

Ochrona wiarytelności klienckich a upadłość firmy inwestycyjnej*

Piotr Staszekiewicz**

Streszczenie: *Cel* – przedstawienie wpływu ryzyka makroekonomicznego i systemowego na ochronę wiarytelności podbilansowych

Metodologia badania – zastosowano analizę przypadku upadłości Grupy IDM SA.

Wynik – działania organu nadzoru było spóźnione.

Oryginalność/wartość – kompetencje organu nadzoru powinny być uzupełnione o instytucje ustalenia właściwości nadzorczej z urzędu.

Słowa kluczowe: firmy inwestycyjne; upadłość; wymogi kapitałowe, nadzór

Wprowadzenie

Głównym celem artykułu jest dokonanie opisu wpływu ryzyka makroekonomicznego i systemowego na kondycje finansowych podmiotów nadzorowanych oraz klientów firm inwestycyjnych. Celem szczegółowym jest ocena poziomu ochrony wiarytelności podbilansowych firmy inwestycyjnej w sytuacji zagrożenia wymogu kapitałowego.

Firmy nadzorowane tym różnią się od pozostałych podmiotów gospodarczych, iż suweren buduje monopol państwowy w celu zabezpieczenia interesu społecznego (głównie konsumentów). Podstawowym dobrem, które polega ochronie, jest stabilność systemu. Suweren, w zamian za premię (oligopolową) z tytułu ograniczenia rynku wprowadza ograniczenie swobody gospodarczej i stwarza rynek kontrolowany. Kontrola taka obejmuje głównie warunki tworzenia, prowadzenia oraz likwidacji przedsiębiorstwa. Z uwagi na postulat stabilności, eliminacja podmiotu z obrotu jest dokonywana pod nadzorem suwerena, w istocie poprzez cofnięcie lub ograniczenie licencji na działalność reglamentowaną. Wobec powyższego, typowe usunięcie podmiotu z obrotu reglamentowanego nie dokonuje się przez zastosowanie prawa powszechnego, jakim jest postępowanie upadłościowo-naprawcze, a poprzez cofnięcie prawa do wykonywania działalności reglamentowanej. Ponieważ przypadek IDM SA jest sprzeczny z wyżej wskazanymi naturalnymi prawidłowościami, zastosowano studium przypadku, w celu identyfikacji ryzyka pojawiającego się w polskim systemie. Badanie obejmowało okres 2005–2014.

* Badanie wstępne, wykonano jako część projektu: UMO-2013/09/B/HS4/03605 finansowego przez NCN.

** dr Piotr Staszekiewicz, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Szkoła Główna Handlowa, e-mail: pstasz@sgh.waw.pl.

Artykuł ten, uzupełnia pracę M. Aluchny (2008) w zakresie aspektów finansowych upadłości firm inwestycyjnych. Wpisuje się w nurt prac innych autorów w zakresie upadłości grup kapitałowych (Antonowicz, Szreder 2013; Iwanicz-Drozdowska 2007; Michalski 2007). Badanie adresuje problem: dlaczego w przypadku IDM SA w pierwz został złożony wniosek o upadłość a dopiero później organ nadzorczy cofną licencje podmiotowi. Zgodnie z wiedzą autora, przedstawione badanie jest pierwszą analizą upadłości IDM SA.

Niniejszy artykuł wzbogaca literaturę przedmiotu o:

1. Opis zagrożenia wynikającego z zastosowania sankcji finansowych w stosunku do podmiotów realizujących długoterminowe strategie inwestycyjne na rynkach nieregulowanych (Wyniki). Zidentyfikowano źródło takiego zagrożenia zarówno po stronie sprawozdawczości finansowej jak i procedur administracyjnych.
2. Propozycje wzbogacenia uprawnień KNF o prawo do stwierdzenia właściwości nadzorczej z urzędu.
3. Identyfikacje ryzyka w praktycznym stosowaniu prawa upadłościowego w stosunku do grup kapitałowych oraz postulowany mechanizm finansowania skutków procesów upadłościowych na rynkach regulowanych (Przegląd literatury). W tym zakresie rozszerzamy dyskusję prezentowaną przez innych autorów (Antonowicz, Szreder 2013; Staszkievicz 2014b; Staszkievicz 2001; Basiaga 2012; Nocalski, Midziak 1998).

1. Przegląd literatury

W niniejszej części przedstawiono wybór z bogatej literatury dotyczącej upadłości, wybór ten zorientowany jest głównie na kwestie rynku firm inwestycyjnych, upadłości grup kapitałowych i ich skutków.

Upadłość podmiotów nadzorowanych systemowo jest rzadkim zjawiskiem. Upadłość podmiotu nadzorowanego w przeciwieństwie do rynku nieregulowanego jest zjawiskiem wyjątkowym. W historii polskiego rynku kapitałowego w segmencie domów maklerskich upadłość IDM SA jest druga¹ po Warszawskiej Grupie Inwestycyjnej (WGI).

W ekonomicznym sensie długookresowy brak możliwości zaspokojenia wierzycieli, czy też sanacja podmiotu z wykorzystaniem funduszy właściciela jest określana, jako bankructwo. Przy czym pojęcie bankructwa może dotyczyć zarówno osoby prawnej, fizycznej, jak i zorganizowanej jednostki bez przymiotów formalnych. Jako zmienną instrumentalną bankructwa można traktować upadłość w sensie prawnym, tj. wniosek podmiotu lub wierzycieli o ochronę praw. W sensie prawnym i ekonomicznym pojęcia bankructwa i upadłości są oddzielnymi instytucjami.

Dyskusja nad bankructwem, z reguły ogranicza się do procesów upadłościowych, wynika to przede wszystkim z dostępności i jednoznaczności danych. A. Hołda przyjmuje, że kryterium prawne w wąskim znaczeniu jest najbardziej efektywne w budowie modeli

¹ Co w istocie determinuje metodę badawczą.

ostrzegających (Hołda 2010). W obszernej literaturze przedmiotu można wyróżnić nurt związany z konstrukcją modeli diagnostycznych i predykcji bankructwa (Altman 1968; Altman i in. 2005; Mączyńska, Zawadzki 2006; Wędzki 2000; Prusak 2005). W ramach dyskusji o modelowaniu ryzyka upadłości, bankructwa, czy też kredytowego rysują się badania mające na celu poszukiwania odpowiedniej postaci modelu (Kałużny 2010; Wędzki 2008; Wędzki 2005a; Wędzki 2005b), związku między upadłością a kształtowaniem się parametrów makroekonomicznych (Staszkievicz 2013), czy też wyodrębnieniem, szacowaniem i prognozowaniem samej statystyki upadłości (Dec 2010; Dec 2013a; Staszkievicz 2014a). W tym artykule przyjmuje się założenie o równoważności pojęć bankructwa i upadłości dla celów metodologicznych.

W polskim systemie prawa nie stosuje się upadłości grupy kapitałowej, procedury upadłościowe dotyczą oddzielnie podmiotu dominującego i podmiotów zależnych. Stąd też dyskurs o bankructwie grup kapitałowych nie jest bogaty. Do wyjątków należy analiza bankructwa Grupy Bomi, bankructwo to zostało zbadane pod kątem efektywności modeli predykcyjnych przez P. Antonowicz i P. Szredera, autorzy badania dochodzą do wniosku, że „niejednoznacznych wyników dostarczyło badanie modelami analizy dyskryminacyjnej podmiotu Rabat Service SA [...] wyniki modeli, uzyskane na drodze analizy BOMI SA [...] bardzo wyraźnie z rocznym wyprzedzeniem sygnalizowały zdecydowanie pogarszającą się zdolność płatniczej Spółki”. Z badania jednak nie wynika jednoznacznie czy analizy były dokonywane na podstawie skonsolidowanych, czy jednostkowych sprawozdań podmiotu dominującego. Niemniej jednak badanie sugeruje supremację sygnałową podmiotu dominującego. Potwierdza, to ryzyko systemowego zarażenia, w układzie trans granicznym „home-host” przedstawione przez M. Iwanicz-Drozdowską jako „kanał wzajemnych powiązań kapitałowych w relacjach spółka matka i spółka córka” (Małgorzata Iwanicz-Drozdowska 2007, p. 16). Aczkolwiek ryzyko zarażenia powinno być niwelowane, w stosunku do europejskich grup bankowych i inwestycyjnych, poprzez funkcjonowanie Funduszu Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji Banków (Pawłowicz 2013) lub pośrednio poprzez podatek bankowy (Krysiak 2011). Mechanizm predykcyjny oparty o Nową Umowę Kapitałową został przedstawiony w badaniu P. Staszkievicza, przy czym konkluduje, że „zmieniając miarę bankructwa, ze zgłoszenia wniosku o upadłość, na zaistnienie przekroczenia wymogu kapitałowego, miara BION wydaje się zdecydowanie bardziej adekwatna niż rewizja finansowa” (P. Staszkievicz 2013).

Dyskusja, której podmiotem byłby DM IDM SA lub jego grupa kapitałowa, jest dość ograniczona w przestrzeni badań naukowych. IDM SA pojawia przy analizie marki (Czyżycki 2013), ryzyka reputacji (Staszkievicz 2012; Piotr; Staszkievicz 2013) efektywności strategii inwestycyjnych (Walczak 2011). Analiza piśmiennictwa w zakresie bankructwa grup kapitałowych i firm inwestycyjnych wskazuje na istniejącą lukę w wskazanym wymiarze.

2. Metodologia

Na potrzeby niniejszego badania zastosowano analizę studium przypadku (*case study*). Połączenie analizy literatury oraz studium przypadków zostało zastosowane w innych badaniach (Dec 2013b; Antonowicz & Szreder 2013; Adamska 2013; Wędzki 2000; Mączyńska 2009). W odniesieniu do domów maklerskich Aluchna analizowała genezę oszustw korporacyjnych – powołuje się na przypadek upadłości innej firmy inwestycyjnej w Polsce, jaką była Warszawska Grupa Inwestycyjna (Aluchna 2008, s. 60).

Alternatywnie, badanie może zostać przeprowadzone na podstawie analiz statystycznych i ekonometrycznych, np. jak metody dyskryminacyjne wykorzystywane w badaniach prognostycznych (Altman 1968; Mączyńska & Zawadzki 2006; Kisielińska 2008) jednakowoż mając na uwadze kazuistykę poszczególnych przypadków, nieznaczną ich ilość zastawianie takiej metodologii mogłoby skutkować pominięciem cech jakościowych procesu.

Ponieważ wpływu systemowego firm inwestycyjnych nie można z reguły przypisać ich sumie bilansowej, a raczej ich pozycji podbilansowej wynikających z wartości aktywów na rachunkach i aktywów zarządzanych – to konstrukcja wstępnych hipotez roboczych odnosi się do relacji firmy inwestycyjnej i jej klientów.

W ramach badania została testowana hipoteza, iż:

H₀: Upadłość maklerskiej grupy kapitałowej nie ma wpływu na utratę aktywów klientów.

Wobec hipotezy alternatywnej:

H₁: Upadłość maklerskiej grupy kapitałowej ma wpływ na utratę aktywów (wierzytelności) klientów.

Niniejsze badanie różni się od wcześniejszych w dwojaki sposób. Po pierwsze, zgodnie z wiedzą autora jest to pierwsze badanie wykorzystujące przypadek upadłości grupy DM IDM SA i jedno z nielicznych dotyczących firm inwestycyjnych w Polsce, poza wcześniej wspomnianą analizą WGI M. Aluchny (2008). Po drugie, w przeciwieństwie do wcześniejszych badań niniejsze adresuje dotkliwość upadłości nie przez odniesienie do wielkości sumy bilansowej, a do pozycji podbilansowej.

3. Dane

Wykorzystano dane roczne finansowe ze zbadanych sprawozdań finansowych, wraz z opiniami rewidentów dostępnymi na stronach IDM SA oraz w Monitorze Polskim B za okres od 2005 do 2013 roku. Dane w zakresie liczby wniosków o upadłość wykorzystano z wcześniejszych badań.

4. Wyniki i ich dyskusja

4.1. Sytuacja finansowa grupy IDM SA w latach 2005–2013

Kluczowym aktywem dzierzonym przez Grupę IDM SA były aktywa klienckie (w zarządzaniu i na rachunkach), które przez prawie cały okres publicznego trwania podmiotu oscylowały wokół kwoty 4 miliardów złotych (załącznik 1). Aktywa te nie były własnością podmiotu i w istotnej części zostały wyłączone z masy upadłościowej². Pod koniec 2013 roku stosunek aktywów dzierzonych przez grupę do sumy aktywów bilansowych był w przybliżeniu równy 1 : 15, podczas, gdy w roku 2008 ten stosunek był mniejszy niż 1 : 4.

Istotnym aktywem inwestycyjnym grupy były udziały w spółce Electus SA. Ponieważ grupa stosowała zasadę memoriałową rozpoznania przychodów i kosztów, to wobec powyższego nastąpiło asymetryczne rozpoznanie przepływów finansowych względem wyniku finansowego, tabela 1 przedstawia uzgodnienie luki dochodowo-płynnościowej.

Tabela 1

Uzgodnienie straty pieniężnej i rachunkowej oraz luki dochodowo-płynnościowej z tytułu nabycia Electus SA

| | Nota | Jednostkowa | Grupowa |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------|----------|
| Deficyt pieniężny (suma pozycji negatywnych przepływów pieniężnych) za lata 2007, 2008, 2009, 2011, 2012 | Pozycje wytłuszczone w załączniku | -713 889 | -717755 |
| Skumulowana strata finansowa (suma strat netto) za lata 2008, 2011, 2012, 2013 | Pozycje wytłuszczone w załączniku | -747 841 | -822 825 |
| Różnica | | -33 952 | -105 070 |

Źródło: opracowanie własne.

² Art. 73 5c. ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (ustawa) stanowi iż, w razie ogłoszenia upadłości firmy inwestycyjnej środki pieniężne powierzone przez klientów firmie inwestycyjnej w związku ze świadczeniem przez nią usług maklerskich podlegają wyłączeniu z masy upadłości firmy inwestycyjnej. Zaś zgodnie z art. 45e. tejże ustawy wszczęcie postępowania upadłościowego, [...] uczestnika lub innego podmiotu działającego bezpośrednio na rynku regulowanym, skutkujących zawieszeniem lub zaprzestaniem dokonywania przez niego spłaty zadłużeń [...] nie wywołuje skutków prawnych wobec środków znajdujących się na koncie depozytowym, rachunku zbiorczym, rachunku papierów wartościowych, rachunku pieniężnym lub rachunku bankowym tego uczestnika lub innego podmiotu działającego na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, służącym do realizacji rozliczeń transakcji w zakresie, w jakim środki te są potrzebne do przeprowadzenia rozrachunku transakcji w Krajowym Depozycie. Zgodnie z art. 133. 1. ustawy Krajowy Depozyt tworzy i prowadzi obowiązkowy system rekompensat, w celu gromadzenia środków na wypłaty inwestorom rekompensat, celem systemu rekompensat jest zapewnienie inwestorom (kwalifikowanym) wypłat do wysokości określonej ustawą, środków pieniężnych oraz zrekompensowanie wartości utraconych instrumentów finansowych, zgromadzonych przez nich w domach maklerskich, w tym w ich oddziałach poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, z tytułu świadczonych na ich rzecz usług, w przypadku: 1) ogłoszenia upadłości domu maklerskiego lub 2) prawomocnego oddalenia wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na to, że majątek tego domu maklerskiego nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania, lub 3) stwierdzenia przez Komisję, że dom maklerski nie jest w stanie, z powodów ściśle związanych z sytuacją finansową, wykonać ciążących na nim zobowiązań wynikających z rozszczeń inwestorów i nie jest możliwe ich wykonanie w najbliższym czasie.

Drugim istotnym aktywem grupy na poziomie skonsolidowanym była wartość przedsiębiorstwa wynikająca w głównej mierze z przejęcia firmy Electus.

Dom Maklerski IDMSA począwszy od dnia 20 grudnia 2006 r. posiadał 4 729 989 akcji spółki Electus SA, co stanowiło 50,05% kapitału zakładowego spółki Electus SA. Nabycie przez DM IDMSA pozostałych 4 720 011 sztuk akcji spółki Electus SA nastąpiło na podstawie umów objęcia akcji zawartych przez DM IDM SA. Przedmiotowe umowy zostały zawarte z następującymi osobami, do których skierowana została emisja aportowa akcji serii „H”:

- Marek Falenta,
- Waldemar Falenta,
- Jolanta Falenta-Rybka.

Akcje nowej emisji DM IDMSA serii „H” obejmowane przez wymienione osoby zostały pokryte wkładem niepieniężnym w postaci akcji spółki Electus SA (skonsolidowane sprawozdanie finansowe IDM SA za rok 2007, s. 8).

Zgodnie z notą c str. 49 skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy IDM SA za rok 2007 skumulowana wartość firmy przy nabyciu Electus wyniosła przeszło 340 milionów złotych:

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------|
| – cena nabycia | 311 106, |
| – wartość kapitału mniejszości nabywanego | 15 655, |
| – rozpoznany dodatkowy kapitał mniejszości z 2006 | 32 994, |
| – wartość firmy powstała w wyniku przejęcia pozostałych 49,95% | 262 457, |
| – skumulowana wartość firmy ustalona przy nabyciu 100% udziału w Electus SA | 346 604. |

Na dzień 31 grudnia 2006 roku kapitały własne netto wykazane w sprawozdaniu finansowym wynosiły 34 836 tys. złotych (audytowane sprawozdania Electus SA, opinia bez zastrzeżeń, z notą wyjaśniającą dotyczącą stosowania metodę według kosztu zamortyzowanego w sposób uproszczony). Ponieważ całość ceny zapłaconej za aktywa netto wyniosła 442 682 tys. złotych (131 571 + 311 106), to pomijając korekty konsolidacyjne (w szczególności wycenę godziwą, różnice czasowe) wielkość potencjalnie nabytej straty w wyniku przejęcia wyniosłaby 408 026 tys. zł (442 862 – 34 836), co odpowiadałoby za połowę skumulowanej luki płynnościowej i wynikowej na poziomie grupy i podmiotu dominującego. Wobec powyższego pierwotnym zaczynem problemów płynnościowych podmiotu nadzorowanego była decyzja grupowa, której zakres nie podlegał weryfikacji nadzorcy.

Podmiot od 2005 roku do dnia zgłoszenia wniosku o upadłość, korzystał z usług tego samego podmiotu rewidentckiego. W okresie od 2005 do 2012 roku, zarówno na bazie skonsolidowanej jak i na bazie jednostkowej wszystkie opinie były opiniami niemodyfikowanymi. Przy czym, w roku 2008 w opinii jednostkowej IDM SA rewident bez zgłoszenia zastrzeżenia do prawidłowości i rzetelności zbadanego sprawozdania wskazał, iż sprawozdanie skonsolidowane może być podstawą do oceny sytuacji finansowej i majątkowej spółki. W opinii za rok 2011, na bazie skonsolidowanej i jednostkowej zostało zawarte wyjaśnienie bez

kwalifikacji sprawozdań o tym, iż: a) zarząd podejmuje działania dotyczące płynności oraz regulowania zobowiązań i przedterminowego wykupu obligacji, które wpływają na założenie o dalszym kontynuowaniu działalności; b) uznania skuteczności prawnej warunkowego podwyższenia kapitału; c) ustanowionych zabezpieczeniach na aktywach grupy. Natomiast w roku 2014 rewident odmówił wydania opinii biegłego rewidenta.

Na dzień 31 grudnia 2010 roku, DM IDMSA spełniał obowiązujące go normy adekwatności kapitałowej na poziomie jednostkowym i skonsolidowanym. Podmiot wykazał niespełnienie wymogu kapitałowego na poziomie skonsolidowanym w 2011 roku. Wartość kapitału nadzorowanego (170 580 tys. zł, podczas gdy poziom wymogu wewnętrznego wynosił 194 789 tys. zł). Ilość przekroczeń poziomu nadzorowanych kapitałów w na poziomie jednostkowym w 2012 roku wynosiła 13. Na poziomie jednostkowym podmiot spełniał wymogi kapitałowe (sprawozdania finansowe, s. 27). Ilość przekroczeń poziomu skonsolidowanych nadzorowanych kapitałów w 2012 roku wynosiła 136 (sprawozdania skonsolidowane za 2012, s. 34). Liczba przekroczeń skonsolidowanego poziomu nadzorowanych kapitałów w 2013 roku – 1. W 2013 roku na dzień bilansowy i na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski IDM SA nie spełniał wymogów kapitałowych zarówno na poziomie skonsolidowanym jak i jednostkowym (sprawozdania skonsolidowane za 2013, s. 35; sprawozdania jednostkowe za 2013, s. 28).

Zgodnie z artykułem 98f ustawy o obrocie w przypadku niespełnienia wymogów kapitałowych KNF może między innymi (i) nakazać zmianę przez dom maklerski procedur, procesów, mechanizmów lub strategii w zakresie zarządzania ryzykiem, (ii) nakazać zastosowanie szczególnych zasad obliczania całkowitego wymogu kapitałowego lub dokonywania odpisów z tytułu utraty wartości aktywów lub zastosowania szczególnych zasad wyznaczania poziomu kapitałów nadzorowanych, (iii) nakazać ograniczenie rozmiaru prowadzonej przez dom maklerski działalności lub zmniejszenie sieci jednostek organizacyjnych domu maklerskiego (iv) i ostatecznie nałożyć na dom maklerski karę pieniężną w wysokości do 10% przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym.

Podstawowym problemem Grupy IDM SA było nabycie silnie przewartościowanego przedsiębiorstwa na szczycie wzrostu gospodarczego. Połączenie dwóch różnych modeli biznesowych tj. domu maklerskiego generującego krótkookresowe niskie marże, z kapitałochłonnym modelem skupu należności długookresowych (Electus SA) spowodowało zwiększenie ryzyka reputacji (Staszkiwicz 2014a), cyklu ekonomicznego oraz napięcia strukturalno-organizacyjnego wewnątrz grupy.

4.2. Dyskusja wyników

Upadłość IDM SA miała charakter ekonomiczny, czego podstawowymi powodami były błędy inwestycyjne grupy, asymetria modeli biznesowych wewnątrz grupy oraz niedojrzałość organizacyjna. Mechanizmy predykcyjne zostały zastosowane poprawnie i prawidłowo zgłosiły ostrzeżenia o niestabilności podmiotu. Asymetria w standardach sprawozdawczości

finansowej i ostrożnościowej była niwelowana wprowadzonym w 2009 roku obowiązkiem uzgodnienia sprawozdawczości ostrożnościowej z finansową (Staszkiwicz 2014b). W ramach sprawozdawczości finansowej wystąpiły asymetria rozpoznania luki płynności z luką dochodowości, przy czym wystąpienie tej drugiej wiąże się ze zmianą cyklu koniunkturalnego oraz błędnym finansowaniem aktywów długookresowych, krótkookresowymi zobowiązaniami (obligacjami). Reakcja rynku (notowania) podmiotu wskazują na próby podtrzymywania kursu transakcjami wewnętrznymi grupy jak i zastosowaniu kapitału warunkowego, przy czym odniesienie fundamentów do rynkowej wartości akcji wskazywało na istotne ryzyko utraty reputacji (Staszkiwicz 2011; Adamska, Dąbrowski 2010; Staszkiwicz 2012; Agata Adamska, Staszkiwicz 2014; Staszkiwicz 2013).

Wrażliwość procedur rewizyjnych względem dalszego trwania przedsiębiorstwa przejawiała się poprzez noty wyjaśniające w opinii biegłego na poziomie jednostkowym w roku 2008, a następnie na obu poziomach w roku 2012 poprzedzającym odmowę wydania opinii do sprawozdania w roku 2014 tuż przed wystąpieniem zarządu do sądu z wnioskiem o upadłość. Wskazuje to na niską zdolność predykcijną rewizji finansowej dla celów nadzoru, co potwierdza wcześniejsze badania (Staszkiwicz 2013). Jako główne przyczyny niskiej predykcyjności należy wskazać: i) rozłożenie akcentów rewizyjnych (odbiorcą jest właściciel) ii) test na zdolność do dalszej kontynuacji działalności. Test na zdolność dalszego kontynuowania działalności, co do zasady jest przeprowadzany w perspektywie kolejnych sprawozdań w przeciwieństwie do testów/modeli diagnostycznych proponowanych przez min. E. Altmana czy E. Mączyńską obejmujących trzyletni horyzont (Mączyńska, Zawadzki 2006; Altman 1968). W ramach zakreślonych standardów system rewizji finansowej zadziałał poprawienie. Jednakże system ujawnień okazał się bardziej adekwatny dla celów monitorowania zarządzania ryzykiem grupy.

Działalność nadzoru była spóźniona. O ile sygnały o przekroczeniu o przekroczeniu wymogów kapitałowych zostały wygenerowane w roku 2012 o tyle reakcja formalna KNF nastąpiła w roku 2013 (wrzesień) i 2014 (kwiecień – grupa). Nie zidentyfikowano innych decyzji administracyjnych w domenie publicznej. KNF zastosował sankcje finansowe, które nie chroniły aktywów podbilansowych, a przeciwnie – prowadziły do budowania oczekiwań racjonalnych na rynku o zagrożeniu finansowym grupy. Zastosowane sankcje przypominają „gaszenie pożaru benzyną”. O ile decyzje z punktu widzenia formalnego nie wskazują na popełnianie błędów, o tyle aspekty ekonomiczne budzą wątpliwość, a zwłaszcza ich celowości. W celu ochrony pozycji podbilansowych nadzorca mógł wskazać szczególne procedury zarządzania ryzykiem lub zmienić zakres prowadzonej działalności przez grupę (por. 98f ustawy o obrocie). Argumentem przemawiającym na korzyść nadzorca było wyłączenie z masy upadłości aktywów klienckich oraz środków pieniężnych w rachunkach klientów. Tenże mechanizm jednakże dotyczy bezpośrednio inwestorów kwalifikowanych i aktywów obrotu publicznego i zdematerializowanego. W przypadku grupy realizującej

strategie poza rynkiem regulowanym ryzyko pozycji podbilansowej wzrastało³. Mechanizm wyjęcia aktywów z masy upadłościowej jednak nie zabezpieczał możliwej defraudacji aktywów jak w przypadku WGI.

O ile podobna upadłość (poza rynkiem nadzorowanym) AmberGold doprowadziła do istotnych strat majątkowych o tyle upadłość IDM SA niekoniecznie spowodowała podobne straty w przestrzeni relacji z klientami. Regresy AmberGold oscylują wokół kwoty 600 milionów złotych, przy czym ekspozycja podbilansowa IDM SA przed zgłoszeniem wniosku o upadłość wynosiła w przybliżeniu 4 miliardy złotych. W sytuacji świadomej defraudacji aktywów klientów przez zarząd, Skarb Państwa i uczestnicy rynku byłiby narażeni na nieproporcjonalne ryzyko, któremu wydawanie decyzji penalizujących podmiot rządu 6 milionów złotych nie mogło skutecznie przeciwdziałać. Zarówno dla IDM SA jak i AmberGold źródłem ryzyka były transakcje niemonitorowane, dokonywane niejako na zewnątrz obszaru nadzoru publicznego. Ponieważ KNF nie ma właściwości poza obszarem reglamentowanym, to przekazywanie informacji o możliwości popełnienia przestępstwa do organów ścigania kończy udział nadzorca w procesie. Podobna sytuacja ma miejsce w stosunku do transakcji ze stronami powiązаныmi i niefinansowymi uczestnikami grup kapitałowych, gdzie właściwość ingerencyjna nadzorca (wraz z całym instrumentarium ujawnieniowo-ostrożnościowym) jest ograniczona. Aby przeciwdziałać takiej izolacji zachowań należałoby wyposażyć KNF w zdolność stwierdzenia własnej właściwości dla podmiotów nienadzorowanych (w formie zaskarżalnej decyzji). Taki zabieg spowodowałby, z jednej strony ograniczenie przestrzeni instytucji para-finansowych, z drugiej strony skoncentrowałby istotną władzę w jednej instytucji.

W ramach badania została testowana hipoteza, iż: upadłość maklerskiej grupy kapitałowej nie ma wpływu na utratę aktywów klientów. W świetle stwierdzonych faktów nie uzyskano jednoznacznej falsyfikacji hipotezy. Pomimo ustawowego zabezpieczenia masy upadłościowej o aktywa klienckie na rachunkach inwestycyjnych i środki pieniężne klientów na rachunkach bankowych, to struktura zabezpieczeń systemowych nie chroniła przez działalnością niezgodną z prawem oraz nie chroniła aktywów na rynku niepublicznym. W konsekwencji ryzyko utraty aktywów publicznych jest niskie zaś niepublicznych wysokie.

Niniejsze badanie zostało oparte o dane dostępne w domenie publicznej, wobec powyższego informacje szczególnie przekazywane w ramach relacji nadzorca-podmiot, sprawozdawczość ostrożnościowa oraz akta postępowania upadłościowego, na tym etapie badania nie podlegały analizie. Dodatkowe informacje o stanie faktycznym mogłaby wpłynąć na sformułowanie wniosków i ocenę wyników.

³ Szczególny przejaw takiego ryzyka występuje w przestrzeni internetowych platform wymiany walut (Forex), aczkolwiek dyskusja tego aspektu wymaga oddzielnych badań.

Uwagi końcowe

Celem artykułu było dokonanie opisu wpływu ryzyka makroekonomicznego i systemowego na kondycję finansową podmiotów nadzorowanych oraz klientów firm inwestycyjnych. Celem szczegółowym była ocena poziomu ochrony wiarygodności podbilansowych firmy inwestycyjnej w sytuacji zagrożenia wymogu kapitałowego.

W ramach badania zgromadzono materiał faktograficzny wskazujący na to, iż w mieszanych modelach nadzorowanych grup kapitałowych mechanizmy sprawozdawcze i rewizyjne działają poprawnie, jednakże reakcje formalne nadzorcze są spowolnione. System nadzorczy ostrożnościowy jest wrażliwy na zmianę cyklu koniunkturalnego. Zidentyfikowano lukę ochrony aktywów klienckich w przypadku prowadzenia transakcji na rynkach nienadzorowanych i niezdematerializowanych.

Zaproponowano wyposażenie KNF w instrument ustanowienia właściwości nadzorczej z urzędu.

Analizowany przypadek na gruncie prawa i gospodarki polskiej, aczkolwiek jego implikacje mogą wpłynąć na proponowany kształt i mechanizm nadzoru transgranicznego.

Załącznik 1

Sytuacja finansowa podmiotu i grupy kapitałowej IDM SA

Pozycja finansowa IDM SA i grupy IDM SA (dane w tys. zł) w latach 2005 do 2013

| Rok | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------|-----------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| Aktywa | 96 240 | 889 246 | 760 429 | 1 157 394 | 828 529 | 1 056 488 | 862 808 | 344 542 | 256 628 |
| Środki pieniężne | 60 121 | 696 171 | 77 506 | 464 135 | 66 256 | 119 668 | 71 790 | 35 527 | 44 575 |
| Zob. krótkoterm. | 56 785 | 704 555 | 136 014 | 516 124 | 187 937 | 362 651 | 311 033 | 195 381 | 180 151 |
| Kap akcyjny | 7 650 | 9 069 | 10 909 | 10 909 | 21 818 | 21 818 | 21 818 | 63 483 | 63 483 |
| Kapitał własny | 38 756 | 173 508 | 609 392 | 612 004 | 619 258 | 650 729 | 456 374 | 131 714 | 53 865 |
| Pozabilansowe zob. | 966 453 | 2 191 927 | 2 032 232 | 4 088 011 | 2 941 388 | 4 106 806 | 3 808 241 | 3 878 480 | 4 002 212 |
| Wynik netto | 9 577 | 28 749 | 125 595 | -108 444 | 21 712 | 27 795 | -180 473 | -381 074 | -77 850 |
| Przeplwyw pieniężne | 32 000 | 636 050 | -231 869 | -386 629 | -11 250 | 53 412 | -47 878 | -36 263 | 9 048 |
| Data opinii | 2006-03-15 | 2007-06-11 | 2008-04-21 | 2009-04-28 | 2010-04-30 | 2011-04-30 | 2012-04-28 | 2013-04-30 | 2014-05-07 |
| Typ opinii | Bez modyfikacji | | | Z nota | Bez modyfikacji | | | Z nota | Odmowa |
| Rewident | Mazars | | | | | | | | |
| Wymogi ujawnienie | nd | nd | nd | nd | nd | Spelnia | Spelnia* | Spelnia | Niespelnia |
| Liczba przekroczeń | nd | nd | nd | nd | nd | 0 | bd | 13 | 1 |

cd. załącznika 1

| Rok | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------|---------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Aktywa | 96 332 | 1 003 340 | 940 999 | 1 312 008 | 1 031 772 | 1 290 326 | 1 112 472 | 525 474 | 289 030 |
| Środki pieniężne | 60 291 | 701 394 | 466 198 | 79 775 | 74 837 | 136 063 | 89 541 | 90 842 | 44 296 |
| Zob. krótkoterm. | 56 985 | 798 862 | 278 758 | 632 330 | 297 429 | 470 221 | 430 520 | 341 963 | 182 807 |
| Kap akcyjny | 7 650 | 9 069 | 10 909 | 10 909 | 21 818 | 21 818 | 21 818 | 63 483 | 63 483 |
| Kapitał własny | 38 660 | 191 122 | 631 590 | 628 506 | 663 596 | 721 613 | 458 117 | 129 680 | 55 672 |
| Pozabilansowe zob. | 966 453 | 2 191 927 | 2 032 232 | 4 088 011 | 2 941 388 | 4 106 806 | 3 808 241 | 3 878 480 | 4 002 212 |
| Wynik netto | 9 528 | 29 400 | 139 582 | -102 407 | 40 890 | 42 616 | -262 335 | -385 004 | -73 079 |
| Przeptywy pieniężne | 53 877 | 641 089 | -235 196 | -386 423 | -4 938 | 61 226 | -46 522 | -44 676 | 1 431 |
| Data opinii | bd | 2007-06-14 | 2008-04-21 | 2009-04-28 | 2010-04-30 | 2011-04-30 | 2012-04-28 | 2013-04-30 | 2014-05-07 |
| Typ opinii | bd | Bez modyfikacji | | | | | | Z notą | Odmowa |
| Rewident | bd | Mazars | | | | | | | |
| Wymogi ujawnienia | nd | nd | nd | nd | nd | Spełnia | Spełnia* | Spełnia | Niespełnia |
| Liczba przekroczeń | nd | nd | nd | nd | nd | 0 | bd | 136 | 1 |

nd – nie dotyczy.

bd – brak danych.

* Brak ujawnienia poziomu wynogu wewnętrznego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.idmsa.pl, Monitor Polski B, Lex omega, raportów bieżących IDM SA.

Literatura

- Adamska A. (2013). Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości jako narzędzie w walce o kontrolę nad spółką publiczną. W: A. Adamska, E. Mączyńska, red. *Upadłości bankructwa i naprawa przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*. Warszawa: Oficyna Wyd. SGH,
- Adamska A., Dąbrowski, T. (2010). Zarządzanie ryzykiem reputacji w banku. *Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, 1 (2).
- Adamska A., Staszkiwicz P. (2014). Authorized capital as risk management tool in emerging economy. Case of Poland. *Folia Oeconomica*, 1 (310).
- Altman E.I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 23 (4).
- Altman E.I. i in. (2005). The link between default and recovery rates: Theory, empirical evidence, and implications. *Journal of Business*, 78 (6).
- Aluchna M. (2008). Oszustwa korporacyjne (część I) Geneza, skala i zagrożenia. *Studia i prace Kolegium Zarządzania* 86.
- Antonowicz P., Szreder P. (2013). Spektakularne upadłości przedsiębiorstw FMCG w Polsce w 2012 r. na przykładzie wybranych podmiotów Grupy Kapitałowej BOMI SA. *Journal of Management and Finance*, 11 (1/3).
- Basiaga R. (2012). Modele upadłości firm na podstawie kondycji finansowo-ekonomicznej: PKN ORLEN i Grupy Kapitałowej LOTOS SA.
- Czyżycki R. (2013). Marka instytucji finansowych a jakość udzielanych rekomendacji giełdowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* 31 (776).
- Dec P. (2013a). Aneks efektywności procesów upadłościowych i naprawczych. W: E. Mączyńska, red. *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*. Oficyna Wydawn. Szkoły Głównej Handlowej.
- Dec P. (2013b). Restrukturyzacja General Motors – odrodzenie światowego lidera przemysłu motoryzacyjnego. W: *Upadłości bankructwa i naprawa przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*.
- Dec P. (2010). Statystyki upadłości w Polsce i na świecie – lata 1997–2010. W: E. Mączyńska, red. *Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*. SGH-Oficyna Wydawnicza.
- Holda A. (2010). Perspektywy rozwoju modeli ostrzegających przed upadłością. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 56 (112).
- Iwanicz-Drozdowska M. (2007). Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie. *Bank i Kredyt*, 1.
- Kałużny R. (2010). Przydatność sprawozdań finansowych banków w ocenie zagrożenia ryzykiem utraty płynności finansowej i upadłości. *Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*, 155.
- Kisielinska J. (2008). Panelowe klasyfikacyjne modele upadłości ekonomicznej gospodarstw rolniczych. *Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. Problemy Rolnictwa Światowego*.
- Krysiak Z. (2011). Podatek za emisję ryzyka jako mechanizm stabilizacji systemu finansowego. *Bezpieczny Bank*, 1 (43).
- Mączyńska, E. (2009). Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska, czy druga szansa.
- Mączyńska E. Zawadzki M. (2006). Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw. *Ekonomista*, 2.
- Michalski T. (2007). Konglomeraty finansowe. W: M. Iwanicz-Drozdowska, red. *Ryzyko w konglomeratach finansowych*. Warszawa: PWE.
- Nocalski B., Midziak W. (1998). Przykłady uregulowań prawnych funkcjonowania grup kapitałowych w krajach europejskich. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Administracji i Biznesu w Gdyni*.
- Pawłowicz L. (2013). Europejski resolution fund. *Zarządzanie i Finanse*, 4 (4).
- Prusak B. (2005). *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*. Warszawa: Centrum Doradztwa i Informacji Difiin.
- Staszkiwicz P. (2014a). Dynamika upadłości. W: E. Mączyńska, red. *Bankructwa przedsiębiorstw*. Warszawa: SGH-Oficyna Wydawnicza.
- Staszkiwicz P. (2001). Konsolidacja udziałów wzajemnych. *Rachunkowość*.
- Staszkiwicz P. (2013). Mechanizm wczesnego ostrzegania firm inwestycyjnych. W: O. Martyniuk, M. Jerzemowska, red. *Zarządzanie i Finanse*, 2 (2).
- Staszkiwicz P. (2012). Model for reputational risk for subsidiaries of non-public group with reciprocal shareholding. W: J. Harasim, J. Cichy, red. *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania*. Katowice: Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.
- Staszkiwicz P. (2013). *PKB a upadłość*.

- Staszkiwicz P. (2011). Ryzyko struktury. Szkic koncepcyjny. W: K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, red. *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia - tendencje światowe a rynek polski*.
- Staszkiwicz, P. (2014b). *Sprawozdawczość ostrożnościowa i finansowa firm inwestycyjnych*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Staszkiwicz P. (2013). Verification of the disclosure lemma applied to the model for reputation risk for subsidiaries of non-public group with reciprocal shareholding on Polish broker-dealers market W: K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, red. *Prace Naukowe Uniwersytet Ekonomicznego we Wrocławiu*, 323.
- Walczak M. (2011). Analiza „sugestii inwestycyjnych” ekspertów domów maklerskich pod kątem efektywności dywersyfikacji branżowej portfeli. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu*, 25.
- Wędzki D. (2000). Problem wykorzystania analizy wskaźnikowej do przewidywania upadłości polskich przedsiębiorstw-studium przypadków. *Bank i Kredyt*, 5.
- Wędzki D. (2008). Przepływy pieniężne w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstwa. Przegląd literatury. *Badania operacyjne i decyzje*.
- Wędzki D. (2005a). Wielowymiarowa analiza bankructwa na przykładzie budownictwa. *Badania Operacyjne i Decyzje*, 2.
- Wędzki D. (2005b). Zastosowanie logitowego modelu upadłości przedsiębiorstw. *Ekonomista*, 5.

CLIENTS ASSETS PROTECTION AT INVESTMENT COMPANY FAILURE

Abstract: *Purpose* – assessment of the macroeconomic and systematic risk on off balance sheet assets of investment company.

Design/methodology/approach – IDM SA group failure case study.

Findings – supervision action was late.

Originality/value – findings allows claiming the enhancement of the Polish Financial Supervision Authority power.

Keywords: investment companies; failure, capital requirements; supervision

Cytowanie

- Staszkiwicz P. (2016). Ochrona wiarytelności klienckich a upadłość firmy inwestycyjnej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 625–638. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-55.