



<https://doi.org/10.31743/ppe.17090>

Marek Wierzbowski

Konsument na rynku kapitałowym

Consumer on Capital Market

Wprowadzenie

Ochrona konsumenta i ochrona inwestora to istotny fragment publicznego prawa gospodarczego. Rynek kapitałowy jest źródłem finansowania największych przedsięwzięć gospodarczych i od jego stanu zależy możliwość pozyskiwania przez przedsiębiorców kapitału na inwestycje. Powstaje jednak pytanie: jak daleko może sięgać ochrona inwestora oparta na zasadach ochrony konsumentów na rynku kapitałowym. Mamy tam bowiem rozległe przepisy krajowe i unijne dotyczące ochrony podmiotów inwestujących na rynku kapitałowym. Przy tym inwestorem jest każdy, kto inwestuje, natomiast grono inwestorów uznanych za takich spośród konsumentów jest ograniczone do grupy osób fizycznych inwestujących poza prowadzoną działalnością gospodarczą; definicje konsumenta w tych przypadkach różnią się od siebie (Dybiński, 2016; Nadolska, 2019; Osajda, 2021).

1. Dylematy terminologiczne: konsument i inwestor

W Polsce określanie inwestorów mianem konsumentów spowodowało niepokój na rynku kapitałowym. Pojawiły się bowiem obawy, że zasady właściwe ochronie konsumentów będą się odnosić do klientów instytucji finansowych będących osobami fizycznymi. Tradycyjnie w przepisach dotyczących rynku kapitałowego nie sięgano po rozwiązania przyjęte przy ochronie konsumentów. Przykładowo polskie ustawy: z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej

i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Tekst jedn. Dz. U. z 2024 r. poz. 620) lub z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Tekst jedn. Dz. U. z 2024 r. poz. 722) w ogóle nie stosują słowa „konsument”. Podobnie ten termin nie został użyty w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 1–61), które posługuje się pojęciem „inwestor” („racjonalny inwestor”).

Od pewnego czasu w dokumentach dotyczących rynku kapitałowego termin „konsument” występuje niemal wymiennie z terminem „inwestor” czy „inwestor detaliczny” (zob. np. European Securities and Markets Authority [ESMA], 2022). W niektórych dokumentach ESMA (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych) słowa „inwestor detaliczny” (*retail investor, individual investor*) zostały zastąpione słowem „konsument”, choć nie każdy inwestor indywidualny będzie konsumentem według przyjętej terminologii¹. Jednocześnie np. załącznik 2 do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 349–496, dalej: MiFID II)² wśród klientów wylicza „profesjonalnych klientów”, których uznaje się za branżowych. Wskazuje też kategorie klientów, których na życzenie można traktować jako profesjonalnych. Zaliczenie klienta do jednej z tych kategorii skutkuje różnym stopniem ochrony i obowiązków firmy inwestycyjnej – kontrahenta inwestora. Spotykamy też rozróżnienie inwestorów, np. na inwestorów doświadczonych i niedoświadczonych, przy czym każdej z tych kategorii przypisany jest inny poziom środków ochrony (zob. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego

¹ Zob. np. ESMA, 2021, s. 32 i nast. Tytuł rozdziału w tym dokumencie poświęconym kwestii zachowań inwestorów indywidualnych brzmi „Consumers”, choć w jego treści wymiennie ze słowem „konsument” używa się *retail investor* lub po prostu *investor*.

² Zastąpiła ona wcześniej obowiązującą dyrektywę MiFID z dnia 21 kwietnia 2004 r. (Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1–44) i wprowadziła istotne modyfikacje w stosunku do wcześniej obowiązujących ram prawnych regulujących świadczenie usług inwestycyjnych i funkcjonowanie rynków finansowych (mBank S.A., b.r.).

dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937, Dz. Urz. UE L 347 z 20.10.2020, s. 1–49).

Długo przetwarzany wniosek o wydanie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniającego dyrektywę (UE) 2019/1937 (COM/2020/593 final) posługuje się terminami „inwestor kwalifikowany” i „konsument”. Ten ostatni termin oznacza każdą osobę fizyczną, która działa w celach innych niż działalność handlowa, gospodarcza, rzemieślnicza lub związana z wykonywaniem wolnego zawodu (zob. art. 3 pkt 20 i 28 rozporządzenia). Mamy więc szeroką gamę terminów na określanie klientów instytucji finansowych, przy czym zakwalifikowanie ich do jednej z kategorii skutkuje różnicowanym poziomem przysługującej im ochrony.

Z punktu widzenia prawa polskiego i definicji „konsumenta” zawartej w Kodeksie cywilnym (Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, tekst jedn. Dz. U. z 2023 r. poz. 1610 z późn. zm., dalej: k.c.) duża część inwestorów, którzy byliby zaliczeni do grupy inwestorów kwalifikowanych czy inwestorów doświadczonych, zaklasyfikowana by była również do kategorii konsumentów, bez zwracania uwagi na fakt, że przepisy przyznają inwestorom kwalifikowanym znacznie mniejszy stopień ochrony niż inwestorom detalicznym, których łatwiej zaliczyć do konsumentów. W Polsce zgodnie z art. 22¹ k.c.: „Za konsumenta uważa się osobę fizyczną dokonującą z przedsiębiorcą czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową”.

2. Skutki prawne regulacji na polskim rynku kapitałowym

W Polsce rozciągnięcie pojęcia „konsument” na inwestorów spowodowało niepokój na rynku kapitałowym, pojawiły się bowiem obawy stosowania zasad właściwych ochronie konsumenta na klientów instytucji finansowych będących osobami fizycznymi. Ochrona konsumenta cieszy się uznaniem wśród polityków oraz w środowiskach sędziowskich jako działanie społecznie pożądane i przynoszące pozytywny odbiór społeczeństwa. W przypadku rynku kapitałowego stosowanie przepisów dotyczących ochrony konsumentów może tworzyć zupełnie nowe problemy. Każda niemal inwestycja obciążona jest ryzykiem. To zaś wywołuje obawy po stronie instytucji finansowych, że w przypadku nieudanej inwestycji ich klient zacznie dochodzić odszkodowania jako konsument, którego prawa zostały naruszone poprzez sprzedaż produktu finansowego, który nie przyniósł zakładanych zysków. Rynek kapitałowy nie może istnieć bez ryzyka związanego z podejmowanymi decyzjami inwestycyjnymi. Obawy władz państwowych przed

tym ryzykiem i reakcją inwestorów konsumentów nie powinny hamować rozwoju rynku kapitałowego, a w szczególności wprowadzania nowych produktów³.

Znaczna liczba zawodowych graczy giełdowych działa bezpośrednio jako osoby fizyczne. W tej sytuacji, niezależnie od tego, jakimi środkami obracają, spełniają oni pierwszy element definicji konsumenta – są osobami fizycznymi. Pojawia się pytanie co do drugiego kryterium – niezwiązania czynności z działalnością gospodarczą lub zawodową. Inwestorzy indywidualni działają zwykle bezpośrednio na rynku kapitałowym, nie tworzą w tym celu żadnej jednostki organizacyjnej. Wszystko, co trzeba zrobić celem podjęcia działalności zarobkowej na rynku kapitałowym, to otwarcie rachunku w domu maklerskim. Sądy przyjmują, że skoro osoby te nie są wpisane do Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej (CEIDG), to nie są przedsiębiorcami, a inwestycje giełdowe nie są elementem ich działalności gospodarczej.

3. Stanowiska doktryny i judykatury

W orzecznictwie i literaturze przedmiotu pojawia się kwestia traktowania działalności inwestycyjnej na rynku kapitałowym przez osoby fizyczne w kategorii oszczędzania lub inwestowania oszczędności. Jest to niezrozumienie zasadniczej różnicy pomiędzy oszczędzaniem i inwestowaniem (Wierzbowski, 2022, s. 6 i nast.). Przykładem może być jeden z wyroków, w którym uznano, że inwestor nie zajmował się zawodowo działalnością giełdową, tylko była to forma oszczędzania, choć w jednym roku przeprowadził łącznie 1219 transakcji na Giełdzie Papierów Wartościowych, a w dniu składania zeznań w sądzie miał tam zainwestowaną kwotę około 24 mln złotych (Wyrok SN, 2019, I CSK 587/17). Niestety jeszcze dalej idzie zawarta w wyroku teza, że: „[...] inwestowanie określonych środków finansowych na giełdzie papierów wartościowych stanowi alternatywę dla lokowania ich na rachunkach bankowych lub lokatach długoterminowych w instytucjach bankowych [...]” (Wyrok SN, 2019, I CSK 587/17).

Oszczędzanie w bankach cechuje daleko idąca ochrona depozytów stworzona poprzez system nadzoru nad bankami i Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Natomiast inwestowanie na giełdzie obarczone jest ryzykiem, przed którym nikt nie zabezpiecza, a o którym inwestorzy są informowani już w prospektach, gdzie jeden z fragmentów obowiązkowo poświęcony jest czynnikom ryzyka inwestycji.

³ W Stanach Zjednoczonych Ameryki powołano specjalną agencję Consumer Financial Protection Bureau mającą chronić konsumentów na rynkach finansowych.

Inwestowanie nie jest więc oszczędzaniem, a zupełnie innym rodzajem działalności. Inwestując na giełdzie, inwestor podejmuje ryzyko (włącza się w działalność gospodarczą emitenta), które w skrajnych przypadkach może prowadzić do całkowitej utraty kwot zainwestowanych, przed czym nie mamy żadnej ochrony. Ryzyko inwestycji giełdowej w jakimś stopniu równoważy perspektywa zysków wyższych niż w przypadku lokat bankowych.

Rozciąganie na indywidualnych inwestorów ochrony przysługującej konsumentom może pociągać za sobą próby stosowania przepisów dotyczących ochrony konsumenta do ochrony inwestorów na rynku kapitałowym. Trzeba jednak uwzględnić fakt, że przepisy dotyczące rynku kapitałowego przewidują inny system ochrony inwestorów niż system ochrony przewidziany dla konsumentów.

Ochrona na rynku kapitałowym polega przede wszystkim na zagwarantowaniu, że inwestor otrzyma rzetelne i pełne informacje o nabywanych produktach lub świadczonych usługach. Służyć ma temu obowiązek sporządzenia i publikacji, a niekiedy także zatwierdzenia, wystandaryzowanych dokumentów informacyjnych, a także ocena wiedzy i adekwatności, jak również obowiązek zawierania umów na piśmie czy obowiązek szerokiego informowania o zasadach świadczenia usług. W zależności od tego, z jakim investorem mamy do czynienia, inaczej będą kształtowane też obowiązki dotyczące dostarczania inwestorowi informacji. Ujmując to jak najprościej – inwestor detaliczny, czyli ten najbardziej zbliżony do konsumenta, ma być chroniony mocniej, jemu musimy obligatoryjnie przedstawić dokument informacyjny. W przypadku inwestora kwalifikowanego czy profesjonalnego obowiązki informacyjne są ograniczone (np. można nie sporządzać prospektu). Każdorazowo jest to jednak wyraźnie określone w regulacjach. Inwestor, dysponując odpowiednią wiedzą, powinien samodzielnie podejmować decyzje co do inwestycji i tym samym zmierzenia się z nieuchronnym ryzykiem.

W zakresie ochrony konsumenta poddaje się ocenie dokumenty sporządzane w związku z oferowaniem produktu lub usługi, przy czym sprawdza się istnienie tzw. klauzul abuzywnych. W przypadku inwestycji na rynku kapitałowym duża część dokumentów przeszła już proces weryfikacji w Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) czy w sądzie rejestrowym i jest przedmiotem kontroli KNF. Nie ma więc żadnych powodów, aby były poddawane wtórnej kontroli z punktu widzenia prawa konsumenckiego.

Tu pojawia się także pytanie: w jakich przypadkach i jakie dokumenty można badać, np. pod kątem istnienia klauzul abuzywnych. W jednym z głośnych wyroków Sąd Apelacyjny w Warszawie przyjął, że kontroli podlega statut funduszu inwestycyjnego (Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie, 2020, I ACa 263/19).

Jest to dość kontrowersyjny pogląd. Teoretycznie takiej samej kontroli mógłby podlegać statut spółki publicznej – przecież również jest umową. Ale już objęcie szczególną ochroną tylko inwestorów indywidualnych jako konsumentów może być sprzeczne z zasadami prawa handlowego, w tym z zasadą dotyczącą równych praw akcjonariuszy. Uznanie pewnych postanowień statutu czy postanowień innych dokumentów (np. prospektu) za niewiążące konsumenta, ale wiążące innych inwestorów, wydaje się sprzeczne z tą zasadą.

Niejednokrotnie zupełnie pomija się oświadczenia składane przez klientów dotyczące zapoznania się z przedstawionymi informacjami. Innymi słowy, firma inwestycyjna i/lub emitent ponoszą koszty sporządzenia dokumentów (czy to warunków emisji obligacji, prospektu, propozycji nabycia itd.), inwestor składa oświadczenie, że się z nimi zapoznał, że je rozumie. Następnie jednak inwestor, powołując się na ochronę konsumencką, może twierdzić, że co innego było mu mówione – pewne informacje inaczej były przedstawiane ustnie. Ostatecznie udziela się ochrony, ale obciążenia administracyjne w postaci sporządzania dokumentów informacyjnych i przeprowadzania ankiet adekwatności nie znikają. Jaki jest jednak ich cel, skoro inwestor, powołując się na przepisy o ochronie konsumentów, może zakwestionować swoje wszystkie oświadczenia, w których stwierdza, że przedstawiono mu wszystkie informacje, że są one mu znane i że godzi się z ryzykiem.

Rozszerzenie zakresu ochrony konsumenckiej na rynku kapitałowym może prowadzić do pewnych paradoksów. Zgodnie z MiFID II klienta indywidualnego na jego życzenie można uznać za klienta profesjonalnego, o ile spełni określone tam wymogi. Wówczas taki klient na gruncie regulacji MiFID II podlega słabszej ochronie, w tym ograniczone są obowiązki informacyjne. Zgodnie z zapatrywaniami przedstawionymi w orzecznictwie Sądu Najwyższego spełnienie tych wymogów byłoby niewystarczające, by uznać tego samego klienta za przedsiębiorcę. Byłby zatem dla firmy inwestycyjnej jednocześnie klientem profesjonalnym i konsumentem. Byłaby to sprzeczność prowadząca do powstania wątpliwości: jaki zakres ochrony winien tu znaleźć zastosowanie.

Rozważając ochronę inwestorów kwalifikowanych jako konsumentów, trzeba wziąć pod uwagę kilka szczególnych cech działań na rynku kapitałowym. Po pierwsze, dom maklerski, pośrednicząc w nabywaniu instrumentu finansowego, ma ograniczone możliwości udzielania informacji o cechach tego instrumentu, a także o celowości jego nabycia. Mianowicie zezwolenie dla domu maklerskiego obejmujące oferowanie instrumentów finansowych nie upoważnia do świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego, co wymaga odrębnego zezwolenia. Stawia to

domy maklerskie w radykalnie różnej sytuacji w porównaniu ze sprzedawcami jakichkolwiek innych dóbr.

Po drugie, cechą działalności inwestycyjnej są często inwestycje w bardzo ryzykowne instrumenty finansowe, z czym zazwyczaj wiąże się perspektywa wyższych zysków, jeżeli inwestycja okaże się udana. Nie ma żadnych prawnych ani ekonomicznych powodów, aby odciągać inwestorów od świadomego dokonywania ryzykownych inwestycji. Jest to zupełnie inne gospodarczo przedsięwzięcie niż nabycie jakiegokolwiek dobra użytkowego czy wpłata na rachunek oszczędnościowy w banku. Nie ma żadnych powodów, aby wyższemu świadomemu ryzyku inwestycji towarzyszyła zwiększona ochrona inwestora.

Zakończenie

Na tle tych rozważań powstaje pytanie: na ile inwestorzy giełdowi mogą korzystać z ochrony konsumenckiej i w jakich przypadkach. Dyrektywa konsumencka wyłącza jej stosowanie do umów dotyczących usług finansowych. Zrobiono to celowo. Specyfika inwestycji na rynku kapitałowym oznacza, że ta ochrona w zakresie działalności inwestycyjnej musi wyglądać inaczej.

Wydaje się, że tam, gdzie regulacje prawa rynku kapitałowego wyznaczają standard ochrony poprzez obowiązek udzielenia informacji, a dodatkowo wprowadzają zabezpieczenia dotyczące wykonania tych obowiązków, nie ma miejsca na stosowanie wprost ogólnych regulacji o ochronie konsumentów do oceny transakcji poddanej regulacji przepisów szczególnych. Takie stosowanie przepisów ogólnych wyłączałoby praktycznie przepisy szczególne, niwecząc ich efekt.

Przepisy przykładowo wymieniane powyżej różnicują status inwestorów na kilka kategorii i tym samym rozróżniają przyznany im zakres ochrony. Tymczasem traktując wszystkich inwestorów będących osobami fizycznymi jako konsumentów, podnosimy zakres ochrony. W efekcie dochodzi do rozbieżności pomiędzy przyjętymi w Unii Europejskiej (UE) standardami ochrony a rozwiązaniami polskimi. Od dawna trwają w Europie starania o ujednoczenie zasad funkcjonowania rynku kapitałowego. Tendencji unifikacyjnej służy wzmożona działalność regulacyjna na poziomie UE i od niej nie powinniśmy odchodzić. Wszyscy inwestorzy mają obecnie wielką łatwość inwestowania na różnych rynkach. W sytuacji gdy na jednym z rynków mamy odmienne zasady ochrony inwestorów, rynek taki będzie omijany zarówno przez samych inwestorów, jak i przez firmy inwestycyjne. Te ostatnie będą bały się zwiększonego ryzyka

odpowiedzialności, konieczności analizowania odmienności systemu prawnego obowiązującego w danym kraju.

Z faktu przystąpienia do UE wynika obowiązek przestrzegania unijnych przepisów. Obawiam się, że rozciąganie ochrony konsumenckiej na inwestorów doświadczonych czy kwalifikowanych wepchnęłoby nasz rynek kapitałowy w obszar swoistego skansenu, gdzie obowiązują inne zasady niż w reszcie UE oraz który lepiej omijać, prowadząc działalność inwestycyjną.

W zakresie rynku kapitałowego powinny znajdować zastosowanie w pierwszym rzędzie przepisy szczególne dotyczące tego rynku. Zaś przepisy ogólne regulujące kwestię ochrony wszystkich konsumentów nie mogą ich zastępować. W praktyce oznacza to ograniczenie stosowania na tym rynku norm prawnych, które znalazłyby się w kolizji z przepisami szczególnymi dotyczącymi ochrony inwestorów.

Bibliografia

Akty prawne

- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, tekst jedn. Dz. U. z 2023 r. poz. 1610 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jedn. Dz. U. z 2024 r. poz. 722.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, tekst jedn. Dz. U. z 2024 r. poz. 620.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 1–61.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społeczno-ego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937, Dz. Urz. UE L 347 z 20.10.2020, s. 1–49.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1–44.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 349–496.

Orzecznictwo

Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 lipca 2019 r., I CSK 587/17, OSNC 2020, nr 3, poz. 33.
Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 15 września 2020 r., I ACa 263/19, LEX nr 3146594.

Pozostałe źródła

European Securities and Markets Authority. (2021). *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, 17 March 2021, No 1, 2021, ESMA50-165-1524. Pobrano z https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-524_trv_1_2021.pdf (20.06.2024).

European Securities and Markets Authority. (2022). *ESMA Warns Consumers of Risk of Significant Market Corrections*, 15 February 2022, ESMA71-99-1832. Pobrano z https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/pr_trv_1_2022.pdf (20.06.2024).

Komisja Europejska. (2020). Wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniające dyrektywę (UE) 2019/1937, Bruksela, dnia 24 września 2020 r., COM/2020/593 final.

mBank S.A. (b.r.). *Dyrektywa MiFID II – informacje ogólne*. Pobrano z <https://www.mbank.pl/pomoc/akty-prawne/dyrektywa-mifid/> (20.06.2024).

Literatura

Dybiński, J. (2016). Aktualne kierunki regulacji ochrony inwestora na rynku instrumentów finansowych. W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych* (s. 1320 i nast.). Seria: System Prawa Handlowego 4. Warszawa: Wydawnictwo C. H. Beck.

Nadolska, A. (2019). Konsument i klient na rynku usług finansowych. Problem z zakresu podmiotowego ochrony na rynku finansowym. W: J. Monkiewicz, E. Rutkowska-Tomaszewska (red.), *Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym* (s. 52–71). Warszawa: Wolters Kluwer Polska.

Osajda, K. (2021). Ochrona inwestora – konsumenta na rynku instrumentów finansowych (rynku kapitałowym). *Państwo i Prawo*, 4, 22–38.

Wierzbowski, M. (2022). Ochrona inwestora a ochrona konsumenta na rynku kapitałowym. *Przegląd Prawa Handlowego*, 5, 4–11.

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest traktowaniu inwestorów – osób fizycznych – jako konsumentów na rynku kapitałowym, co może skutkować objęciem ich ochroną przewidzianą dla konsumentów. W instytucjach finansowych budzi to obawy o możliwość przyznawania przez sądy inwestorom ochrony właściwej dla konsumentów, natomiast ochronie inwestorów poświęcone są odrębne przepisy i to one powinny znajdować przede wszystkim zastosowanie dla ochrony tej grupy uczestników obrotu finansowego. Inwestycje na rynku kapitałowym niosą za sobą ryzyko strat, które nie może być całkowicie usunięte lub przeniesione na instytucje finansowe. Ochrona inwestorów opiera się przede wszystkim na dostarczeniu im informacji o planowanych inwestycjach, pozostawiając im decyzje co do podjęcia ryzyka, z którym wiąże się dana inwestycja.

SŁOWA KLUCZOWE: inwestor, konsument, rynki kapitałowe, ochrona

Summary

The article is devoted to the legal aspects of treating investors (natural persons) as consumers. In financial institutions, this raises concerns about the possibility of courts granting investors the protection that is appropriate for consumers, whereas investor protection is addressed by separate legislation and it is this legislation that should primarily be applied to protect this group of financial participants. Investment in the capital market entails a risk of loss that cannot be entirely removed or transferred to financial institutions. Investor protection is based primarily on providing investors with information about their intended investments, leaving it up to them to decide on the risks involved.

KEYWORDS: investor, consumer, capital market, protection

Nota o autorze

Marek Wierzbowski – prof. dr hab., Uniwersytet Warszawski, Wydział Prawa i Administracji; radca prawny; główne obszary działalności naukowej: prawo i postępowanie administracyjne oraz publiczne prawo gospodarcze; e-mail: m.wierzbowski@wierzbowski.com; ORCID: 0000-0002-4980-0557.