy wartością nominalną obligacji a ich wartością emisyjną.*

$$\begin{aligned} \text{Podatkowa EBITDA} &= [\text{przychody} - \text{przychody odsetkowe}] - \\ &- [\text{koszty uzyskania przychodów} - \text{amortyzacja} - \text{koszty odsetkowe}] \end{aligned}$$

Wartość limitu finansowania dłużnego, które podatnik ma prawo rozliczyć w kosztach uzyskania przychodów, można obliczyć za pomocą następującej formuły:

$$\text{Wartość limitu} = \text{EBITDA} \times 30\%$$

Kwoty powyżej tego limitu podatnik ma obowiązek wyłączyć z kosztów uzyskania przychodów. Limit nadwyżki wynosi 3 mln zł. Gdy wartość nadwyżki kosztów finansowania dłużnego nie przekroczy w roku podatkowym 3 mln zł, podatnik ma prawo rozliczyć całą wartość w kosztach uzyskania przychodów.

Koszty finansowania dłużnego wyłączone w roku podatkowym z kosztów uzyskania przychodów zgodnie z wyżej opisanymi zasadami podlegają zaliczeniu do takich kosztów w następnych pięciu latach podatkowych w ramach obowiązujących w danym roku limitów wynikających z tych przepisów.

#### IV. Podsumowanie

Emisja obligacji jest jednym ze sposobów pozyskiwania środków pieniężnych niezbędnych do funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. Ważne jest przy tym, aby przedsiębiorcy prawidłowo interpretowali skutki podatkowe działań podejmowanych w związku z emisją obligacji. Emitenci, przed zaliczeniem danego wydatku do kosztów uzyskania przychodów, powinni w pierwszej kolejności ustalić czy istnieje związek pomiędzy emisją obligacji a prowadzoną przez emitenta działalnością gospodarczą, w ramach której osiągnane są (lub mogą zostać osiągnięte) przychody podlegające opodatkowaniu podatkiem dochodowym. Ujęcie określonego kosztu, który jest skutkiem emisji obligacji, jako kosztu uzyskania przychodów powinno być rozpatrywane z punktu widzenia całości czynności wykonywanych w ramach działalności prowadzących do uzyskania przychodów. Następnie należy dokonać szczegółowej analizy przepisów – artykuł 16 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych zawiera katalog kosztów, które wyłączone zostały z możliwości zakwalifikowania ich jako koszty podatkowe.

Z perspektywy przedsiębiorstw, przepisy ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych w zakresie traktowania kosztów ponoszonych w związku z emisją obligacji, należy uznać za korzystne. Koszty te bowiem często mają znaczny udział w łącznej wartości emisji, zaliczenie ich zatem do kosztów uzyskania przychodów wpływa na obniżenie obciążeń podatkowych, a w konsekwencji obniża średni koszt kapitału finansującego działalność gospodarczą przedsiębiorstw.

Po przeanalizowaniu przepisów ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz wydanych interpretacji wybranych izb skarbowych można wyrażać nadzieję, że istnienie możliwości w zakresie zaliczania większości związanych z emisją obligacji kosztów do kosztów uzyskania przychodów będzie w przyszłości pozytywnie wpływać na popularyzację obligacji jako instrumentu finansowania działalności przedsiębiorstw oraz rozwój polskiego rynku kapitałowego.

## Bibliografia

- Bernat, R. (2015). Emisja obligacji przez spółkę komandytowo-akcyjną. *Zeszyty Naukowe WSFiP w Bielsku Białej*, (3).
- Brzozowska, K. (2017). Idea zrównoważonego rozwoju na rynku obligacji. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, (478). <https://doi.org/10.15611/pn.2017.478.06>
- Duliniec, A. (2015). Wybór źródeł finansowania a optymalna struktura kapitału w przedsiębiorstwie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe, Ubezpieczenia*, (74/2).
- Janowicz, A. (2018). Emisja obligacji korporacyjnych – korzyści dla emitentów i inwestorów. *Myśl Ekonomiczna i Polityczna*, 60(1), 105–135.
- Jajuga, K. (2006). *Obligacje*. Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego.
- Nawrot, W. (2007). Struktura finansowa przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych. *Gospodarka Narodowa*, (7–8), 19–42.
- Oplata za wprowadzenie obligacji do obrotu publicznego. (2013). *Przegląd Podatku Dochodowego*, 3(339).  
Pozyskano z: <http://www.podatekdochodowy.pl/artukul,1,3790,opлата-za-wprowadzenie-obligacji-do-obrotu-publicznego.html> (28.12.2023).
- Pęksyk, A. (2023). Zielone obligacje jako dłużne papiery wartościowe finansujące inwestycje w dobie transformacji energetycznej. *internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny*, 2(12). <http://doi.org/10.7172/2299-5749.IKAR.2.12.3>
- Płak, B. (1996). *Ustawa o obligacjach. Komentarz*. Kantor Wydawniczy Zakamycze.
- Puzyrewicz, T. (2011). *Obligacje na rynku Catalyst. Przewodnik dla inwestorów*. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
- Szwed, P. (2018a). Czy odsetki wypłacane na rzecz obligatariuszy mogą stanowić koszty uzyskania przychodów? Pozyskano z: <https://ksiegowosc.infor.pl/podatki/cit/koszty> (28.12.2023).
- Szwed, P. (2018b). *Emisja obligacji w kosztach firmy*. Pozyskano z: <http://www.rp.pl> (28.12.2023).
- Ulicki, K. (2016). *Koszty uzyskania przychodów. Emisja obligacji*. Pozyskano z: <https://www.podatki.biz/artykuly> (28.12.2023).

## Szacowanie rozsądnego zysku w ramach opłat za dostęp do obiektów kolejowej infrastruktury usługowej na przykładzie stacji pasażerskich

### Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Przegląd literatury i praktyk międzynarodowych
- III. Metodologia badań – baza kapitałowa i koszt kapitału
  1. Baza kapitałowa
  2. Kalkulacja kosztu kapitału – WACC
- IV. Szacowanie rozsądnego zysku dla stacji pasażerskich
- V. Podsumowanie

### Streszczenie

Celem artykułu jest dokonanie wykładni definicji rozsądnego zysku w prawie kolejowym i autorska propozycja jego obliczania w ramach opłat za udostępnienie obiektów kolejowej infrastruktury usługowej wraz z dokonaniem szacunków na przykładzie pasażerskich stacji kolejowych. Metodyka badań obejmuje przegląd literatury i praktyk międzynarodowych, raportów, wytycznych i rekomendacji publikowanych przez urzędy regulacyjne oraz wskazanie implikacji na metodykę szacowania rozsądnego zysku jako składowej kosztu dostępu do infrastruktury usługowej. Artykuł zawiera propozycje sposobu szacowania rozsądnego zysku dla podmiotów udostępniających obiekty kolejowej infrastruktury usługowej z wykorzystaniem zaangażowanego kapitału oraz jego kosztu. Przedstawione badania wskazują na duży zakres swobody w doborze parametrów do szacowania rozsądnego zysku, szczególnie w zakresie szacowania kapitału zaangażowanego. Wskazane jest wzmocnienie roli regulatora rynku w zakresie określenia zasad szacowania rozsądnego zysku. Oszacowana jego wartość dla stacji pasażerskich kształtuje się w przedziale 0,5–6,3 mln zł rocznie, w zależności od założeń w zakresie szacowania kapitału zaangażowanego. Artykuł ma charakter przeglądowy, a jego wkładem w rozwój dyscypliny jest wskazanie propozycji definiowania i rozwiązania podstawowych problemów interpretacyjnych istniejących w zakresie zasad kształtowania rozsądnego zysku przy wyznaczaniu cen za dostęp do obiektów infrastruktury usługowej w sektorze przedsiębiorstw kolejowych.

**Słowa kluczowe:** rozsądny zysk; koszt kapitału; kapitał zaangażowany; obiekt infrastruktury usługowej; stacje pasażerskie.

**JEL:** G38, D43, L51

\* Doktor habilitowany nauk ekonomicznych; Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów i Rachunkowości; e-mail: lborowiec@wz.uw.edu.pl. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6113-9191>.

## I. Wprowadzenie

Przesłanką do podjęcia niniejszego tematu badawczego jest potrzeba tworzenia jasnych i stabilnych warunków inwestowania w rozwój sektora kolejowego. Inwestowanie w ten sektor wiąże się z angażowaniem znacznych środków finansowych, a sam proces inwestycyjny ma charakter długoterminowy. Stabilność i transparentność warunków gospodarowania w dłuższej perspektywie zachęca potencjalnych inwestorów do lokowania kapitału, a korzystającym z infrastruktury kolejowej zapewnia dostęp na równych i niedyskryminujących zasadach.

Zgodnie z zapisami ustawy z dnia 28 marca 2003 r. o transporcie kolejowym<sup>1</sup> (ust. 2 i 3 załącznika nr 2), obiektem kolejowej infrastruktury usługowej jest obiekt budowlany wraz z gruntem, na którym jest usytuowany, wraz z instalacjami i urządzeniami, przeznaczony w całości lub w części do świadczenia usług. Operatorem obiektu infrastruktury usługowej (OIU) jest podmiot wykonujący działalność polegającą na zarządzaniu takim obiektem i/lub świadczeniu na rzecz przewoźników kolejowych usług dostępu. np. do bocznicy, terminali, warsztatów naprawczych czy stacji (dworców) pasażerskich. Operator pobiera od usługobiorców opłaty za dostęp do obiektu, które nie mogą przekraczać uzasadnionych kosztów ponoszonych przez operatora powiększonych o rozsądny zysk.

Rozsądny zysk w regulowanych sektorach gospodarki stanowi substytut zysku uzyskiwanego w ramach działalności wolnorynkowej i ma wpływ na konkurencyjność rynku w zakresie ustalenia poziomu cen. Rynki regulowane nie są strefą bez zysku (Slywotzki, Morrison i Andelman, 2000), ale taką, w której zysk ten nie powinien pozwalać przedsiębiorstwu czerpać nadmiernych korzyści z prowadzonej działalności, gdyż może negatywnie oddziaływać na konkurencyjność sektora kolejowego. Zbyt niski jego poziom prowadzi do ograniczenia rozwoju infrastruktury kolejowej przez brak zachęt do inwestowania na tym rynku, wynikających ze zbyt niskiej rentowności.

Pojęcie „rozsądnego zysku” w sektorze kolejowym zostało wprowadzone na poziomie prawa europejskiego w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/34/UE z dnia 21 listopada 2012 r.<sup>2</sup> Dyrektywa określa rozsądny zysk jako stopę zwrotu z własnego kapitału, która uwzględnia ryzyko, w tym związane z przychodami – lub brak takiego ryzyka – ponoszone przez operatora obiektu infrastruktury usługowej i uwzględnia średnią stopę dla danego sektora w ostatnich latach. Polskie prawo transponuje brzmienie dyrektywy w zapisach ustawy o transporcie kolejowym (art. 36e, p. 2). Stwierdza się, że opłaty (za dostęp do infrastruktury) nie mogą przekraczać kosztów udostępniania obiektu ponoszonych przez operatora powiększonych o rozsądny zysk, rozumiany jako stopa zwrotu z własnego kapitału uwzględniająca ewentualne ryzyko ponoszone przez operatora, nie większy niż 10% w skali roku. Różnica w polskich zapisach dotyczy wskazania limitu stopy zwrotu oraz nieuwzględnienia średniej stopy dla sektora.

Użyte sformułowania w przytoczonych definicjach rodzą istotne wątpliwości interpretacyjne. W zakresie odwołania do „własnego kapitału” nie ma doprecyzowania czy należy go utożsamiać z kapitałem własnym w sensie bilansowym, czy też traktować jako kapitał zaangażowany we własną działalność (w praktyce będzie to kapitał własny i obcy). Definicja również nie precyzuje bazy odniesienia wyznaczonego zwrotu z kapitału (w %), który ma posłużyć do oszacowania rozsądnego

<sup>1</sup> Ustawa z dn. 28.03.2003 r. o transporcie kolejowym (Dz. U. 2003 Nr 86 poz. 789); dalej: ustawa o transporcie kolejowym.

<sup>2</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/34/UE z dn. 21.11.2012 r. (Dz. Urz. UE L 343 14.12.2012, art. 31 ust. 7 i 8, w związku z art. 3 pkt 17).



zysku w PLN (np. kapitał własny, kapitał zaangażowany, wartość kosztów operacyjnych usługi?). Ostatnia wątpliwość dotyczy limitu 10% rozsądnego zysku. Brak jest wytycznych czy należy go odnieść do samej wysokości kosztu własnego kapitału (bez względu na jego interpretację), czy też może owe 10% stanowi maksymalny udział rozsądnego zysku w cenie dostępu do obiektu infrastruktury usługowej.

Prawa europejskie i polskie nie różnicują pojęcia „rozsądnego zysku” w kontekście rodzaju infrastruktury (liniowa, punkty naprawy taboru, stacje pasażerskie itp.). Żaden akt prawny nie wprowadza również metodologii liczenia rozsądnego zysku. Urząd Transportu Kolejowego (UTK), czyli polski regulator rynku kolejowego, jako jeden z niewielu w Europie nie wprowadził zasad ani wytycznych szacowania rozsądnego zysku, co nie ułatwia budowania stabilności rozwoju sektora kolejowego.

Celem artykułu jest dokonanie wykładni celowościowej definicji „rozsądnego zysku” w prawie kolejowym i autorska propozycja jego obliczania w ramach opłat za udostępnienie obiektów kolejowej infrastruktury usługowej, zgodnie z najlepszymi praktykami międzynarodowymi wraz z dokonaniem jego szacunku na przykładzie dworców kolejowych – stacji pasażerskich, którymi zarządza PKP SA (PKP).

Propozycja metody kalkulacji rozsądnego zysku została przygotowana w oparciu o krytyczny przegląd literatury, analizę opracowań międzynarodowych, raportów, wytycznych i rekomendacji publikowanych przez krajowe urzędy regulacyjne oraz analizy praktyk operatorów kolejowej infrastruktury usługowej.

## II. Przegląd literatury i praktyk międzynarodowych

Badania w zakresie teorii rozsądnego zysku nie są zbyt liczne, choć pierwsze istotne opracowanie pochodzi już z 1920 roku (Chase, 1920). Teoretyczne, aktualne badania warunków równowagi na rynkach w kontekście sposobów obliczania rozsądnego zysku w branżach regulowanych przeprowadzono w opracowaniu Fendka (2016). Niektórzy autorzy koncepcję rozsądnego zysku wpisują w szerszy kontekst badań rekompensaty należnej podmiotom świadczącym usługi w interesie ogólnogospodarczym. Dylematy tej rekompensaty w ramach budowy koncepcji rozsądnego zysku dla usług publicznych transportu zbiorowego analizował Dyr (2014). Podobne badania w ramach nieuzasadnionego obciążenia operatora pocztowego świadczącego usługi publiczne prowadził Borowiec (2011).

Część badań w zakresie rozsądnego zysku koncentruje się na implementacji zapisów prawa europejskiego w zakresie regulacji rynków (Ząbkowicz, 2015). Natomiast Jabłoński (2017) poszukiwał relacji między koncepcją rozsądnego zysku a modelem biznesowym przedsiębiorstwa. Wyniki wskazują na potrzebę integracji podejścia strategicznego z podejściem finansowym w procesie projektowania modelu biznesowego przedsiębiorstwa, szczególnie gdy działa ono w obszarze prawnie regulowanego wyniku finansowego. W opracowaniu przedstawiono szacunki zysku rozsądnego dla spółki gminnej działającej w formule *in-house*. Kolejne opracowanie Jabłońskiego (2018) wprost odnosi się do rozsądnego zysku w sektorze kolejowym.. Wskazuje on na trudności w implementacji rozsądnego zysku, jednakże nie jest to wątek wiodący opracowania. Artykuł przedstawia złożony charakter projektowania modeli biznesu dla zachowania założeń rozsądnego

zysku. Konkluzje wskazują, że ograniczenie, jakim jest rozsądny zysk, istotnie wpływa na kształtowanie modeli biznesu sektora kolejowego.

Przywołane opracowania mają charakter teoretyczny i przeglądowy. Koncentrują się one na opisie czynników, które należy uwzględnić przy budowie modelu rozsądnego zysku dla podmiotów na rynkach regulowanych. Badania te pozwalają zauważyć, że w literaturze istnieje luka badawcza w zakresie wskazania adekwatnych metod szacowania rozsądnego zysku dla poszczególnych sektorów, które wykorzystują tę koncepcję w swojej działalności.

Grupa zrzeszająca niezależnych europejskich regulatorów rynku kolejowego Independent Regulators' Group Rail (IRG-Rail) w ograniczonym zakresie odnosi się do kalkulacji rozsądnego zysku (IRG-Rail, 2019). Opublikowane przez grupę opracowania nie zawierają usystematyzowanej metodologii liczenia rozsądnego zysku, lecz tylko koncepcję jego ustalania na podstawie średnioważonego kosztu kapitału (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*) (stosowanego w 10 krajach Europy) oraz wartości kapitału zaangażowanego w działalność regulowaną. Analiza praktyk międzynarodowych w zakresie szacowania rozsądnego zysku wskazuje, że podejście poszczególnych krajów posiada elementy wspólne, jednakże można też wyróżnić indywidualne rozwiązania dla danego kraju.

Hiszpańskie regulacje zawierają wytyczne do kalkulacji rozsądnego zysku, odwołując się do prawa europejskiego<sup>3</sup>. Kapitał własny definiowany jest jako kapitał zaangażowany, tj. obejmujący kapitał właścicielski oraz pożyczkowy. Stopa zwrotu od zaangażowanego kapitału jest liczona wg formuły WACC. Stopa wolna od ryzyka ustalana jest jako stopa zwrotu z obligacji skarbowych, przy czym jako adekwatne wskazuje się 5 lub 10-letnie bony skarbowe z uwzględnieniem wartości średniej z okresu. Premia za ryzyko może być liczona indywidualnie w oparciu o wiarygodne dane (Fernandez, Pershin i Fernández Acín, 2018).

We Francji z kolei stosowana jest metoda kalkulacji stopy zwrotu z kapitału zaangażowanego (*capitaux engagés*) liczona wg WACC o nieco zmodyfikowanej formule (WACC – franc. CMPC)<sup>4</sup>, tj.:

$$WACC = (1 - \text{wskaźnik zadłużenia}) \times K_{fp} / (1 - TIS) + \text{wskaźnik zadłużenia} \times K_d$$

gdzie:

$K_{fp}$  – stopa zwrotu z kapitału własnego;

$K_d$  – oprocentowanie długu;

$TIS$  – stawka podatku dochodowego.

Analiza regulacji wskazuje, że kapitał zaangażowany jest interpretowany jako kapitał niezbędny do działalności w horyzoncie długoterminowym<sup>5</sup>. W jednym z dokumentów opublikowanych przez francuskiego przewoźnika kolejowego i operatora (SNCF) pojawia się wzór kalkulacji

<sup>3</sup> Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC, Hiszpania); Comunicación 2/2022, de 26 de julio, de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, sobre la orientación a costes de los precios en instalaciones de servicio ferroviarias. BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO, Núm. 211 Viernes 2 de septiembre de 2022 Sec. III. Pág. 122488. Pozyskano z: <https://www.cnmc.es/expedientes/comunicaciondtp00122>

<sup>4</sup> Décision n° 2017-008 du 1er février 2017 portant règlement du différend entre la région Nouvelle-Aquitaine et SNCF Mobilités relatif aux prestations rendues dans les gares de voyageurs par SNCF Gares & Connexions. Pozyskano z: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000034391068> (5.02.2023).

<sup>5</sup> Décret n°2003-194 du 7 mars 2003 relatif à l'utilisation du réseau ferroviaire; III.81. art. 13-1 § II "c) Le coût des capitaux engagés correspondant aux charges d'emprunt et frais financiers y afférents et au coût d'immobilisation du capital pour la partie autofinancée, nécessaire au financement pérenne des investissements". Pozyskano z: <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000784967> (15.02.2023).

zwrotu z kapitału jako:  $NBV \times WACC^6$  ( $NBV$  – *Net Book Value* – wartość księgową netto). Niektóre metodyki traktują  $NBV$  jako estymację kapitału zaangażowanego (SNCF, 2016).

Na rynku włoskim regulator opublikował metodykę liczenia rozsądnego zysku, która obejmuje swoim zakresem dostęp do różnych obiektów infrastruktury kolejowej, odwołując się do dyrektywy 2012/34/UE. Kapitał własny definiowany jest jako kapitał zainwestowany netto (*net invested capital*). Przyjęta metodyka WACC jest stosowana w nieco zmodyfikowanej formule, gdyż uwzględnia inflację<sup>7</sup>.

W Norwegii ustawa o transporcie kolejowym odnosząca się do rozsądnego zysku używa pojęcia „kapitału własnego” (*egenkapitalen*). Zapis ten jest interpretowany jako kapitał zainwestowany (*investert kapital*) i utożsamiany z kapitałem obliczanym wg wzoru: *kapitał zainwestowany* = *kapitał własny* + *oprocentowany dług*<sup>8</sup>. W tym ujęciu można znaleźć odniesienia tej definicji do wskaźnika ROCE (*Return on Capital Employed*). W dokumentach urzędu regulacyjnego pojawia się również alternatywna formuła, kojarzona ze wskaźnikiem ROIC (*Return on Invested Capital*): (1) *Aktywa operacyjne* + *kapitał obrotowy netto*; (2) *Aktywa operacyjne* + *kapitał obrotowy netto* – *rezerwy na zobowiązania*.

Podobna zgodność metodologii kalkulacji rozsądnego zysku z wytycznymi IRG-Rail występuje na rynku niemieckim, choć tam urząd regulacyjny stosuje zbliżoną metodykę dla wszystkich regulowanych sektorów działających na infrastrukturze liniowej, tj. infrastruktury kolejowej, telekomunikacyjnej, gazowej itp. W przypadku Niemiec kapitał własny nazywany jest *eigenkapital*, niemniej jednak jest on rozumiany jako kapitał zaangażowany (*ingesetzten Kapital*). Specyfiką podejścia niemieckiego jest liczenie WACC od całkowitej bazy kapitałowej (*Gesamtkapitalbasis*) wyznaczonej dla regulowanej działalności<sup>9</sup>.

Szacowanie wartości rozsądnego zysku można znaleźć również w praktyce polskich regulatorów, ale funkcjonujących poza rynkiem kolejowym. Urząd Regulacji Energetyki (URE) od wielu lat uwzględnia w taryfach spółek sieciowych koszt kapitału. Taryfy kalkulowane są w sposób zapewniający pokrycie uzasadnionych kosztów działalności przedsiębiorstw energetycznych (w danym zakresie działania) wraz z uzasadnionym zwrotem z kapitału zaangażowanego w tę działalność w wysokości nie mniejszej niż stopa zwrotu na poziomie 6%. URE corocznie publikuje wytyczne w zakresie szacowania kosztu kapitału, a stosowana metodyka wykorzystuje koncepcję WACC z uwzględnieniem kapitału zaangażowanego. URE w wyznaczaniu rozsądnego zysku posługuje się również pojęciem Wartości Regulacyjnej Aktywów (WRA)<sup>10</sup>, która w stosunku do formuły kapitału zaangażowanego definiowanego przez IRG-Rail jest zawężona

<sup>6</sup> Appendix 6.1.2 Charging Principles for Service Facilities. Pozyskano z: [https://www.sncf-reseau.com/medias-publics/drr\\_horaires/drr\\_2021/en/DRR2021-appendix-6-1-2\\_4.pdf](https://www.sncf-reseau.com/medias-publics/drr_horaires/drr_2021/en/DRR2021-appendix-6-1-2_4.pdf) (23.03.2023).

<sup>7</sup> Autorità di regolazione dei trasporti. Principi e criteri per la determinazione dei canoni di accesso e utilizzo dell'infrastruttura ferroviaria – di cui alla delibera n. 96/2015. 13 November 2015. Pozyskano z: <https://www.autorita-trasporti.it/misura-di-regolazione/principi-e-criteri-per-la-determinazione-dei-canoni-di-accesso-e-utilizzo-dellinfrastruttura-ferroviaria/?lang=en>

<sup>8</sup> Lov 1993-06-11 NR 100: Lov om anlegg og drift av jernbane, herunder sporvei, tunnelbane og forstadsbane M.M. (Jembaneloven). Pozyskano z: [https://www.sjt.no/globalassets/02\\_jernbane/pdf-jernbane/regelverk/regelverk-jernbane-2017.pdf](https://www.sjt.no/globalassets/02_jernbane/pdf-jernbane/regelverk/regelverk-jernbane-2017.pdf) (10.02.2023).

<sup>9</sup> Zob. [https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Beschlusskammern/1\\_GZ/BK10-GZ/2019/2019\\_bis0099/BK10-19-0042/BK10-19-0042\\_E\\_Beschluss\\_Download\\_BF.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Beschlusskammern/1_GZ/BK10-GZ/2019/2019_bis0099/BK10-19-0042/BK10-19-0042_E_Beschluss_Download_BF.pdf?__blob=publicationFile&v=3)

<sup>10</sup> Wg definicji URE jest to: planowana wartość regulacyjna środków trwałych netto, faktycznie zaangażowanych w prowadzenie danej działalności koncesjonowanej w zakresie zaopatrzenia odbiorców w ciepło w pierwszym roku stosowania taryfy, ustalona na podstawie wartości księgowej, z uwzględnieniem planowanych nakładów inwestycyjnych w infrastrukturę wytwórczą lub dystrybucyjną, mających na celu realizację strategicznych celów polityki energetycznej, wynikających z planu rozwoju.

do wartości środków trwałych netto (ECA, 2018). Koncepcję WRA w przypadku infrastruktury kolejowej stosuje m.in. brytyjski regulator Office of Rail and Road.

Urząd Komunikacji Elektronicznej (UKE), podobnie jak URE, stosuje kapitał zaangażowany w zakresie ustalania kosztu kapitału, publikując coroczne wytyczne. Wskaźnik zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału przedsiębiorca telekomunikacyjny stosuje w kalkulacji kosztów, uwzględniając udokumentowane koszty pozyskania kapitału, pozycję przedsiębiorcy na rynku kapitałowym, typowe ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału oraz koszty zaangażowania kapitału na porównywalnych rynkach. Podobne regulacje występują na rynku usług pocztowych, gdzie rachunkowość regulacyjną i kalkulację kosztów prowadzi operator wyznaczony na podstawie zapisów art. 97 pkt. 1 ustawy z dnia 23 listopada 2012 r. – Prawo pocztowe<sup>11</sup>. UKE określa dla operatora wyznaczonego wskaźnik zwrotu kosztu zaangażowanego kapitału, a także sposób ustalania poziomu rozsądnego zysku z tytułu świadczenia usług w ogólnym interesie gospodarczym na bazie zapisów rozporządzenia Ministra Administracji i Cyfryzacji z dnia 6 maja 2013 r. w sprawie prowadzenia przez operatora wyznaczonego do świadczenia usług powszechnych rachunkowości regulacyjnej i kalkulacji kosztów usług powszechnych<sup>12</sup>.

Na podstawie przeprowadzonej analizy praktyk krajowych i międzynarodowych można stwierdzić, że bazowa metodologia kalkulacji rozsądnego zysku dla operatorów kolejowej infrastruktury usługowej powinna być oparta na metodyce średnioważonego kosztu kapitału (WACC) oraz wartości kapitału zaangażowanego w prowadzenie działalności objętej regulacją.

### III. Metodologia badań – baza kapitałowa i koszt kapitału

#### 1. Baza kapitałowa

Rozumienie terminu „własny kapitał” w świetle art. 36e ust. 2 ustawy o transporcie kolejowym jako kapitał zaangażowany jest zasadne w kontekście dokonanego przeglądu praktyk rynków regulowanych. „Własny kapitał” to kapitał wykorzystywany przez operatora infrastruktury, który może obejmować kapitał będący jego własnością (*equity*) oraz pożyczony (dług). Kapitał zaangażowany jest to kapitał stały, długoterminowo zaangażowany w finansowanie przedsiębiorstwa (Sierpińska i Jachna, 2007). Powinien zostać określony dla działalności regulowanej, w szczególności jeśli podmiot prowadzi również aktywność gospodarczą w innym zakresie. Wówczas wartość rozsądnego zysku (RZ) będzie to iloczyn zaangażowanego kapitału w działalność regulowaną (w PLN) oraz kosztu tego kapitału WACC (w %).

Źródłem informacji do kalkulacji kapitału zaangażowanego powinny być dane zawarte w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy w wartości średniorocznej. Jeśli podmiot prowadzi rachunkowość regulowaną dla obiektów kolejowej infrastruktury usługowej, to sprawozdanie z tego zakresu można wprost wykorzystać w szacunkach. W innym przypadku niezbędne są korekty w celu wyodrębnienia aktywów i pasywów związanych z danym segmentem aktywności regulowanej. Ustalenie wartości bilansowych kapitału zaangażowanego wymaga wyłączenia aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego oraz należności z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych. Aktywa

<sup>11</sup> Ustawa z dn. 23.11.2012 r. – Prawo pocztowe (Dz. U. 2012 poz. 1529); dalej: prawo pocztowe.

<sup>12</sup> Rozporządzenie Ministra Administracji i Cyfryzacji z dn. 6.05.2013 r. w sprawie prowadzenia przez operatora wyznaczonego do świadczenia usług powszechnych rachunkowości regulacyjnej i kalkulacji kosztów usług powszechnych (Dz. U. 2013 poz. 542).

sfinansowane ze środków publicznych (które co do zasady nie są środkami własnymi wypracowanymi przez przedsiębiorstwo) nie mogą być również uwzględniane w kalkulacji.

Wyznaczenie wartości zobowiązań wymaga oszacowania ich sumy obejmującej rezerwy na zobowiązania (z wyłączeniem: rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego), zobowiązania krótkoterminowe (z wyłączeniem zobowiązań z tytułu tej części długoterminowych kredytów, pożyczek i emisji długoterminowych dłużnych papierów wartościowych, których okres wymagalności nie przekracza 12 miesięcy od dnia bilansowego oraz zobowiązań z tytułu dywidend i podatku dochodowego od osób prawnych) oraz rozliczeń międzyokresowych (z wyłączeniem ujemnej wartości firmy). Kapitał zaangażowany będzie stanowił różnicę pomiędzy oszacowanymi powyżej aktywami a zobowiązaniami.

## 2. Kalkulacja kosztu kapitału – WACC

Koszt kapitału jest to stopa dyskontowa, która określa wartość pieniądza w czasie, a także ryzyka związane z przewidywanymi przyszłymi przepływami pieniężnymi. Przy uwzględnieniu wielkości kapitału własnego oraz kapitału obcego w ramach kapitału zaangażowanego, proponowane jest oszacowanie średnioważonego kosztu kapitału (WACC) na podstawie wzoru (IRG-Rail, 2019a):

$$WACC_{post-tax} = CofE \times \frac{E}{D + E} + CofD \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

gdzie:

$WACC_{post-tax}$  – średnioważony, nominalny koszt kapitału po opodatkowaniu;

$CofE$  – koszt kapitału własnego;

$CofD$  – koszt kapitału obcego;

$D$  – wartość kapitału obcego;

$E$  – wartość kapitału własnego;

$t$  – stawka podatku dochodowego;

$E/(D+E)$  – udział kapitału własnego w kapitale całkowitym;

$D/(D+E)$  – udział kapitału obcego w kapitale całkowitym.

Ustalenie struktury finansowania aktywów odbywa się na podstawie danych zawartych w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy (12 miesięcy). Do kalkulacji przyjmuje się stan średnioroczny.

Koszt kapitału obcego to koszt, jaki poniesie przedsiębiorstwo, korzystając z zewnętrznego finansowania, zgodnie ze wzorem:

$$CofD = Rf + DP$$

gdzie:

$Rf$  – stopa wolna od ryzyka;

$DP$  – premia za ryzyko udostępnienia kapitału obcego dla przedsiębiorstwa.

Stopa wolna od ryzyka jest parametrem występującym w kalkulacji kosztu kapitału zarówno własnego, jak i obcego. Jest ona rozumiana jako stopa zwrotu z inwestycji postrzeganych przez inwestorów jako bezpieczne. Do jej obliczania zasadne jest wykorzystanie notowań obligacji



skarbowych na rynku papierów wartościowych, np. 10-letnich obligacji Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu podlegających fixingowi<sup>13</sup> (oznaczenie DS)<sup>14</sup>.

Najczęściej stosowane metody określenia premii za ryzyko udostępniania kapitału obcego (DP) obejmują zarówno analizę rentowności obligacji przedsiębiorstw kolejowych, jak i rentowności obligacji skarbowych wraz z uwzględnieniem warunków rynkowych danego kraju oraz specyfiki działalności przedsiębiorstwa (URE, 2018). W praktyce mogą wystąpić sytuacje, w których trudno jest oszacować wysokość marży długu dla tych przedsiębiorstw i w konsekwencji nie można oszacować kosztu kapitału obcego na podstawie stopy wolnej od ryzyka oraz marży długu. Wówczas można bazować na rzeczywistych, historycznych kosztach kapitału obcego, opierając się na zawartych umowach związanych z finansowaniem kapitałem odsetkowym. Okres analizy powinien obejmować instrumenty finansowe aktywne w okresie 2 lat, a wartość docelowa powinna być obliczona jako średnia arytmetyczna ze średnich średnioważonych liczonych dla każdego miesiąca.

Najczęściej stosowanym przez regulatorów kolejowych modelem estymacji kosztu kapitału własnego jest model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), głównie ze względu na ugruntowane podstawy teoretyczne oraz szerokie zastosowanie w praktyce<sup>15</sup>. W modelu zakłada się, że oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w aktywa kapitałowe jest uzależniona od stopy zwrotu wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko właściwe dla danej inwestycji. Premię za ryzyko określa iloczyn współczynnika beta ( $\beta$ ) oraz tzw. premii za ryzyko rynkowe. W modelu CAPM koszt kapitału własnego wyznacza się na podstawie poniższego wzoru:

$$CofE = Rf + e\beta \times ERP$$

gdzie:

$Rf$  – stopa wolna od ryzyka;

$e\beta$  – miara ryzyka zaangażowania kapitału (używane równoważne pojęcia: beta aktywów bez dźwigni finansowej; beta kapitału własnego (*equity beta*); beta zalewarowana);

$ERP$  – premia za ryzyko udostępniania kapitału własnego.

Stopa wolna od ryzyka ( $Rf$ ) w kalkulacji kosztu kapitału własnego wyznaczana jest analogicznie do przypadku kosztu kapitału obcego. Premia za ryzyko udostępniania kapitału własnego ( $ERP$ ) reprezentuje dodatkowy zysk ponad stopę wolną od ryzyka, którego oczekują właściciele w ramach rekompensaty za ryzyko inwestowania kapitału własnego. W europejskiej branży kolejowej, określenie premii za ryzyko udostępniania kapitału własnego dokonuje się na podstawie raportów eksperckich oraz analiz własnych regulatorów, dotyczących ryzyka na krajowych rynkach akcji czy też bazujących np. na metodologii DMS (Dimson, Marsh i Staunton, 2012). Zakłada się, że ryzyko inwestowania w sektory regulowane jest zdecydowanie niższe niż w przypadku rynków nieregulowanych. Do analizy można przyjąć średnią arytmetyczną współczynnika *Equity*

<sup>13</sup> W tym w szczególności: <https://www.bondspot.pl/>; [https://www.bondspot.pl/fixing\\_obligacji](https://www.bondspot.pl/fixing_obligacji); <https://www.gpw.pl/>

<sup>14</sup> W celu zweryfikowania poprawności kalkulacji operator OIU może dokonać porównania własnych obliczeń z obliczeniami URE odnośnie do stopy wolnej od ryzyka, które publikowane są co kwartał (Zob. URE, *Stopa wolna od ryzyka*. Pozyskano z: <https://www.ure.gov.pl/pl/biznes/taryfy-zalozenia/stopa-wolna-od-ryzyka/7860,Stopa-wolna-od-ryzyka.html>).

<sup>15</sup> IRG – Regulatory Accounting, Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation, February 2007; np.: model wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*), model wzrostu dywidendy (*Dividend Growth Model, DGM*), teoria arbitrażu cenowego (*Arbitrage Pricing Theory, APT*) oraz trzyczynnikowy model Fama-French (*Fama-French Three-Factor Model*).

*Risk Premium* dla Polski za 2 lata wstecz liczone od okresu, w którym kalkulowany jest rozsądny zysk<sup>16</sup>. Jako benchmark w Polsce mogą służyć wartości ERP przyjmowanych przez innych regulatorów (BERBEC, 2023), np. UKE oraz URE<sup>17</sup>.

Współczynnik *equity beta* (beta zalewarowana) odzwierciedla skalę możliwych przyszłych zysków w stosunku do oczekiwanych zwrotów z szerokiego portfela rynkowego aktywów. Współczynnik *equity beta* ( $e\beta$ ) można oszacować na podstawie informacji publikowanych przez wiarygodne instytucje i serwisy informacyjne, np. wykorzystując opublikowane przez Damodarana<sup>18</sup> dane, gdzie określono wartości wskaźnika beta dla firm reprezentujących różne branże<sup>19</sup>.

#### IV. Szacowanie rozsądnego zysku dla stacji pasażerskich

Zwykle podmiot zainteresowany zakupem usługi dostępu do infrastruktury kolejowej, np. do warsztatów naprawczych taboru czy też usług terminalowych, ponosi koszty z tym związane. Kolejowe stacje pasażerskie stanowią szczególny przypadek obiektu infrastruktury usługowej, gdyż płatność za dostęp do nich przeniesiona jest na przewoźników kolejowych, którzy świadczą usługi przewozowe pasażerów. Koszt dostępu do stacji pasażerskiej powinien mieć odzwierciedlenie w cenie biletu, który nabywa klient. W praktyce przewoźnicy często kwestionują zarówno zasadność opłat za dostęp do tych obiektów, jak i wysokość kosztów przez nich ponoszonych<sup>20</sup>. Dlatego też, szacowanie uzasadnionych kosztów dostępu do infrastruktury usługowej – stacji pasażerskich i wielkości rozsądnego zysku stanowi istotny problem badawczy i empiryczny dla praktyki gospodarczej. Kluczowym terminem dotyczącym udostępnienia obiektu infrastruktury usługowej – stacje pasażerskie jest „powierzchnia przeznaczona do odprawy podróżnych” (PPDOP), gdyż jest ona podstawą do kalkulacji kosztów opłat za dostęp do tych obiektów.

Największą sieć czynnych dworców kolejowych posiada PKP. Obejmuje ona prawie 600 obiektów, w tym 17 dworców premium. Powierzchnia ogólnodostępna dworców PKP wynosi ponad 150 tys. m<sup>2</sup>. Na obiektach dworcowych PKP wykonywanych jest około 10–11 mln zatrzymań pociągów pasażerskich rocznie. Obiekty będące w zarządzaniu PKP charakteryzują się bardzo dużym zróżnicowaniem zarówno pod względem architektonicznym, standardu świadczonych usług, jak i stanu technicznego. Zgodnie z przyjętą przez PKP kategoryzacją czynne dworce kolejowe dzielą się na sześć kategorii: premium, wojewódzki, aglomeracyjny, regionalny, lokalny i turystyczny (Antonowicz i Moś, 2018). Aktualnie PKP prowadzi szeroko zakrojony program inwestycyjny, aby zapewnić pasażerom odpowiedni standard tych obiektów (Ministerstwo Infrastruktury, 2022).

Poniżej dokonano szacowania poziomu rozsądnego zysku jako składnika opłaty za dostęp do stacji pasażerskich PKP na podstawie opisanej powyżej metodologii. W pierwszym kroku

<sup>16</sup> Zob. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/=>CurrentData=>Risk/DiscountRate/DiscountRateEstimation>RiskPremiumsforOtherMarkets> > w XLS: "Moody's rating", "Total Equity Risk Premium".

<sup>17</sup> Współczynnik ERP jest dostępny m.in. na stronach: energia cieplna (<https://www.ure.gov.pl/pl/cieplo/zasady-zwrotu-z-kapita>), energia elektryczna (<https://www.ure.gov.pl/pl/biznes/taryfy-zalozenia/zalozenia-dla-kalkulacji>), gaz (<https://www.ure.gov.pl/pl/biznes/taryfy-zalozenia/zalozenia-dla-kalkulacji-2/7834,Pismo-Prezesa-Urzedu-Regulacji-Energetyki-do-przedsiębiorstw-energetycznych.html>).

<sup>18</sup> Zob. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/=>CurrentData=>Risk/DiscountRate/DiscountRateEstimation>LeveredandUnleveredBetasbyIndustry> > zestaw danych dla "Europe" Pola danych: Average Unlevered Beta; Average Levered Beta; Number of firms; (Industry Name); Retail (General), Retail (Grocery and Food), Transportation, Transportation (Railroads).

<sup>19</sup> Inne źródła np.: Duff & Phelps, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, Bloomberg.

<sup>20</sup> Sprawozdanie finansowe PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. za rok obrotowy kończący się dnia 31 grudnia 2021 r. Pozyskano z: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefndmkaj/https://bip.plk-sa.pl/files/public/user\\_upload/pdf/BIP/Sprawozdania\\_finansowe/SF\\_PKP\\_PLK\\_SA\\_2021\\_09\\_05\\_2022.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefndmkaj/https://bip.plk-sa.pl/files/public/user_upload/pdf/BIP/Sprawozdania_finansowe/SF_PKP_PLK_SA_2021_09_05_2022.pdf)

niezbędne jest obliczenie średnioważonego kosztu kapitału (WACC) dla działalności dworcowej PKP (operator obiektów infrastruktury kolejowej – stacje pasażerskie). Wyniki szacowania kosztu kapitału WACC na poziomie 7%, przedstawiono w tabeli 1.

**Tabela 1.** Szacowanie parametrów do średnioważonego kosztu kapitału (WACC) dla PKP w zakresie działalności dworcowej

Oznaczenia	Nazwa	Źródło danych	Odczyt
WACC	średni ważony koszt kapitału	wg wzoru	<b>7,0%</b>
$CofE$	koszt kapitału właścicielskiego ( <i>equity</i> )	wg formuły jak powyżej	7,6%
$CofD$	koszt długu (kapitału obcego)	uśredniony koszt oprocentowania kalkulowany w oparciu o warunki udzielonych kredytów i pożyczek	6,0%
$E$	wartość kapitału własnego	zgodnie z danymi z bilansu	12 650,4 mln PLN
$D$	wartość długu (kapitału obcego)		3 732,9 mln PLN
$t$	stopa podatku	stawka podatku dochodowego od osób prawnych	19%
$(1 - t)$	tarcza podatkowa		0,81
$\frac{E}{D + E}$	struktura finansowania	zgodnie z danymi z bilansu	77,2%
$\frac{D}{D + E}$	struktura finansowania		22,8%
$r_f$	stopa wolna od ryzyka	średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu emitowanych w PLN	6,0%
$\beta$	stopa ryzyka systemowego	benchmarki (Duff & Phelps, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, Bloomberg)	0,93
$(R_m - r_f)$	premia za ryzyko ERP	benchmark, np. A. Damodaran, Duff & Phelps, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook	1,7%

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym etapem w oszacowaniu poziomu rozsądnego zysku jest wyznaczenie bazy kapitałowej w postaci kapitału zaangażowanego. Istotnym problemem badawczym w tym zakresie jest brak stosowania przez PKP tzw. rachunkowości regulacyjnej, co powoduje, że oszacowanie kapitału zaangażowanego będzie miało charakter ekspercki z wykorzystaniem założeń z ogólnodostępnych źródeł. Dodatkowym wyzwaniem w szacowaniu wartości kapitału zaangażowanego jest sytuacja, w której PKP na udostępnianych stacjach pasażerskich prowadzi komercyjny najem powierzchni handlowych i usługowych, co znacznie komplikuje szacunki. W analizie nie zakłada się wprowadzenia premii efektywnościowych za obniżanie kosztów prowadzenia działalności

dworcowej (możliwe do uzyskania również poprzez zwiększanie dochodów z komercyjnego udostępniania powierzchni).

Kapitał zaangażowany w aktywa przeznaczone do obsługi podróży PPDOP został wyznaczony na podstawie wcześniej sformułowanej jego definicji, przyjętych założeń eksperckich oraz danych bilansowych PKP. Alokacja wartości środków trwałych ogółem do czynnych stacji pasażerskich dokonana została na podstawie informacji ze sprawozdania finansowego, że dworce czynne stanowią ok. 2% posiadanego majątku. Przy szacowaniu kapitału zaangażowanego dokonano korekty (zmniejszenia) o aktywa sfinansowane ze środków publicznych. W tym celu do kalkulacji wprowadzono wielkość „korekta aktywów o dotacje UE i środki publiczne finansujące majątek trwały”. Wartość korekty oszacowano opierając się na danych NIK (2022, s. 38), które wskazują, że aktualnie realizowany program inwestycji dworcowych (PID) tylko w 18,5% finansowany jest ze środków własnych PKP. Wydatki przewidziane na realizację inwestycji w ramach PID w latach 2016–2021 (I półrocze) wynoszą 547,9 mln PLN, w tym dofinansowanie z budżetu państwa oraz dotacji UE wynosi 446,3 mln PLN.

Przy kalkulacji kapitału zaangażowanego, wartość kapitału obrotowego skorygowana została o nadwyżkowe środki pieniężne (*excess cash*)<sup>21</sup>. Celem tego działania było wyznaczenie poziomu środków pieniężnych niezbędnych do prowadzenia działalności dworcowej. W kwocie ogółem inwestycji krótkoterminowych PKP (920,2 mln PLN) środki pieniężne wynoszą 917,8 mln PLN, co stanowi wartość znacznie przekraczającą potrzeby płynnościowe podmiotu. W związku z powyższym, na podstawie literatury (Damodoran, 2021) oszacowano wskaźnikowo rynkowy poziom środków pieniężnych w odniesieniu do szacowanych strumieni kosztów/przychodów z działalności dworcowej. Oszacowana wartość wynosi 12,4 mln PLN (65,1 mln PLN\*18,97%).

Na potrzeby szacowania wartości rozsądnego zysku (tab. 2) niezbędne jest również przyjęcie innych parametrów alokacji. Założenia przyjęte na podstawie analizy danych ze sprawozdania finansowego oraz sprawozdania z działalności Zarządu PKP dotyczyły takich parametrów, jak udział powierzchni PPDOP w powierzchni użytkowej (2/3) czy udział przychodów oraz kosztów z działalności dworcowej (wynajem komercyjny, obsługa podróży, umieszczanie reklam) w obrotach ogółem spółki (ok. 6–6,5%) za okres objęty analizą.

Jak wskazują wyniki szacunków w tabeli 2, wartość rozsądnego zysku kształtuje się na poziomie około 1,8 mln PLN. Zdaniem autora, tak oszacowana wartość rozsądnego zysku nie powinna stanowić więcej niż 10% w cenie (strukturze kosztów) dostępu do kolejowego obiektu infrastruktury usługowej – stacje pasażerskie. Jest ona relatywnie niska, zważywszy na wartość aktywów trwałych (ponad 300 mln PLN), jaki stanowią dworce kolejowe PKP. Główną przyczyną relatywnie niskiej kwoty rozsądnego zysku jest finansowanie tych aktywów ze środków bezzwrotnych (dotacji), od których to rozsądny zysk nie jest należy operatorowi. Przy założeniu, że całość nakładów na modernizację dworców pochodziłaby ze środków własnych PKP, kwota rozsądnego zysku byłaby na poziomie 6,3 mln PLN rocznie. Gdyby założyć, że powierzchnia obsługi podróży stanowi tylko 33% powierzchni stacji (67% jest wynajmowana komercyjnie), to kwota rozsądnego zysku spadnie z 1,8 do 0,5 mln PLN rocznie. Również fakt, iż w obiektach stacji pasażerskich dużą część powierzchni PKP wynajmuje się na cele komercyjne (założono 1/3) powoduje korektę wartości aktywów trwałych, które będą zaliczone do wartości kapitału zaangażowanego. Ponadto,

<sup>21</sup> Tj. wskaźnik % = wartość środków pieniężnych/wartość przychodów ze sprzedaży. Por. Mauboussin i Callahan, 2022.

metoda wyceny aktywów trwałych (tutaj stacji pasażerskich) może istotnie wpływać na końcowe wyniki szacunków. Aktualnie PKP wycenia aktywa wg metody kosztu historycznego, która skutkuje niską wartością bilansową w przypadku stacji pasażerskich, ze względu na długi czas ich użytkowania (tych przed modernizacją) i naliczone skumulowane odpisy amortyzacyjne. Należy założyć, iż przeszacowanie stacji pasażerskich do wartości godziwej istotnie zwiększy wartość tych aktywów, co może potencjalnie skutkować znacznie wyższą wartością rozsądnego zysku w kosztach dostępu do tych obiektów infrastruktury usługowej.

**Tabela 2.** Wyniki szacowania kapitału zaangażowanego i rozsądnego zysku (w mln PLN)

Pozycje kalkulacyjne	PKP 2021	Alokacja	Dworce – OIU
A. Aktywa trwałe razem	15 277,7	2%	305,6
B. Korekta Aktywów trwałych OIU – Dworce o dotacje UE i środki publiczne	305,6	81,50%	249,0
C. Skorygowane aktywa trwałe netto ogółem (A-B)	x	x	56,5
D. Udział PPDOP w powierzchniach użytkowych (wg m <sup>2</sup> )	x	67,00%	x
E. Skorygowane aktywa trwałe netto (PPDOP) (CxD)	x	x	18,7
F. Aktywa obrotowe bez inwestycji krótkoterminowych	185,5	6,00%	11,1
G. Inwestycje krótkoterminowe (skorygowane środki pieniężne: 917,2*6,0%)	55,0	18,97%	10,4
H. Skorygowane aktywa obrotowe netto ogółem (F+G)	x	x	21,6
I. Skorygowane aktywa razem (PPDOP) (E+H)	x	x	40,2
J. Rezerwy na zobowiązania i zobowiązania krótkoterminowe	508,9	6,50%	33,1
<b>K. Kapitał zaangażowany dla PPDOP (I–J)</b>	x	x	<b>26,4</b>
<b>L. WACC (dane z tabeli 1)</b>	x	x	<b>7,0%</b>
<b>M. Rozsądny zysk (KxL)</b>	x	x	<b>1,8</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sprawozdanie finansowe PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. za rok obrotowy kończący się dnia 31 grudnia 2021 r. Pozyskano z: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://bip.plk-sa.pl/files/public/user\\_upload/pdf/BIP/Sprawozdania\\_finance/SF\\_PKP\\_PLK\\_SA\\_2021\\_09\\_05\\_2022.pdf](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://bip.plk-sa.pl/files/public/user_upload/pdf/BIP/Sprawozdania_finance/SF_PKP_PLK_SA_2021_09_05_2022.pdf)

Należy zauważyć, że wartość oszacowanego średnioważonego kosztu kapitału WACC w analizowanym przypadku (7%) nie odbiega istotnie od wartości, które notowane są w innych sektorach gospodarki. Ryzyko związane z prowadzeniem działalności kolejowej znajduje się na poziomie nieco poniżej rynkowego, co stabilizuje wartość WACC. Podobnie struktura kapitałowa finansująca działalność PKP nie odbiega istotnie od występujących w innych branżach.

## V. Podsumowanie

Artykuł prezentuje autorską koncepcję w zakresie szacowania poziomu rozsądnego zysku dla podmiotów sektora kolejowego udostępniających obiekty infrastruktury usługowej. Wyniki badań mogą być wsparciem dla tych podmiotów w procesie kalkulacji kosztów opłat na podstawie przepisów ustawy o transporcie kolejowym, gdyż nie różnicują one rodzajów infrastruktury usługowej (pasażerska, towarowa itp.). W opracowaniu dokonano przeglądu najlepszych praktyk



rynkowych, z uwzględnieniem rekomendacji i doświadczeń IRG-Rail. Artykuł uwzględnia również praktyki stosowane na rynkach regulowanych w Polsce, jeżeli mają one charakter uniwersalny, a nie ściśle sektorowy.

Istotna część artykułu została poświęcona wyznaczaniu wielkości kapitału zaangażowanego oraz metodzie szacowania średnioważonego kosztu kapitału dla działalności dworcowej PKP. Badanie przeprowadzono opierając się na publicznie dostępnych danych i dokumentach opisujących metodologie oraz kalkulacje rozsądnego zysku stosowane w praktyce regulacyjnej kolejowej działalności dworcowej. Przeprowadzona kalkulacja rozsądnego zysku dla PKP oparta na metodologii zwrotu kosztu kapitału WACC z zaangażowanego kapitału ma charakter szacunkowy. Mając na uwadze, że PKP nie prowadzi rachunkowości regulacyjnej, należy zastrzec, że na potrzeby kalkulacji dokonano uproszczeń i szeregu założeń eksperckich, które mogą wpływać na oszacowane wielkości. Dalsze badania powinny być prowadzone nad dysfunkcją prezentowanego rozwiązania, w którym podmioty działające w sektorze regulowanym mogą mieć motywację do zbędnego i nieefektywnego wzrostu inwestycji kapitałowych w obiekty infrastruktury usługowej, w dążeniu do zwiększenia kwoty rozsądnego zysku.

## Bibliografia

- Antonowicz, M. i Moś, T. (2018). Regulacja dostępu do infrastruktury dworcowej w Polsce i Europie. *Problemy Transportu i Logistyki*, 1(41), 7–16. <https://doi.org/10.18276/ptl.2018.41-01>
- BEREC. (2023, 8 June) *Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2023)*. BoR (23) 90. Pozyskano z: <https://www.berec.europa.eu/en/document-categories/berec/reports> (5.03.2023).
- Borowiec, L. (2011). Metoda weryfikacji kosztu netto usług powszechnych jako nieuzasadnionego obciążenia operatora wyznaczonego. W E. Nowak, M. Nieplowicz (red.), *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 181 „Rachunkowość a controlling”* (s. 44–54). Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu.
- Chase, S. (1920). What Is a Reasonable Profit? *Journal of Accountancy*, 29(6), art. 2, 6–1920.
- Damodaran, A. (2021, 5 July). *Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2021 Edition*. NYU Stern School of Business Forthcoming. <http://doi.org/10.2139/ssrn.3879109>
- Dimson, E., Marsh, P.R. i Staunton, M. (2012). *The Dimson-Marsh-Staunton Global Investment Returns Database*. Morningstar Inc.
- Dyr, T. (2014). Dylematy ustalania rekompensaty za usługi publicznego transportu zbiorowego. *Technika Transportu Szynowego, Prawo i Finanse*, 3, 40–44.
- ECA. (2018, September). *Methodologies and parameters used to determine the allowed or target revenue of gas transmission system operators (TSOs). Final report*. Economic Consulting Associates. Pozyskano z: [https://www.acer.europa.eu/Official\\_documents/Acts\\_of\\_the\\_Agency/Publication/Consultant%20Report.pdf](https://www.acer.europa.eu/Official_documents/Acts_of_the_Agency/Publication/Consultant%20Report.pdf) (22.02.2023).
- Fendek, M. (2006). *Modelling of reasonable profit in regulated industries*. Proceedings of the International Conference. Quantitative Methods in Economics. Multiple Criteria Decision Making XIII, p. 16–24. Bratislava.
- Fernandez, P., Pershin, V. i Fernández Acín, I. (2018). *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 Countries in 2018: A Survey*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.3155709>.

- IRG–Rail. (2019, 25 November). An overview of charges and charging principles for passenger stations. *IRG-Rail*, 11(19). Independent Regulators' Group – Rail.
- IRG–Rail. (2019a, 25 November). Initial report on the charging principle of Article 31 (7) of Directive 2012/34/EU, *IRG-Rail*, 10(19). Independent Regulators' Group – Rail. Pozyskano z: <https://www.irg-rail.eu/download/5/646/InitialReportonthechargingprincipleofArticle317ofDirective201234EU.pdf> (12.02.2023).
- Jabłoński, M. (2017). Rozsądny zysk w modelach biznesu przedsiębiorstw sektorów regulowanych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1(85), 401–417. <http://doi.org/10.18276/frfu.2017.1.85-32>
- Jabłoński, M. (2018). Projektowanie modeli biznesu przedsiębiorstw kolejowych w aspekcie założeń rozsądnego zysku. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1(91), 319–331. <http://doi.org/10.18276/frfu.2018.91-26>
- Mauboussin, M.J. i Callahan, D. (2022, 6 October). *Return on Invested Capital – How to Calculate ROIC and Handle Common Issues*. Morgan Stanley. Pozyskano z: [chrome-extension://efaidnbnmnibpcj-  
pcglclefindmkaj/https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article\\_returnoninvestedcapital.pdf](chrome-extension://efaidnbnmnibpcj-pcglclefindmkaj/https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_returnoninvestedcapital.pdf)
- Ministerstwo Infrastruktury. (2022). *Program Inwestycji Dworcowych na lata 2016 – 2023*. Pozyskano z: <https://www.gov.pl/web/infrastruktura/program-inwestycji-dworcowych-na-lata-2016-2023> (27.01.2023).
- NIK. (2022). *Realizacja programu inwestycji dworcowych. Informacja o wynikach kontroli*. KIN.430.012.2021 Nr ewid. 187/2021/P/21/029/KIN. Pozyskano z: [https://www.nik.gov.pl/plik/id,26365,v,artykul\\_25142.pdf](https://www.nik.gov.pl/plik/id,26365,v,artykul_25142.pdf) (27.01.2023).
- Sierpińska, M. i Jachna, T. (2007). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. PWN.
- Slywotzki, A., Morrison, D.J. i Andelman, B. (2000). *Strefa zysku*. PWE.
- SNCF. (2016). Nouveau modèle pour la tarification des gares de voyageurs. Dossier de Consultation publique. Pozyskano z: [https://www.garesetconnexions.sncf/sites/default/files/field\\_files/2016-05/consultation\\_modele\\_tarifaire\\_05.2016\\_bd\\_0.pdf](https://www.garesetconnexions.sncf/sites/default/files/field_files/2016-05/consultation_modele_tarifaire_05.2016_bd_0.pdf) (6.02.2023).
- URE. (2018). *Metodologia określania wskaźnika kosztu kapitału zaangażowanego dla operatorów systemów gazowych na lata 2019–2023*. Urząd Regulacji Energetyki. Pozyskano z: <https://www.ure.gov.pl/pl/urząd/informacje-ogolne/aktualnosci/7715,Metodologia-okreslania-wskaznika-kosztu-kapitalu-zaangazowanego-dla-operatorow-s.html>
- Ząbkowicz, J. (2015). Finansowanie rynkowych usług użyteczności publicznej w UE. Pomoc publiczna versus zasady konkurencji. *Studia Ekonomiczne*, (209), 241–249. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

**Michał Nowakowski,**  
***Sztuczna inteligencja. Praktyczny przewodnik***  
***dla sektora innowacji finansowych,***  
**Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2023, s. 270**

Autor przewodnika, Michał Nowakowski jest doktorem nauk prawnych; radcą prawnym z ponad dziesięcioletnim doświadczeniem w obszarze nowych technologii i sektora finansowego, specjalizującym się w obszarze sztucznej inteligencji; wykładowcą i trenerem na uczelniach publicznych i prywatnych oraz członkiem organizacji branżowych, w tym z obszaru IT i sektora finansowego; autorem wielu artykułów oraz książki *FinTech – technologia, finanse, regulacje. Praktyczny przewodnik dla sektora innowacji finansowych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2021 oraz redaktorem naukowym komentarza *Przeciwdziałanie praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2023. Autor poradnika znany jest w świecie nauki i praktyki ze swojej bogatej działalności szkoleniowej, wdrożeniowej i doradczej.

Praktyczny przewodnik dla sektora innowacji finansowych dotyczący sztucznej inteligencji (AI, *artificial intelligence*) jest pierwszą w Polsce publikacją zwartą na ten temat przy nieustannie rosnącej roli rozwiązań AI stosowanych przez instytucje finansowe, a także dyskusji publicznej toczonej w kontekście adekwatnej regulacji AI. Dlatego książka z powodzeniem wypełnia lukę wydawniczą i odpowiada na szereg ważnych pytań szczególnie biznesu i praktyki. Układ książki jest przejrzysty i kompleksowy (holistyczny), ponieważ są w niej analizowane zagadnienia ogólne, regulacyjne i systemowe, podejście podmiotowe (instytucji finansowych) oraz podejście przedmiotowe (produktowe). Uwzględniono przy tym zarówno projektowane akty prawne i regulacje, jak i te już istniejące, które wpływają na to, jak sektor finansowy powinien podchodzić do bezpiecznego i efektywnego wdrożenia AI.

Rozdział 1 wprowadza w problematykę sztucznej inteligencji, poprzez jej zdefiniowanie z wykorzystaniem projektu rozporządzenia UE w sprawie AI<sup>1</sup> oraz umiejscowienie wśród pojęć związanych z nowoczesnymi technologiami stosowanymi w sektorze finansowym, opis technik i podejść wykorzystywanych w zakresie AI, a także relacji między AI a nauką o danych i analityką danych, etyką i systemami sztucznej inteligencji wysokiego ryzyka.

W rozdziale 2 Autor szczegółowo odniósł się do wykorzystania AI w sektorze finansowym z punktu widzenia proponowanych wymogów względem instytucji finansowych stosujących w swojej działalności AI, w szczególności w zakresie spełnienia wymogów prawnych i regulacyjnych, zarządzania ryzykiem sztucznej inteligencji, rozwiązań organizacyjnych, dokumentacji dotyczącej danych, a także obszaru technicznego dla implementacji rozwiązań AI. Rozwój technologii i jej większa dostępność spowodowały, że coraz więcej instytucji finansowych decyduje się na wykorzystanie danych do zwiększenia wartości dla klientów oraz samej organizacji. Autor słusznie zwraca uwagę, że wdrożenie sztucznej inteligencji w instytucjach finansowych jest skomplikowanym

<sup>1</sup> Wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiające zharmonizowane przepisy dotyczące sztucznej inteligencji (Akt w sprawie sztucznej inteligencji) i zmieniające niektóre akty ustawodawcze Unii, Bruksela, 21.4.2021, COM(2021) 206 final, 2021/0106 (COD).

procesem z perspektywy biznesowej, technologicznej i prawno-regulacyjnej. Wymaga to dobrego przygotowania na poziomie polityk, procedur, regulaminów oraz dokumentów z klientem, które zwiększą prawdopodobieństwo sukcesu.

W rozdziale 3 Autor skupił się na części produktowej, w której znajdują zastosowania rozwiązania AI, analizując generatywną sztuczną inteligencję, ocenę zdolności kredytowej i ocenę ryzyka kredytowego, personalizację produktów i marketing, systemy przeciwdziałania oszustwom i praniu pieniędzy (AML, *Anty Money Laundering*) oraz finansowaniu terroryzmu (CFT, *Countering the Financing of Terrorism*), zarządzanie finansami, chatboty i voiceboty oraz internet rzeczy (IoT, *Internet of Things*).

Ze względu na aktualność podjętej problematyki oraz wysoką jakość prowadzonych wywodów opartych na bogatej literaturze przedmiotu głównie anglojęzycznej oraz podejście praktyczne Autora przy analizowaniu treści rekomenduję przewodnik wszystkim tym, którzy chcą zwiększyć swoją wiedzę na temat sztucznej inteligencji i jej praktycznego zastosowania przez instytucje finansowe w różnych obszarach swojej działalności – *front, middle i back office*. Książka będzie się cieszyć szczególnym zainteresowaniem wśród prawników (sędziów, adwokatów, radców prawnych), menedżerów instytucji finansowych, pracowników IT, przedsiębiorców działających w branży finansowej, dostawców technologii, a także pracowników naukowych. Dla tych ostatnich książka może być inspiracją do podjęcia nowych kierunków badań w zakresie zastosowania sztucznej inteligencji w instytucjach finansowych, co jest obszarem bardzo perspektywnym. Książka jako pierwsza w Polsce w zakresie problematyki sztucznej inteligencji w instytucjach finansowych będzie stanowiła swego rodzaju bazę odniesienia dla kolejnych publikacji z tego obszaru.

**dr hab. Krzysztof Waliszewski, prof. UEP**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Członek Prezydium Komitetu Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk

Doradczy Komitet Naukowy przy Rzeczniku Finansowym

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4239-5875>

**On selected current financial market problems** (from the issue's thematic editors)

## Articles

**Joanna Róg-Dyrda**, Suspension, on the basis of Article 31za of the Act of 2 March 2020 on Special Solutions Related to the Prevention, Counteracting and Combating COVID-19, Other Infectious Diseases, and Crisis Situations Caused by them (the Covid-19 Act), of the running of the deadlines for the performance of actions by the Polish Financial Supervision Authority within the framework of financial market supervision

### Table of contents

- I. Preliminary issues
- II. Scope of the application of Article 31za(1) of the Covid-19 Act to actions taken by the Polish Financial Supervision Authority
  1. Literal interpretation
  2. Systemic interpretation
  3. Authentic interpretation, functional interpretation and purposive interpretation
  4. Application of Article 31za(1) of the Covid-19 Act to the time limit for filing an objection by the Polish Financial Supervision Authority
- III. Interpretation doubts related to the moment of suspension of the time limit for the Polish Financial Supervision Authority to take action on the supervision of the financial market and its further course
- IV. Principle of resolving interpretational doubts in favour of a party
- V. Summary

**Summary:** The aim of this article is to analyze the issue of suspending deadlines for actions to be taken by the Polish Financial Supervision Authority in the area of financial supervision based on Article 31za of the Act of 2 March 2020 on Special Solutions Related to the Prevention, Counteracting and Combating COVID-19, Other Infectious Diseases, and Crisis Situations Caused by them (Covid-19 Act). The article focuses on interpretive doubts that have arisen in jurisprudence and the effects of regulations on legal certainty.

**Key words:** statute of limitations; Financial Supervisory Commission; suspension of time limits; administrative supervision; financial supervision; COVID-19.

**JEL:** K22, K23

**Paweł Czaplicki**, Maintaining a register of shareholders in the form of a dispersed and decentralized database – comments in the context of Article 328(1) of the Commercial Companies Code

### Table of contents

- I. Introduction
- II. Electronic form of maintaining a register of shareholders



III. Register of shareholders in the form of a dispersed and decentralized database

IV. Conclusions

**Summary:** The article discusses the issue of the forms of maintaining a register of shareholders, including the use of a dispersed and decentralized database. The article uses the dogmatic-legal research method. The key problem posed in the paper is whether, in the light of the applicable Art. 328(1) of the Commercial Companies Code, maintaining a register of shareholders using a dispersed and decentralized database is at all possible in Poland. In this context, according to the hypothesis put forward by the author, the legal provisions currently in force in this area make it impossible to maintain a register of shareholders in this form.

**Key words:** register of shareholders; dematerialization of shares; distributed and decentralized database.

**JEL:** K22

**Krzysztof Świeszczak**, Social trust and psychological determinants of the attractiveness of the FinTech (Financial/Technology) sector offer among individual clients of banks

#### Table of contents

- I. Introduction
- II. Social trust and public trust
- III. Social trust in the banking sector and FinTech
- IV. Determinants of consumer decisions
- V. Psychological conditions
- VI. Research methodology
- VII. Characteristics of the surveyed groups of respondents
- VIII. Psychological determinants of the attractiveness of the FinTech sector offer
- IX. Summary

**Summary:** Latest research shows that social trust has ceased to be an element of the competitive advantage of banks over enterprises that use innovation in the process of providing financial services. Moreover, consumers trust companies belonging to the FinTech (**Financial/Technology**) sector to a greater extent than banks.

In this context, the determinants of consumer decisions, in particular psychological ones, should be analyzed. These are individualized in the context of each choice made by the consumer, and in the face of the observed comparable level of consumer trust in FinTech entities and banks. They may indicate significant differences in the perception of the importance of this category for individuals who are clients of the banking sector, among whom there are both those who have not yet used the FinTech sector offer, as well as those who are clients of both banks and FinTech entities. As the results of the research showed, the average level of importance of psychological conditions for the assessment of the attractiveness of the FinTech sector offer does not differ in a statistically significant way for individual clients of the banking sector and for individual clients of both, the banking sector and the FinTech sector.

The purpose of this publication is to analyze the importance of psychological conditions for assessing the attractiveness of the FinTech sector offer among individual clients of the banking sector as well as the banking sector and the FinTech sector.

**Key words:** banks; trust; FinTech.

**JEL:** G21, D81, G23

**Dariusz Sobolewski**, How the use of decentralized finances (DeFi) can increase access to financial capital for micro and small enterprises – assumptions for an economic experiment

#### **Table of contents**

- I. Introduction
- II. Key consequences of barriers to micro and small enterprises' access to financial capital
- III. Characteristics of decentralized finances and their connection to financing micro and small enterprises
- IV. Justification for the use of a financial experiment as a research method
- V. Final remarks

**Summary:** The article presents the nature of decentralized finance (DeFi) as a potential alternative to traditional financing models for micro and small enterprises. Focusing on the limitations of the traditional financial system, the main barriers to access financial capital for micro and small enterprises are highlighted. The main purpose of the article is to analyze the feasibility of conducting an economic experiment to investigate whether a decentralized finance approach can become a solution to increase the accessibility of financial capital for micro and small enterprises. The results of such economic experiment could potentially contribute to future discussions and the conduct of broader quantitative research.

**Key words:** financial system; decentralised finance; micro and small enterprises.

**JEL:** G230, G320

**Anna Kasperowicz, Robert Piechota**, The costs of obtaining capital by issuing bonds on the basis of income tax

#### **Table of contents**

- I. Introduction
- II. Legal nature of bonds
- III. Bond issue and corporate income tax
- IV. Final remarks

**Summary:** Running a business depends largely on having the necessary funds, and one of the ways to obtain them is to issue bonds. Raising capital by issuing bonds usually brings certain benefits to the issuer, but may also cause certain difficulties. They concern primarily the proper interpretation and understanding of regulations related to taxation of bond issues and their trading. The aim of the article is to discuss the issues of costs arising in connection with the issue of bonds, and their proper interpretation in the context of the regulations of the Corporate Income Tax Act. The analysis was carried out based on Polish legal regulations in the field of bonds and income tax, taking into account individual interpretations of selected tax offices.

**Key words:** bonds; income tax; issue costs; interest costs; tax deductible costs.

**JEL:** K22, K34

**Leszek Borowiec**, The estimation of reasonable profit in charges for the provision of railroad service facilities using passenger stations as an example

### Table of contents

- I. Introduction
- II. Review of literature and international practices
- III. Research methodology – capital base and cost of capital
  1. Capital base
  2. Calculation of the cost of capital – WACC
- IV. Estimation of a reasonable profit for passenger stations
- V. Summary

**Summary:** The objective of the paper is to interpret the definition of ‘reasonable profit’ in railroad law, and to present the author’s proposal for its calculation in the framework of fees for the provision of railroad service infrastructure facilities, as well as making estimates using the example of passenger railroad stations. In terms of research methodology, the paper contains a review of international literature and practices, reports, guidelines and recommendations published by regulatory authorities. It also indicates the implications on the methodology for estimating ‘reasonable profit’ as a component of the cost of access to service infrastructure. The article presents the author’s proposal for estimating a ‘reasonable profit’ for those providing rail service infrastructure facilities using committed capital and its cost. Its estimated value for passenger stations is stated to be in the range of 0.5–6.3 million PLN per year, depending on the assumptions in the estimation of committed capital. The estimates presented indicate that there is a great deal of freedom in the choice of parameters for estimating reasonable profit by railroad companies. In this context, it is necessary to strengthen the role of the market regulator in determining the rules for estimating reasonable profit. The paper points out the key problems concerning the principles of forming a reasonable profit when setting prices for access to service facilities and presents the author’s approach to estimating a reasonable profit for use in the railroad enterprise sector.

**Key words:** reasonable profit; cost of capital; capital employed; service infrastructure facility; passenger stations.

**JEL:** G38, D43, L51

### Literature Reviews

Michał Nowakowski, *Artificial intelligence. A practical guide for the financial innovation sector*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2023, pp. 270 (**Krzysztof Waliszewski**)

Fundacja im. prof. Jerzego  
Wiszniewskiego zaprasza  
do udziału w pierwszej edycji  
konkursu na pracę naukową.

Prace konkursowe można  
zgłaszać do 30 września 2024 r.

# Konkurs na wybitną pracę naukową na temat prawa znaków towarowych, prawa zwalczania nieuczciwej konkurencji lub prawa antymonopolowego

## Prace konkursowe

Prace naukowe  
zakwalifikowane do  
konkursu oceni Kapituła  
złożona z wybitnych  
przedstawicieli  
polskiego  
i międzynarodowego  
środowiska  
prawniczego.

### Do konkursu można zgłaszać prace naukowe dotyczące:

- prawa znaków towarowych,
- prawa zwalczania nieuczciwej konkurencji,
- prawa antymonopolowego.

Mogą to być prace magisterskie, doktorskie  
lub habilitacyjne, monografie naukowe lub  
inne prace o charakterze naukowym.

### Wymogi dotyczące zgłaszanych prac:

- opublikowane (obronione) nie wcześniej  
niż 11 kwietnia 2019 r.
- opatrzone co najmniej dwoma pisemnymi  
recenzjami sporządzonymi przez osobę  
z tytułem doktora lub wyższym lub  
przedstawiciela wymiaru sprawiedliwości
- liczące nie mniej niż 100 stron
- napisane w języku angielskim lub polskim

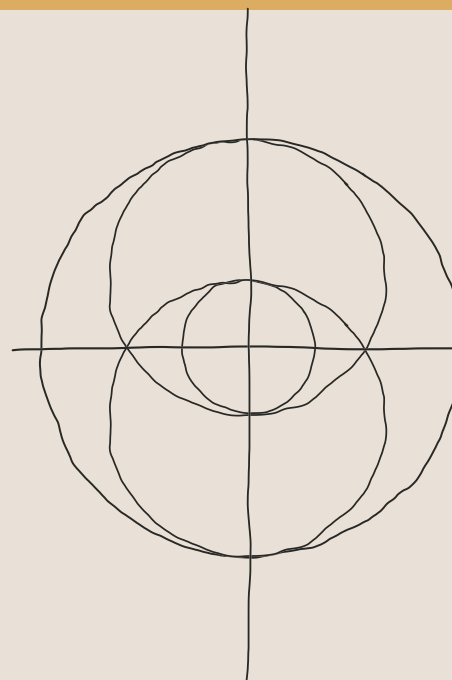
Celem Nagrody prof. Ireny Wiszniewskiej-  
Białeckiej jest realne wsparcie autorów  
naukowo zajmujących się tematyką  
prawa znaków towarowych, prawa  
zwalczania nieuczciwej konkurencji lub  
prawa antymonopolowego, a tym samym  
wspieranie nauki i rozwoju innowacyjności.

Dlatego autorowi (lub autorom) najlepszej  
pracy konkursowej, wyłonionej przez  
Kapitułę, zostanie przyznana nagroda  
pieniężna w wysokości 20 000 USD.

Zgłoszenia prosimy przesyłać na adres:  
→ [contact@wiszniewski-foundation.org](mailto:contact@wiszniewski-foundation.org)

Szczegółowe informacje na temat konkursu  
oraz jego regulamin znajdują się na stronie  
fundacji:  
→ [wiszniewski-foundation.org](http://wiszniewski-foundation.org)

Partnerem konkursu jest kancelaria  
Wardyński i Wspólnicy.



# internetowy KWARTALNIK ANTYMONOPOLOWY I REGULACYJNY

## REKOMENDOWANY SKRÓT CYTOWANIA iKAR

---

### PODSTAWOWE INFORMACJE DLA AUTORÓW

Teksty do opublikowania w iKAR winny być dostarczane na skrzynkę mailową redakcji (ikar@wz.uw.edu.pl) jako dokumenty elektroniczne w edytorach MS Word (2000/XP/2003) lub Open Office.

Artykuły powinny zawierać także spis treści, streszczenie i słowa kluczowe.

Artykuły powinny zawierać nie mniej niż 4500, a nie więcej niż 9000 słów.

Redakcja będzie dbać, żeby w iKAR nie miały miejsca przypadki ghostwriting czy guest authorship.

### ZASADY RECENZOWANIA

Wszystkie teksty każdego numeru iKAR są wstępnie recenzowane przez redaktora tematycznego.

Artykuły są oceniane przez dwóch niezależnych recenzentów spoza CARS. Autorzy i recenzenci nie znają swoich tożsamości (*double blind peer review*).

Recenzja jest sporządzana na formularzu w wersji dla tekstów prawnych i ekonomicznych, dostępnym na stronie [www.ikar.wz.uw.edu.pl](http://www.ikar.wz.uw.edu.pl). Recenzja kończy się jednoznacznym wnioskiem co do dopuszczenia artykułu do publikacji lub jego odrzucenia.

Zbiorca lista recenzentów iKAR jest publikowana w ostatnim numerze iKAR w danym roku.

### PRAWA AUTORSKIE

Publikacja jest bezpłatna. Wszystkie teksty wydawane są na zasadzie otwartego dostępu i na licencji CC BY 4.0 Creative Commons – Uznanie autorstwa (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.pl>).

Korzystanie z zawartości całego numeru oraz z każdego z jego tekstów jest zatem uzależnione wyłącznie od akceptowania przez użytkownika trzech zasad: uznania autorstwa, korzystania z tekstów tylko dla celów niekomercyjnych oraz nietworzenia na ich bazie utworów zależnych.

### UDOSTĘPNIANIE

iKAR jest publikowany pierwotnie w wersji elektronicznej za pośrednictwem odrębnej strony internetowej [www.ikar.wz.uw.edu.pl](http://www.ikar.wz.uw.edu.pl).

Jest udostępniany w wersji .pdf dostosowanej m.in. do e-booków.

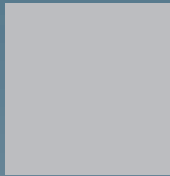
Będzie także dostępny we wszystkich najważniejszych polskich bazach wolnego dostępu oraz – na zasadach niewyłącznych – w bazach największych polskich wydawców książek i czasopism z zakresu prawa, ekonomii i zarządzania.



## CENTRUM STUDIÓW ANTYMONOPOLOWYCH I REGULACYJNYCH



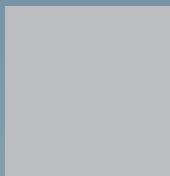
prowadzi badania naukowe



wydaje książki i periodyki,  
w tym YARS [www.yars.wz.uw.edu.pl](http://www.yars.wz.uw.edu.pl)  
oraz iKAR [www.ikar.wz.uw.edu.pl](http://www.ikar.wz.uw.edu.pl)



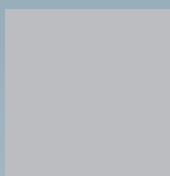
organizuje konferencje naukowe i warsztaty



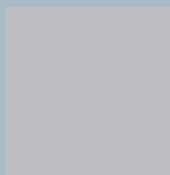
świadczy usługi doradcze i prowadzi  
szkolenia



oferuje studia podyplomowe ARIS  
[www.aris.wz.uw.edu.pl](http://www.aris.wz.uw.edu.pl)



prowadzi Otwarte Seminarium Doktoranckie



współpracuje z instytucjami naukowymi  
w kraju i zagranicą oraz z organami  
regulacyjnymi (UKE, URE, UTK)