UNIWERSYTET RZESZOWSKI
Kolegium Nauk Społecznych

Mirosław Mateusz Kalisiak

Zakres usług maklerskich w ujęciu publicznoprawnym

Rozprawa doktorska

Promotor: dr hab. Jan Olszewski prof. UR

Rzeszów, 2024

SPIS TREŚCI

SPIS TREŚCI 3
WYKAZ SKRÓTÓW 9
WSTĘP 20
I. POJĘCIA I PODSTAWOWE ZAGADNIENIA ZWIĄZANE Z ZAKRESEM USŁUG MAKLERSKICH 37
1. Regulacja zakresu usług maklerskich w systemie prawa 37
1.1. Prawo Unii Europejskiej 38
1.2. Publiczne prawo gospodarcze 40
1.3. Prawo rynku kapitałowego i rynek kapitałowy 41
1.4. Prawo rynku finansowego oraz prawo giełdowe 44
1.5. Przeplatanie się regulacji publicznoprawnej i prywatnoprawnej 45
1.6. Zakres usług maklerskich 49
2. Pojęcia wspólne dla usług maklerskich 50
2.1. Działalność maklerska, usługa maklerska, czynność maklerska 50
2.2. Natężenie działalności maklerskiej 56
2.3. Instrument finansowy, papier wartościowy, powiązanie usługi maklerskiej z instrumentem finansowym 62
2.4. Zlecenie (nabycia lub zbycia instrumentu finansowego) 73
3. Obowiązki firmy inwestycyjnej związane ze świadczeniem usług maklerskich 80
3.1. Obowiązek uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej 83
3.2. Polityka wykonywania zleceń, polityka działania w najlepszym interesie klienta oraz polityka alokacji 89
3.3. Normy mikro-ostrożnościowe (wymogi kapitałowe) 92
4. Wnioski do rozdziału I 96
II. GENEZA I DETERMINANTY ROZWOJU REGULACJI USŁUG MAKLERSKICH 102
1. Globalna ewolucja regulacji usług maklerskich 102
1.1. Uwagi wprowadzające oraz ramy czasowe ewolucji regulacji usług maklerskich 103
1.2. Zarys globalnych determinant rozwoju regulacji usług maklerskich 105
2. Rozwój regulacji usług inwestycyjnych w prawie Unii Europejskiej 108
2.1. Okres przed ISD i ISD 108

2.2. Prace nad nowym modelem regulacyjnym dla rynku kapitałowego: FSAP i Raport Lamfalussy'ego 113
2.3. MIFID 117
2.4. Raport de Larosiere'a 121
2.5. Proces legislacyjny Lamfalussy II 123
2.6. MIFID II i MIFIR 123
2.7. Postępująca europeizacja prawa rynku kapitałowego UE i jej krytyka 126
3. Ewolucja regulacji usług maklerskich w prawie polskim 130
3.1. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (PPOPWFP) 131
3.2. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (PPOPW) 135
3.3. Ustawa o obrocie 139
3.4. Wzorce działania i uwarunkowania polskiego ustawodawcy jako determinanty zmiany prawa rynku kapitałowego 141
4. Wnioski do rozdziału II 144
III. ŹRÓDŁA PRZESŁANEK INTERPRETACYJNYCH DOTYCZĄCYCH ZAKRESU USŁUG MAKLERSKICH 149
1. Źródła przesłanek pochodzących z prawa unijnego 151
1.1. Wielojęzyczność prawa Unii Europejskiej 154
1.2. MIFID II – zasada minimalnej i maksymalnej harmonizacji oraz *gold-plating* 156
1.3. MIFID II – dopuszczalność występowania różnic w zakresie usług inwestycyjnych w różnych państwach członkowskich 160
1.4. Unijny soft law 163
1.5. Prawo i stanowiska nadzorców z innych jurysdykcji niż Polska 168
2. Źródła przesłanek konstytucyjnych 169
3. Źródła przesłanek zewnętrznych, cele ustawodawcy oraz zasady prawa rynku kapitałowego 174
3.1. Cele MIFID II oraz prawa rynku kapitałowego 175
3.2. Zasady prawa rynku kapitałowego i generalne klauzule odsyłające 181
4. Źródła przesłanek wewnętrznych 185
4.1. Przepisy prawa polskiego 185
4.2. Orzecznictwo 188
4.3. Praktyka administracyjna, w tym stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego i Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego 193

5. Wnioski do rozdziału III 208
IV. ZAKRES USŁUGI PRZYJMOWANIA I PRZEKAZYWANIA ZLECEŃ NABYCIA LUB ZBYCIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH 214
1. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń w prawie Unii Europejskiej 214
1.1. Definicja przyjmowania i przekazywania zleceń w prawie Unii Europejskiej 215
1.2. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń a crowdfunding 217
1.3. Orzeczenie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie C-678/15 Khorassani 218
1.4. Granica przyjmowania i przekazywania zleceń oraz wykonywania zleceń w prawie Unii Europejskiej 220
1.5. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń świadczone przy okazji oferowania instrumentów finansowych 224
2. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń w prawie polskim 225
2.1. Definicja usługi przyjmowania i przekazywania zleceń 226
2.2. Zmiana art. 74b Ustawy o obrocie przez Ustawę wdrażającą MIFID II 227
2.3. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń jako pośrednictwo oraz granica pomiędzy przyjmowaniem i przekazywaniem zleceń a wykonywaniem zleceń . 233
2.4. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń jako czynność posłańca 236
2.5. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń dotyczące jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych 237
2.6. Odbiorca zlecenia 240
2.7. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń związane z oferowaniem instrumentów finansowych 241
2.8. Krytyka zasady „gdzie oferowanie, tam PPZ" – przykład 244
2.9. Aktualizacja stanowiska Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczącego definicji usługi oferowania instrumentów finansowych 248
2.10. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń przy wezwaniach 249
2.11. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń przy skupach akcji 253
2.12. Oddzielenie usługi przyjmowania i przekazywania zleceń od usługi oferowania instrumentów finansowych 253
3. Odpowiednik usługi przyjmowania i przekazywania zleceń w prawie niemieckim 254
3.1. Anlagevermittlung 255
3.2. Porównanie Anlagevermittlung oraz przyjmowania i przekazywania zleceń 258

4. Wnioski do rozdziału IV 259
V. ZAKRES USŁUGI WYKONYWANIA ZLECEŃ NABYCIA LUB ZBYCIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH 264
1. Wykonywanie zleceń w prawie Unii Europejskiej 264
1.1. Podmiot systematycznie internalizujący transakcje 266
1.2. Świadczenie usługi wykonywania zleceń i zawieranie transakcji na rachunek własny 267
1.3. Konieczność uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej w przypadku zawierania transakcji na własny rachunek w wykonaniu zlecenia klienta 273
2. Wykonywanie zleceń w prawie polskim 277
2.1. Opis cywilnoprawny usługi wykonywania zleceń.....279
2.2. Wykonanie zlecenia przez zawarcie transakcji w systemie obrotu 280
2.3. Zlecenia do dyspozycji maklera.....281
2.4. Zawieranie przez firmę inwestycyjną na własny rachunek umów kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych z klientem (art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie) 282
2.5. Pośrednictwo w zawieraniu transakcji na rynkach zagranicznych 284
3. Odpowiednik usługi wykonywania zleceń w prawie niemieckim 285
3.1. Finanzkommissionsgeschäft (komis finansowy).....287
3.2. Finanzkommissionsgeschäft mit selbsteintritt (komis finansowy z przystąpieniem komisanta)..... 289
3.3. Abschlussvermittlung (pośrednictwo transakcyjne) 290
3.4. Eigenhandel (handel instrumentami finansowymi na rachunek własny) .291
3.5. Festpreisgeschäft (transakcje z określoną ceną)..... 292
3.6. Porównanie niemieckich usług składających się na Effektengeschäft i wykonywania zleceń 294
4. Wnioski do rozdziału V 295
VI. ZAKRES USŁUGI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH..... 299
1. Oferowanie instrumentów finansowych w prawie Unii Europejskiej 299
1.1. Pojęcie oferowania instrumentów finansowych, a pojęcie oferty publicznej i oferty 300
1.2. Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II – klient usługi 303
1.3. Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II – czynności podejmowane wobec klienta inwestycyjnego.....305

1.4. Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II – czynności informacyjne i marketingowe 306

1.5. Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II – wyłączenie jednostek uczestnictwa spod usługi oferowania instrumentów finansowych 308

2. Oferowanie instrumentów finansowych w prawie polskim 308

2.1. Oferowanie instrumentów finansowych w ramach ofert publicznych i ofert prywatnych 310

2.2. Klient usługi oferowania instrumentów finansowych 311

2.3. Oferowanie instrumentów finansowych jako usługa 313

2.4. Historyczny kontekst zmiany art. 72 Ustawy o obrocie w 2018 r. 314

2.5. Czynności informacyjne jako element usługi oferowania instrumentów finansowych 317

2.6. Ograniczenie marketingu ofert publicznych przez zmianę definicji usługi oferowania instrumentów finansowych 319

2.7. Ograniczenie działalności sporządzania rekomendacji i analiz przez zmianę definicji oferowania instrumentów finansowych 321

2.8. Pośredniczenie w zbywaniu jako przesłanka usługi oferowania instrumentów finansowych z art. 72 pkt 2 Ustawy o obrocie 325

2.9. Usługa oferowania instrumentów finansowych jako rodzaj pośrednictwa 328

2.10. Czynności nie stanowiące oferowania instrumentów finansowych będące przedmiotem umów o świadczenie usług oferowania instrumentów finansowych 332

2.11. Wyłączenie pośrednictwa w zakresie jednostek uczestnictwa z czynności oferowania instrumentów finansowych 333

3. Odpowiednik usługi oferowania instrumentów finansowych w prawie niemieckim 334

3.1. Platzierungsgeschäft 335

3.2. Porównanie Platzierungsgeschäft i oferowania instrumentów finansowych 338

4. Wnioski do rozdziału VI 340

VII. ZAKRES USŁUGI GWARANTOWANIA EMISJI 345

1. Gwarantowanie emisji w prawie Unii Europejskiej 345

1.1. Underwriting 346

1.2. Plasowanie z wiążącym zaangażowaniem (*placing on a firm commitment basis*) 349

1.3. Proces związany ze świadczeniem usługi gwarantowania emisji i sub-underwriting 351
1.4. Gwarantowanie emisji przez inne podmioty niż firmy inwestycyjne 352
1.5. Klient usługi gwarantowania emisji 358
2. Gwarantowanie emisji w prawie polskim 358
2.1. Definicja usługi gwarantowania emisji 358
2.2. Subemisja, a gwarantowanie emisji 361
2.3. Istota usługi gwarantowania emisji 363
2.4. Klient usługi gwarantowania emisji 366
2.5. Przejęcie ryzyka powodzenia emisji i rozciągnięcie w czasie procesu plasowania (kazus – program motywacyjny) 367
3. Odpowiednik usługi gwarantowania emisji w prawie niemieckim 371
3.1. Emissionsgeschäft 371
3.2. Porównanie Emissionsgeschäft i gwarantowania emisji 375
4. Wnioski do rozdziału VII 376
ZAKOŃCZENIE 380
BIBLIOGRAFIA 392

WYKAZ SKRÓTÓW

Akty prawa Unii Europejskiej:

AIFMD – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 1.7.2011),

CRD IV – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L 176 z 27.6.2013),

CRR – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 176 z 27.6.2013),

Druga Dyrektywa Bankowa – Druga dyrektywa Rady 89/646/EWG z dnia 15 grudnia 1989 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, zmieniającą dyrektywę 77/780/EWG (Dz. Urz. WE L 386, z 30.12.1989),

Dyrektywa 93/13/EWG – Dyrektywa Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich (Dz. Urz. WE L 95, z 21.04.1993),

Dyrektywa 2003/6/WE – Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (Dz. Urz. UE L 96, z 12.04.2003),

Dyrektywa 2003/71 – Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345, z 31.12.2003),

Dyrektywa 2004/25 – Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142, z 30.04.2004),

Dyrektywę 2004/109 – Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390, z 31.12.2004),

Dyrektywa 2006/73 – Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L 241, z 02.09.2006),

Dyrektywa 2009/138 – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II) (Dz. Urz. UE L 335, z 17.12.2009),

IFD – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2034 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi oraz zmieniająca dyrektywy 2002/87/WE, 2009/65/WE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE i 2014/65/UE (Dz. Urz. UE L 314, z 05.12.2019),

IFR – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1093/2010, (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 806/2014 (Dz. Urz. UE L 314, z 05.12.2019),

ISD – Dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz. Urz. WE L 141, z 11.06.1993),

MAR – 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),

MICA – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr

1093/2010 i (UE) nr 1095/2010 oraz dyrektyw 2013/36/UE i (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L 150, z 09.06.2023),

MIFID – 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),

MIFID II – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 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),

MIFIR – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 600/2014/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173, z 12.06.2014),

RODO – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (Dz. Urz. UE L 119, z 04.05.2016),

Rozporządzenie 236/2012 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz. Urz. UE L 86, z 24.04.2012),

Rozporządzenie 565/2017 – Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz. Urz. UE L 87, z 31.03.2017),

Rozporządzenie 590/2017 – Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/590 z dnia 28 lipca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących zgłaszania transakcji właściwym organom (Dz. Urz. UE L 87, z 31.03.2017),

Rozporządzenie 858/2022 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/858 z dnia 30 maja 2022 r. w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru, a także

zmiany rozporządzeń (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 909/2014 oraz dyrektywy 2014/65/UE, (Dz. Urz. UE L 151, z 02.06.2022),

Rozporządzenie 958/2016 – Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów (Dz. Urz. UE L 170, z 17.06.2016),

Rozporządzenie 1060/2009 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych (Dz. Urz. UE L 302, z 17.11.2009),

Rozporządzenie 1095/2010 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz. Urz. UE L 331, z 15.12.2010),

Rozporządzenie 1287/2006 – Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L 241, z 02.09.2006),

Rozporządzenie 1833/2021 – Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/1833 z dnia 14 lipca 2021 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE poprzez sprecyzowanie kryteriów ustalania, kiedy działalność ma być uznawana za działalność dodatkową względem głównego zakresu działalności na poziomie grupy (Dz. Urz. UE L 372, z 20.10.2021),

Rozporządzenie 2175/2019 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2175 z dnia 18 grudnia 2019 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), rozporządzenie (UE) nr 1094/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego

Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych), rozporządzenie (UE) nr 1095/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), rozporządzenie (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych, rozporządzenie (UE) 2016/1011 w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych oraz rozporządzenie (UE) 2015/847 w sprawie informacji towarzyszących transferom środków pieniężnych (Dz. Urz. UE L 334, z 27.12.2019),

Rozporządzenie Prospektowe – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L 168, z 30.06.2019),

Rozporządzenie w sprawie crowdfundingu – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L 347, z 20.10.2020),

TFUE – Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 202 z 7.6.2016),

TUE – Traktat o Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 202 z 7.6.2016).

Akty prawa polskiego:

KC – ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t.j. Dz.U. z 2023 r., poz. 1610 z późn. zm.),

Konstytucja – Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. z 1997 r. Nr 78, poz. 483 z późn. zm.),

KPA – ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. kodeks postępowania administracyjnego (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 572 z późn. zm.),

Prawo bankowe – ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. prawo bankowe (t.j. Dz.U. z 2023 r., poz. 2488 z późn. zm.),

PPOPW – ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 1997 r. Nr 118, poz. 754 z późn. zm.),

PPOPWFP – ustawa z dnia 22 marca 1991 r. prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. z 1991 r. Nr 35, poz. 155 z późn. zm.),

Prawo przedsiębiorców – ustawa z dnia 6 marca 2018 r. prawo przedsiębiorców (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 236 z późn. zm.),

Regulamin Sejmu – uchwała Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 30 lipca 1992 r. Regulamin Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej (t.j. M.P. z 2022 r., poz. 990 z późn. zm.),

Rozporządzenie o warunkach emitowania detalicznych OSP – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 520 z późn. zm.),

Rozporządzenie w sprawie przekazywania informacji – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 lutego 2019 r. w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania Komisji Nadzoru Finansowego informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze (t.j. Dz.U. z 2023 r., poz. 2018 z późn. zm.),

Rozporządzenie w sprawie warunków technicznych i organizacyjnych – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 maja 2018 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych (t.j. Dz.U. z 2018 r., poz. 1111),

Rozporządzenie wezwaniowe – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 maja 2022 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, sposobu i trybu składania i przyjmowania zapisów w wezwaniu oraz dopuszczalnych rodzajów zabezpieczenia (Dz.U. z 2022 r., poz. 1134),

Rozporządzenie wezwanione 2009 – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 listopada 2009 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz.U. z 2009 r., Nr 204, poz. 1580),

Rozporządzenie wezwaniowe 2017 – Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz.U. z 2017 r., poz. 1748),

Rozporządzenie wezwaniowe 2020 – Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 26 listopada 2020 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach (Dz.U. z 2020 r., poz. 2114),

r.w.s.t.p. – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (t.j. Dz.U. z 2023 r., poz. 1464 z późn. zm.),

r.w.s.t.p. 2012 – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. z 2012 r., poz. 1078 z późn. zm.),

Ustawa o działalności ubezpieczeniowej – ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (t.j. Dz.U. z 2023 r., poz. 656 z późn. zm.),

Ustawa o finansach publicznych – Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (t.j. Dz.U. z 2023 r., poz. 1270 z późn. zm.),

Ustawa o funduszach – Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz.U. z 2023 r., poz. 681 z późn. zm.),

Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym – Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 135 z późn. zm.),

Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym – Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (t.j. Dz.U. z 2023 r., poz. 188 z późn. zm.),

Ustawa o obligacjach – Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 708 z późn. zm.),

Ustawa o obrocie – Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 722 z późn. zm.),

Ustawa o ofercie – Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej, i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 620 z późn. zm.),

Ustawa o SKOK – Ustawa z dnia 5 listopada 2009 r. o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 512 z późn. zm.),

Ustawa o usługach płatniczych – Ustawa z dnia z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (t.j. Dz.U. z 2024 r., poz. 30 z późn. zm.),

Ustawa wdrażająca MIFID – Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2009 r. Nr 165, poz. 1316),

Ustawa wdrażająca Rozporządzenie Prospektowe – Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2019 r., poz. 2217),

Ustawa wdrażająca MIFID II – Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2018 r., poz. 685),

Zasady techniki prawodawczej – Rozporządzenie Prezesa Rady Ministrów z dnia 20 czerwca 2002 r. w sprawie "Zasad techniki prawodawczej" (t.j. Dz.U. z 2016 r., poz. 283 z późn. zm.),.

Akty prawa niemieckiego:

BGB – *Bürgerliches Gesetzbuch* z 18.08.1896 (t.j. z 02.01.2002, BGBl. I s. 42 z późn. zm.),

HGB – *Handelsgesetzbuch* z 10.05.1897 (RGBl. I S. 219 z późn. zm.),

KWG – *Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz)* z 10.07.1961 (t.j. z 09.09.1998, BGBl. I s. 2776 z późn. zm.),

WpHG – *Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)* z 26.07.1994 (t.j. z 09.09.1998, BGBl. I s. 2708 z późn. zm.),

WpIG – *Gesetz zur Beaufsichtigung von Wertpapierinstituten (Wertpapierinstitutsgesetz)* z 12.05.2021 (BGBl. I S. 990 z późn. zm.).

Inne skróty używane w pracy:

ASI – alternatywna spółka inwestycyjna,

BaFin – (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) niemiecki organ nadzoru nad rynkiem finansowym,

BGBl. – (*Bundesgesetzblatt*) niemiecki publikator aktów prawnych,

BGH – (*Bundesgerichtshof*) niemiecki odpowiednik Sądu Najwyższego – Związkowy Sąd Najwyższy,

CEBS – (*Committee of European Banking Supervisors*), Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego,

CEIOPS – (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*), Europejski Komitet Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych,

CESR – (*Committee of European Securities Regulators*), Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych,

EBA – (*European Banking Authority*) Europejski Urząd Nadzoru Bankowego,

ECOFIN – Rada do spraw Gospodarczych i Finansowych (jedna z formacji Rady UE) składająca się z ministrów finansów i gospodarki poszczególnych państw członkowskich,

EIOPA – (*European Insurance and Occupation Authority*) Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych,

Europejski Urząd Nadzoru – (*European Supervisory Authority*) wspólna nazwa na EBA, ESMA i EIOPA,

ESC – (*European Securities Committee*) Europejski Komitet Papierów Wartościowych,

ESMA – (*European Securities and Markets Authority* Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych),

ESRB – (*European Systemic Risk Board*) Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego ,

ETS – Europejski Trybunał Sprawiedliwości (używam czasami tego skrótu jako ogólnego pojęcia zastępującego TSUE, Trybunał Sprawiedliwości EWG, Trybunał Sprawiedliwości EWWIS),

FCA – (Financial Conduct Authority) brytyjski organ nadzoru nad rynkiem finansowym,

FIO – fundusz inwestycyjny otwarty,

FIZ – fundusz inwestycyjny zamknięty,

GPW – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.,

KE, Komisja – Komisja Europejska,

KNF – Komisja Nadzoru Finansowego,

MTF, ASO – (*multilateral trading facility*) alternatywny system obrotu,

NSA – Naczelny Sąd Administracyjny,

OTF – (*other trading facility*) inny system obrotu, zorganizowana platforma obrotu,

PERG – (*The Perimeter Guidance manual*) część tzw. FCA Handbook, tzn. wytycznych wydawanych przez FCA, dotycząca granic działalności regulowanej na rynku finansowym,

PPZ – przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (działalność maklerska z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie oraz z pkt 1 Załącznika I sekcji A MIFID II),

Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu – Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu (według stanu prawnego na dzień 15 lipca 2022 r.),

Regulamin Giełdy – Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 15 grudnia 2022 r.),

RGBl. – (*Reichsgesetzblatt*) historyczny niemiecki publikator aktów prawnych,

Rynek rozwoju MŚP – rynek rozwoju MŚP z art. 4 ust. 1 pkt 12 MIFID II,

Q&A – (*questions and answers*) pytania i odpowiedzi,

SFIO – specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty,

SI – (*systematic internaliser*) podmiot systematycznie internalizujący transakcje,

SN – Sąd Najwyższy,

SZOG – Szczegółowe zasady obrotu giełdowego w systemie UTP,

SZOG NewConnect – Załącznik Nr 2 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu - (według stanu prawnego na dzień 15 lipca 2022 r.), Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu na rynkach NewConnect i Catalyst,

TFI – towarzystwo funduszy inwestycyjnych,

TSUE – Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej,

UE – Unia Europejska,

UKNF – Urząd Komisji Nadzoru Finansowego,

Związkowy Sąd Administracyjny – (*Bundesverwaltungsgericht*) niemiecki odpowiednik Naczelnego Sądu Administracyjnego.

Czasopisma:

MoP – Monitor Prawniczy (C.H. Beck),

IKAR – Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny,

PiP – Państwo i Prawo,

RPEiS – Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny.

WSTĘP

1. Uzasadnienie wyboru tematu

Rynek kapitałowy i prawo rynku kapitałowego dynamicznie rozwijają się w Polsce na przestrzeni ostatnich niemal 35 lat. Klienci detaliczni mają możliwość udziału w obrocie instrumentami finansowymi przede wszystkim przez wykwalifikowanych pośredników, których działalność podlega reglamentacji. Pośrednikami są podmioty świadczące usługi maklerskie, czyli firmy inwestycyjne. Do tej kategorii zalicza się w Polsce przede wszystkim domy maklerskie i banki świadczące usługi maklerskie. Pośredników (*intermediaries*) na rynku finansowym nazywa się w teorii regulacji rynku finansowego strażnikami (*gatekeepers*) stojącymi między inwestorem i emitentem, którzy mają ograniczać zawodność rynku i asymetrię informacyjną[1]. By strażnicy pełnili w odpowiedni sposób swoją rolę powinni mieć tą rolę jasno określoną (zakres usług maklerskich). Wybrałem zakres usług maklerskich jako temat pracy doktorskiej, gdyż:

1) poszlaki wskazywały, że zagadnienie to sprawia problemy interpretacyjne,
2) jest to temat o istotny z punktu widzenia wartości konstytucyjnych,
3) jest to zagadnienie o stopniu skomplikowania, właściwym dla pracy doktorskiej.

Przez usługi maklerskie rozumiem te rodzaje działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie, które mają charakter usługowy tzn. nakierowane są na osobę klienta[2]. Zakres jest pojęciem słownikowym oznaczającym m.in. „granicę zasięgu jakiegoś zjawiska, działania, faktu" oraz „zbiór wszystkich desygnatów nazwy"[3].

1) Poszlaki wskazujące na problemy interpretacyjne zakresu usług maklerskich

Zakres usług maklerskich jest regulowany przez MIFID II, a polskie przepisy stanowią implementację tej dyrektywy. Ustawodawca unijny nazywa lub definiuje usługi inwestycyjne w MIFID II. Oprócz tego występują wypowiedzi precyzujące zakres usług maklerskich w aktach UE drugiego i trzeciego poziomu (wg tzw. procedury legislacyjnej

[1] E. Macchiavello, The Licensing Principle and Investment-Based Crowdfunding [w:] D. Moura Vicente, D. Pereira Duarte, C. Granadeiro (red.) Fintech Regulation and the Licensing Principle, European Banking Institute, 2023, s. 47,

[2] Szersza analiza zawarta jest w rozdziale I pkt 2.1.,

[3] Wydawnictwo Naukowe PWN, Słownik języka polskiego PWN, https://sjp.pwn.pl/slowniki/zakres.html, dostęp 22.12.2023,

Lamfalussy II[4]), a także w unijnym *soft law*[5]. Usługi inwestycyjne nie zostały zdefiniowane w sposób ścisły, co może prowadzić do rozbieżności w ich zakresie w różnych jurysdykcjach[6]. Jest to niepożądane, ponieważ ustawodawca unijny stawia cel harmonizacji krajowych przepisów państw członkowskich dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych i prowadzenia działalności inwestycyjnej[7]. Wspomniane rozbieżności występują. Potwierdzają to stanowiska organów nadzoru z jurysdykcji, które implementowały MIFID II: brytyjskiego (FCA) [8] i niemieckiego (BaFin) [9]. Zakres odpowiedników usług maklerskich w obu jurysdykcjach jest podobny, jednak różni się w szczegółach. Różni się on także od zakresu usług maklerskich w prawie polskim.

W polskim piśmiennictwie[10] oraz praktyce urzędowej[11] podnosi się, że rozgraniczenie poszczególnych czynności maklerskich jest trudne lub niejednoznaczne. Na trudności lub błędy polskiego ustawodawcy w określaniu granic usług maklerskich może naprowadzać jego znaczna aktywność w tym obszarze. Zmiany dokonywane przez polskiego ustawodawcę są częstsze niż te podejmowane przez ustawodawcę unijnego. Projekty polskich aktów prawnych nie zawierają uzasadnienia takich zmian albo uzasadniane jest zdawkowe np. potrzeba doprecyzowania przepisu, usunięcie wątpliwości interpretacyjnych[12]. W art. 69 ust. 2

---

[4] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European Capital Markets Law, 2022, s. 54-61,

[5] Przykładowo: European Commission, Working Document ESC-07-2007 Commission answers to CESR scope issues under MIFID and the implementing directive, 2007, stanowiący załącznik do CESR, Best execution under MIFID, Questions and Answers, Ref. CESR/07-320, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf dostęp 17.02.2023, s. 19-26,

[6] EBA, *Report on investment firms. Response to the Commission's call for advice of December 2014. EBA/Op/2015/20*, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/eba-op-2015-20_report_on_investment_firms.pdf, dostęp 20.02.2023, s. 18,

[7] motyw 7 MIFID II,

[8] FCA, Perimeter Guidance (PERG), https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf, dostęp 22.12.2023, pkt 13.3,

[9] Przykładowo: BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html, dostęp 13.06.2023,

[10] M. Fedorowicz [w:] T. Sójka (red.) Obrót..., Komentarz do art. 69 Nb. 2; K. Zacharzewski [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego tom 4, Legalis 2016, s.1209-1214,

[11] Najwyższa Izba Kontroli, Informacja o wynikach kontroli: działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki Getback S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe oraz ją audytujących, https://www.nik.gov.pl/plik/id,21685,vp,24335.pdf dostęp 16.05.2023, s. 63-65,

[12] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191, Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=2191 dostęp 4.12.2021, s. 22 uzasadnienia; Uzasadnienie projektu rozporządzenia Ministra Finansów Funduszy i Polityki Regionalnej w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego

Ustawy o obrocie wymienionych zostało dziewięć rodzajów działalności maklerskiej *sensu stricto* wymagających uzyskania zezwolenia. Pięć z dziewięciu rodzajów działalności maklerskiej *sensu stricto* stanowią różne formy **pośrednictwa** w obrocie instrumentami finansowymi. Pośrednictwo rozumiem jako czynności odnoszące się do stanów faktycznych, w których jeden podmiot (pośrednik) świadczy na rzecz drugiego podmiotu usługi związane z zawieraniem umów nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, mające postać czynności faktycznych lub prawnych[13]. Podobieństwo usług maklerskich do siebie może wprowadzać wątpliwości co do zakresu poszczególnych usług. Precyzyjne ustalenie zakresu usług maklerskich jest istotne dla wypełnienia obowiązków publicznoprawnych m.in. uzyskania właściwego zezwolenia.

2) Istotność tematu z punktu widzenia wartości konstytucyjnych

Regulacja zakresu usług maklerskich jest istotna z punktu widzenia wartości konstytucyjnych takich jak: zasada społecznej gospodarki rynkowej, zasada wolności działalności gospodarczej oraz zasada demokratycznego państwa prawnego. Wymóg uzyskania zezwolenia organu administracji publicznej na prowadzenie działalności maklerskiej oraz narzucenie obowiązków publicznoprawnych związanych z prowadzeniem tej działalności jest ingerencją w wolność wykonywania działalności gospodarczej[14]. W wymiarze społecznym ingerencja ma przyczyniać się m.in. do zapewnienia sprawiedliwości i postępu społecznego[15]. Wpisuje się w to stworzenie odpowiednich warunków do inwestowania na rynku kapitałowym przez społeczeństwo m.in. przez narzucenie warunków wstępnych dla rozpoczęcia prowadzenia działalności maklerskiej weryfikowanych przy udzielaniu zezwolenia, nadzór organów administracji publicznej nad działalnością podmiotów, które uzyskały to zezwolenie oraz określenie obowiązków firm inwestycyjnych w zakresie ochrony inwestora. Zakres świadczonych usług maklerskich determinuje m.in. zakres informacji przekazywanych przez firmę

sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach, 5.11.2020, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//502/12331155/12668320/dokument475080.docm dostęp 20.05.2023,

[13] M. Grochowski, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów handlowych. System Prawa Handlowego tom 5b, Legalis 2020, s. 23-24,

[14] A. Powałowski, Rozdział I Wprowadzenie [w:] A. Powałowski, Publiczne prawo gospodarcze, 2020, s. 4-5,

[15] C. Banasiński [w:] H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski (red.) Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne, Warszawa 2017, s. 56,

inwestycyjną klientowi. Odpowiednie wyposażenie obywateli-inwestorów w informacje pozwala na urzeczywistnianie w wyższym stopniu zasady społecznej gospodarki rynkowej[16]. Z zasady demokratycznego państwa prawnego jest wyprowadzana przez Trybunał Konstytucyjny i doktrynę zasada pewności prawa, która wiąże się z przewidywalnością decyzji stosowania prawa oraz jakością i jasnością prawa stanowionego[17]. Waga zasady pewności prawa w kontekście prowadzenia działalności gospodarczej została podkreślona w preambule Prawa przedsiębiorców[18] oraz w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego[19]. Problemy interpretacyjne zasygnalizowane powyżej są poszlaką wskazującą na obniżony poziom pewności prawa.

3) Stopień skomplikowania tematu pracy

Regulacja i reglamentacja działalności na rynku finansowym jest uznawana za wymagający, a nawet niewdzięczny obszar działania dla prawodawcy i nadzorcy[20]. Skomplikowana jest regulowana materia oraz architektura aktów prawnych. Ta ostatnia wynika z procedury legislacyjnej Lamfalussy II, która przewiduje występowanie sześciu poziomów regulacji (trzech unijnych i trzech krajowych). Uzupełnia je pokaźny zbór unijnego *soft law*[21]. Prawo rynku kapitałowego UE jest określane jako regulacyjny przesyt (*Regulierungsoverkill*) m.in. z uwagi na tysiące stron aktów prawnych wśród których trudno znaleźć właściwy przepis[22].

---

[16] J. Olszewski, Społeczna gospodarka rynkowa jako zróżnicowany system przepływu informacji, Gdańskie Studia Prawnicze, tom XXXVII, 2017, s. 38 i 43-44,

[17] V. Serzhanova, The Origin and Evolution of the Principle of a Democratic State of Law on the Grounds of the Constitution of the Republic of Poland, Przegląd Prawa Konstytucyjnego nr 5/2020, s. 121-122, M. Wojciechowski, Pewność Prawa, LEX 2014, Rozdział 5.4.,

[18] A. Żurawik, Preambuła ustawy – Prawo przedsiębiorców [w:] R. Blicharz, A. Powałowski, Prawo przedsiębiorcy, Legalis 2019, pkt 1 i 2,

[19] Rada Ministrów, Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego, 2019, Załącznik do uchwały nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. (Dz.U. z 2019 r., poz. 1027), s. 13 i 29,

[20] P. Wajda, Akt soft-law Komisji Nadzoru Finansowego w przedmiocie zachęt jako czynnik dyskryminujący polskie fundusze inwestycyjne w relacji do ich unijnych konkurentów – analiza regulacyjna [w:] R. Grzeszczak (red.), Wolność gospodarcza a regulacja rynków na przykładzie wpływu unijnych i krajowych regulatorów rynków na działalność przedsiębiorców, 2020, Legalis, § 1,

[21] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 54-61,

[22] T. Möllers, Für eine horizontale Arbeitsteilung zwischen nationalem und europäischem Wertpapierhandelsrecht – Gesetzgebung und Methodik, [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston, s. 24,

Główne opracowanie w języku polskim o charakterze monograficznym, które odnosi się do tematu pracy, to *Usługi maklerskie* M. Kurzajewskiego z 2014 roku[23]. Autor był wieloletnim pracownikiem UKNF. M. Kurzajewski opisuje zakres działalności maklerskiej tylko w jednym z jedenastu rozdziałów. Pomija część usług maklerskich m.in. gwarantowanie emisji (wtedy subemisję usługową i inwestycyjną). W ciągu ostatnich dziesięciu lat doszło do zmian prawnych dotyczących zakresu usług maklerskich. Ważną monografią jest *Gwarantowanie emisji w spółce publicznej* M. Pawełczyka z 2005 roku[24]. Dotyczy ono wyłącznie usługi gwarantowania emisji. Nie było pisane z perspektywy stricte publicznoprawnej, ponieważ odnosi się także m.in. do umowy o subemisję, jej stron, treści i charakteru. W wąskim zakresie odnosi się do regulacji zawartych w prawie UE. Od czasu jego wydania doszło do istotnych zmian prawnych. Ponadto istnieją opracowania w formie komentarzy. Do najbardziej aktualnych i obszernych należą komentarze Ustawy o obrocie pod red. T. Sójki[25] oraz pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego i P. Wajdy[26]. Istnieją też dobre opracowania o charakterze prywatnoprawnym. Chociaż opisują one umowy o świadczenie usług maklerskich, to można z nich wysnuć interesujące wnioski w kontekście publicznoprawnego zakresu usług maklerskich. Wyróżniają się: fragment tomu 5C Systemu Prawa Handlowego autorstwa J. Dybińskiego[27] oraz części tomu 9 Systemu Prawa Prywatnego autorstwa M. Romanowskiego[28].

Korzystam w badaniach z opracowań doktryny unijnego prawa rynku kapitałowego. Warto zwrócić uwagę na publikacje T. Möllers'a, który jest profesorem na Uniwersytecie w Augsburgu. Miał on wpływ na orzecznictwo sądowe w zakresie prawa rynku kapitałowego[29]. Jest on bardzo wszechstronnym naukowcem, który łączy m.in. wiedzę z zakresu prawa rynku kapitałowego z teorią prawa. Jego książka dotycząca metodologii prawniczej ukazała się dotychczas nie tylko w języku niemieckim, ale także

[23] M. Kurzajewski, Usługi maklerskie, LEX 2014, Rozdział 8,
[24] M. Pawełczyk, Gwarantowanie emisji w spółce publicznej, Katowice 2005,
[25] T. Sójka (red.) Obrót…,
[26] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2023,
[27] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów handlowych. System Prawa Handlowego tom 5c, Legalis 2020, s. 873-927,
[28] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9, Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, 2023, wyd. 4, Legalis, § 10, § 27, § 28,
[29] Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 26.03.2010, sygn. 7 C 6.10, https://www.bverwg.de/de/240511U7C6.10.0, dostęp 24.05.2023, pkt 26 uzasadnienia,

w angielskim i chińskim[30]. Cenne są pozycje N. Moloney, która jest profesorem London School of Economics specjalizującym się w regulacji rynków finansowych UE i jednocześnie członkiem Komisji Odwoławczej Europejskich Urzędów Nadzoru[31]. Istotnymi przedstawicielami unijnej doktryny prawa rynku kapitałowego, z których prac korzystam, są też m.in. F. Annunziata[32], E. Avgouleas[33], D. Busch[34], G. Ferrarini[35], R. Veil[36] i E. Wymeersch[37]. Spośród wymienionych autorów szczególnie D. Busch wypowiada się co do zakresu usług maklerskich[38]. Prace tych autorów pozwalają na umieszczenie dysertacji w szerszym kontekście unijnego prawa rynku kapitałowego.

2. Przedmiot rozprawy, wyłączenia, rozszerzenia

Przedmiotem rozprawy jest zakres wybranych czterech usług maklerskich związanych z szeroko pojętą konstrukcją pośrednictwa wymienionych w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2, 6 i 7 Ustawy o obrocie oraz zakres odpowiadających im usług inwestycyjnych z MIFID II. Tymi usługami maklerskimi są: przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, oferowanie instrumentów finansowych i gwarantowanie

[30] T. Möllers, Juristische Methodenlehre, 2021, s. VII, Universität Augsburg, Thomas Möllers, strona internetowa Universität Augsburg: https://www.uni-augsburg.de/en/fakultaet/jura/lehrende/moellers/lehrstuhlteam/professor-dr-thomas-mj-mollers/, dostęp 27.09.2023,

[31] London School of Economics, Niamh Moloney, strona internetowa London School of Economics: https://www.lse.ac.uk/law/people/academic-staff/niamh-moloney, dostęp 27.09.2023,

[32] Università Bocconi, Filippo Annunziata, strona internetowa Università Bocconi: https://faculty.unibocconi.it/filippoannunziata/, dostęp 27.09.2023,

[33] University of Edinburgh, Emilios Avgouleas, strona internetowa University of Edinburgh: https://www.law.ed.ac.uk/people/professor-emilios-avgouleas, dostęp 27.09.2023,

[34] Radboud Universiteit, Danny Busch, strona internetowa Radboud Universiteit: https://www.ru.nl/en/people/busch-d, dostęp 27.09.2023,

[35] Universita degli Studi di Genova, Guido Ferrarini, strona internetowa Universita degli Studi di Genova: http://www.clfge.org/teams/prof-guido-ferrarini/, dostęp 27.09.2023,

[36] Ludwig-Maximilians-Universität München, Rüdiger Veil, strona internetowa Ludwig-Maximilians-Universität München: https://www.en.jura.uni-muenchen.de/staff/professoren/veil_ruediger/biography/index.html, dostęp 27.09.2023,

[37] Universiteit Ghent, Eddy Wymeersch, strona internetowa Universiteit Ghent: https://financiallawinstitute.ugent.be/index.php/mymember/eddy-wymeersch/, dostęp 27.09.2023,

[38] D. Busch, MIFID II: Stricter conduct of business rules for investment firms, Capital Markets Law Journal, July 2017, https://www.researchgate.net/publication/320145751_MiFID_II_Stricter_conduct_of_business_rules_for_investment_firms/link/5b83f2d492851c1e1235612e/download, dostęp 10.01.2023, s. 2-3, D. Busch, MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets, Law and Financial Markets Review, 2017, Vol. 11, Nos. 2-3, Researchgate, https://www.researchgate.net/publication/322088419_MiFID_II_and_MiFIR_Stricter_Rules_for_the_EU_Financial_Markets/link/6ood8243299bf14088baa319/download, dostęp 10.01.2023, s. 126-128,

emisji. Piątą usługą związaną z szeroko pojętą konstrukcją pośrednictwa jest zarządzanie portfelem, w którego skład wchodzi co najmniej jeden instrument finansowy. Jest ona kilka razy wspomniana w pracy[39]. Została ona celowo pominięta, ponieważ jest względnie łatwo odróżnić ją od pozostałych. Firma inwestycyjna zarządzająca portfelem jest uprawniona do podejmowania decyzji inwestycyjnych na rachunek klienta, co nie ma miejsca w przypadku innych usług maklerskich[40]. Pominięcie ogranicza rozmiary dysertacji bez szkody dla potwierdzenia tez.

Różnice pomiędzy prawem UE, prawem niemieckim, prawem brytyjskim i prawem polskim są okolicznościami, na których skupiam się w najwyższym stopniu w pracy. Poszukuję sprzeczności w prawie i staram się zaproponować rozwiązanie tych sprzeczności przy użyciu reguł kolizyjnych[41].

Zakres usług maklerskich rozumiem szeroko, jako zakres przedmiotowy i podmiotowy. Praca skupia się przede wszystkim na zakresie przedmiotowym tzn. na czynnościach kwalifikowanych jako dana usługa maklerska. Granice podmiotowe wyznaczają krąg podmiotów uprawnionych do świadczenia usług maklerskich. Są one sygnalizowane okazjonalnie[42]. Temat granic podmiotowych usług maklerskich jest obszerny. Nawet jego część dotycząca różnych form organizacyjnych świadczenia usług maklerskich przez banki mogłaby stanowić przedmiot odrębnej dysertacji[43]. Pominięcie ma na celu rozsądne ograniczenie objętości niniejszej rozprawy bez szkody dla udowodnienia tez. Nie analizuję szerzej procesu tworzenia prawa unijnego i polskiego dotyczącego granic usług maklerskich. Jego opis znacznie zwiększyłby rozmiary pracy, a jednocześnie nie przyczyniłby się w istotnym stopniu do potwierdzenia albo zaprzeczenia tezie. Niska

[39] Vide rozdział IV pkt 2, rozdział V pkt 2.3.,

[40] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.4.; E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 75 Nb. 1-5; T. Sójka, W. Kapica [w:] T. Sójka (red.) Obrót…, Komentarz do art. 75 Nb. 1-2; T. Sójka, Odpowiedzialność cywilna zarządzającego portfelem instrumentów finansowych, RPEiS, zeszyt 1, 2017, s. 104-105, D. Busch, Why MiFID Matters to Private Law – The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability, 2016, https://ssrn.com/abstract=2900842 dostęp 05.01.2023, s. 3-4; R. Veil [w:] R. Veil (red.) European…, s. 575-576,

[41] G. Maroń, Wstęp do prawoznawstwa, Rzeszów 2011, s. 126-130, M. Rams, O sposobach rozwiązywania kolizji między prawem Unii Europejskiej a prawem krajowym (na przykładzie penalizacji niezachowania w tajemnicy informacji poufnych), Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych, Rok XXI: 2017, z. 1, s. 61-85,

[42] Vide rozdział I pkt 3.1., rozdział VII pkt 1.4.,

[43] przykładowo W. Marat, Prowadzenie działalności inwestycyjnej przez bank — aktualny stan prawny i uwagi de lege ferenda, Transformacje Prawa Prywatnego 3/2018,

jakość polskiej legislacji jest faktem znanym i często opisywanym w piśmiennictwie[44]. Jest to też fakt znany powszechnie[45]. Proces legislacji i dobrych praktyk legislacyjnych jest przedmiotem szerokiego zainteresowania doktryny[46]. Mając na względzie te okoliczności punktowo wskazuję na słabości procesu legislacyjnego, które mogły mieć wpływ na przepisy dotyczące granic usług maklerskich[47].

Praca odbiega od klasycznej konstrukcji dysertacji w zakresie prawa publicznego, gdyż nie zawiera odrębnego rozdziału dotyczącego podmiotów, w szczególności organów, istotnych dla przedmiotu pracy. Podmiotami takimi są niewątpliwie ESMA i KNF. Najistotniejszą funkcją tych organów z perspektywy tematu pracy jest wydawanie *soft law*. Ta działalność została nakreślona w rozdziale III. Działalność KNF i ESMA jest przedmiotem licznych, często wieloaspektowych opracowań[48].

3. Określenie celu badawczego

Główny celem pracy jest zestawienie regulacji dotyczących zakresu wybranych usług maklerskich w prawie polskim i regulacji ich odpowiedników w prawie UE. Wybranymi usługami maklerskimi są:

---

[44] K. Kiczka, Z zagadnień sądowej ochrony przedsiębiorców społecznej gospodarce rynkowej, Wrocław 2020, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3978, Przegląd Prawa i Administracji CXX/1, s. 455, R. Stankiewicz, Załatwianie spraw z zakresu działalności gospodarczej według przepisów nowej ustawy – Prawo przedsiębiorców [w:] R. Blicharz, A. Powałowski, Prawo przedsiębiorcy, Legalis 2019, pkt 3, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System..., 2023, s. 723-725, M. Dzieciuch, Ocena polskiego procesu legislacyjnego na przykładzie ostatnich zmian w prawie rynków finansowych, IKAR 2018 nr 6(7), s. 8-20,

[45] J. Ojczyk, Nowe prawo kiepskiej jakości to zmora polskiej legislacji i przedsiębiorców, 05.03.2020, strona internetowa prawo.pl: https://www.prawo.pl/biznes/zmiany-w-prawie-raport-o-legislacji-grrant-thornton-2020,498381.html, G. J. Leśniak, K. Koślicki, R. Horbaczewski, J. Ojczyk, strona internetowa prawo.pl: Nawet RCL nie wytrzymał - z legislacją tak źle jeszcze nie było, 13.09.2021, https://www.prawo.pl/prawnicy-sady/jak-wyglada-proces-legislacyjny-i-jakie-zastrzezenia-do-trybu-w-jakim-tworzone-jest-prawo-maja-prawnicy-i-eksperci,510545.html,

[46] Np. S. Wronkowska, M. Zieliński, Komentarz do zasad techniki prawodawczej z dnia 20 czerwca 2002 r., Warszawa 2021,

[47] Przykładowo vide rozdział VI pkt 2.4.,

[48] N. Moloney, The Age of ESMA. Governing EU financial markets, Oxford 2018, M. Dyl, Środki nadzoru na rynku kapitałowym, LEX 2012, J. Róg-Dyrda, Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami, Legalis 2018, Rozdział III, A. Nadolska, Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego, LEX 2014, M. Burgiel-Bosak, Sankcja administracyjna jako środek nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce, 2018, strona internetowa Uniwersytetu Jagiellońskiego: https://ruj.uj.edu.pl/xmlui/bitstream/handle/item/305089/burgiel-bosak_sankcja_administracyjna_jako_srodek_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y, dostęp 15.09.2023, R. Blicharz, Wybrane zagadnienia nadzoru nad rynkiem kapitałowym w świetle prawa wspólnotowego [w:] B. Mikołajczyk, J. Nowakowska-Małusecka (red.) Prawo międzynarodowe, europejskie i krajowe – granice I wspólne obszary. Księga jubileuszowa dedykowana Profesor Genowefie Grabowskiej, Katowice 2009, s. 81-100,

1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych,
2) wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych,
3) oferowanie instrumentów finansowych i
4) gwarantowanie emisji.

4. Wskazanie problemu badawczego

Problem badawczy to odpowiedź na pytanie, czy polska regulacja granic wybranych usług maklerskich, prawidłowo implementuje przepisy prawa UE.

5. Określenie tezy badawczej

W pracy weryfikowane są trzy tezy badawcze, w tym jedna główna i dwie pomocnicze:

1) występują kolizje normatywne pomiędzy zakresem usług maklerskich zawartym w polskim systemie prawa a zakresem usług inwestycyjnych zawartym w systemie prawa Unii Europejskiej (teza główna);
2) w systemie prawa Unii Europejskiej jest określony zakres usług inwestycyjnych, który powinien być ściśle implementowany w porządku prawnym każdego państwa Unii Europejskiej (teza pomocnicza I);
3) wykładnia operatywna przepisów regulujących zakres usług maklerskich w Polsce prowadzona jest niezgodnie z zasadami stosowania prawa UE (teza pomocnicza II).

6. Zastosowane metody badawcze

Nauki prawne cechują się odrębnością metodologiczną od innych nauk[49]. Korzystam w pracy z **teoretycznych i praktycznych metod badawczych**. Z uwagi na cel badawczy rozprawy dobrane zostały następujące teoretyczne metody badawcze: **metoda formalno-dogmatyczna, metoda historycznoprawna, analiza i krytyka piśmiennictwa oraz metoda komparatystyczna**. Posługuję się przede wszystkim prawną siatką pojęciową. Jest ona uzupełniana przez pojęcia z nauki ekonomii i

[49] T. Barankiewicz, Metody myślenia, badania prawa i systematyzacji wiedzy w naukach prawnych [w:] H. Izdebski, A. Łazarska (red.), Metodologia dysertacji doktorskiej dla prawników. Teoria i praktyka, Warszawa 2022, s. 101-126,

finansów z uwagi na przedmiot pracy i wykorzystanie przez ustawodawcę polskiego oraz unijnego pojęć z tych obszarów np. efektywność rynku, integralność rynku.

Metoda formalno-dogmatyczna jest naturalnym wyborem wynikającym z konieczności analizy tekstów prawnych wyznaczających granice usług maklerskich. W polskim prawoznawstwie znane są różne koncepcje wykładni prawa. Najpopularniejsza jest koncepcja derywacyjna oraz klaryfikacyjna[50]. W doktrynie toczy się dyskusja o wzajemnej relacji tych dwóch koncepcji[51]. W przypadku występowania kilku komunikatów prawodawców realnych (polskiego i unijnego) nie możemy mówić o jasności (*claritas*) będącej podstawą koncepcji klaryfikacyjnej. Poszukuję prawidłowej interpretacji w takim środowisku przez maksymalizację liczby przesłanek interpretacyjnych, zachowanie reguł hierarchiczności[52] oraz skupienie się na wykładni dokonywanej przez podmioty uprawnione do podejmowania decyzji stosowania prawa (wykładnia operatywna)[53].

Metoda historycznoprawna służy badaniu rozwoju regulacji zakresu usług maklerskich w przeszłości. Przedstawienie zakresu usług maklerskich w kontekście ewolucji ich regulacji pozwala prześledzić proces „uczenia się" ustawodawcy[54]. Prawo rynku kapitałowego rozwija się na skutek kryzysów, przesileń, które prowokują odpowiedź ustawodawcy[55]. Poznanie kontekstu zmiany prawnej i jej uzasadnienia pozwala na formułowanie trafniejszych wniosków m.in. co do wykładni zmienionego prawa.

Metody komparatystycznej używam w kilku celach. Po pierwsze analiza sposobu wdrożenia przepisów MIFID II regulujących granice usług maklerskich w różnych krajowych porządkach prawnych jest pomocna przy ustalaniu treści norm prawa UE

[50] G. Maroń, Wstęp..., s. 138-139,

[51] M. Zieliński, O. Bogucki, A. Choduń, S. Czepita, B. Kanarek, A. Municzewski, Zintegrowanie polskich koncepcji wykładni prawa, RPEiS z. 4, 2009, s. 23-39, A. Grabowski, Clara non sunt interpretanda vs. omnia sunt interpretanda : a never-ending controversy in Polish legal theory?, Revus vol. 27, 2015, s. 67-97, A. Szot, Swoboda decyzyjna w stosowaniu prawa przez administrację publiczną, Lublin 2016, s. 221-237, J. Helios, W. Jedlecka, Wykładnia prawa Unii Europejskiej ze stanowiska teorii prawa, Wrocław 2018, s. 65-108,

[52] M. Matczak, *Summa iniuria. O błędzie formalizmu w stosowaniu prawa*, Warszawa 2007, s. 173-175,

[53] L. Leszczyński, O wykładni prawa i jej wymiarze praktycznym. Kontekst sądowego stosowania prawa, LEX, Archiwum Filozofii Prawa i Filozofii Społecznej, 2020 nr 2, s. 66-80, L. Leszczyński, Wykładnia Operatywna (podstawowe właściwości), LEX, Państwo i Prawo 2009 nr 6, s. 11-23,

[54] P. Szreniawski, Pedagogika jako metafora ustrojodawstwa, Przegląd Prawa Konstytucyjnego nr 5 (63)/2021, s. 492, P. Szreniawski, The State as a Learning Organization and Cybersecurity, Cybersecurity and Law, nr 2/2022, s. 37 i 39-40,

[55] K. Zacharzewski, Prawo giełdowe, 2019, Warszawa, s. 43-48,

dotyczących granic usług maklerskich (wykładnia komparatystyczna)[56]. Po drugie porównanie implementacji w różnych krajowych systemach prawa pozwala na wyciąganie wniosków co do oceny polskiej implementacji zakresu usługa maklerskich. Po trzecie przedstawiciele doktryny zajmujący się komparatystyką prawniczą wskazuje na liczne inne zalety tej metody badawczej m.in. korzystanie z rozwiązań wypracowanych zagranicą, a zarazem unikanie „wymyślania koła na nowo", odkrycie i przedstawienie wielości rozwiązań, które może wybrać sąd, pogłębianie zrozumienia analizowanych problemów prawnych[57]. Postępuje zjawisko sądowej globalizacji. Przybywa wyroków sądowych zawierających odwołania do obcych systemów prawnych, w tym systemów *common law*[58]. Analiza prawnoporównanwcza obejmuje głównie prawo niemieckie. W ograniczonym stopniu odwołuję się też do brytyjskiego systemu aktów normatywnych, w szczególności do dokumentów wydawanych przez brytyjski organ nadzoru – FCA. Pierwsza jurysdykcja jest, a druga była wiodącym rynkiem kapitałowym w UE. Okazjonalnie odwołuję się do regulacji innych krajów UE korzystając z literatury użytej w badaniach.

Odnośnie **analizy i krytyki piśmiennictwa** zwracam uwagę, że korzystam dość szeroko z literatury zagranicznej. Wynika to z trzech przyczyn. Po pierwsze niniejsza praca dotyczy prawa UE. Pomimo oporów[59] w Unii Europejskiej zaczęła się kształtować wspólna doktryna unijnego prawa rynku finansowego, w tym kapitałowego. Dowodem tego jest m.in. działalność European Banking Institute e.V. z siedzibą we Frankfurcie n. Menem[60]. Drugim powodem korzystania z literatury zagranicznej jest fakt, że prawo rynku kapitałowego jest w Polsce dość młodą dziedziną prawa o ograniczonej doktrynie i literaturze prawniczej. Z tego powodu część zagadnień nie doczekała się szerokiego opracowania. Korzystam z opracowań autorów z dojrzałych rynków, w szczególności z rynku niemieckiego. Ponadto okazjonalnie korzystam z literatury anglojęzycznej i

[56] M. Zirk-Sadowski [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa Unii Europejskiej. System Prawa Unii Europejskiej tom 3, 2019, Legalis, s. 52,

[57] G. Maroń, References to jurisprudence of foreign constitutional courts in judgments and decisions of the Constitutional Tribunal of the Republic of Poland, Review of European and Comparative Law, 2022, Vol. 49, No. 2, s. 73,

[58] G. Maroń, References to common law in the reasons for judgments by polish courts, Review of European and Comparative Law, 2020, Vol. XL, No. 2, s. 131-159,

[59] S. Grundmann, Europäisierung des Kapitalmarktrechts – Insbesondere Wertpapierhandelsrecht (WpHG) [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston, s. 16-17,

[60] European Banking Institute e.V., Strona internetowa European Banking Institute e.V. https://ebi-europa.eu/, dostęp 27.09.2023,

niemieckojęzycznej dotyczącej innych rozwiniętych jurysdykcji m.in. amerykańskiej, brytyjskiej, włoskiej[61]. Po trzecie wybór metody komparatystycznej przesądza o konieczności korzystania ze źródeł zagranicznych. Dostęp do większości literatury niemieckojęzycznej użytej w pracy udało mi się uzyskać w bibliotece Uniwersytetu Europejskiego Viadrina we Frankfurcie nad Odrą. Znaczące zasoby artykułów anglojęzycznych udało mi się pozyskać dzięki portalom służącym do dzielenia się przez naukowców publikacjami: Social Science Research Network[62] oraz Researchgate[63].

Korzystam w pracy z metod empirycznych, w szczególności z **obserwacji uczestniczącej**[64]. Z uwagi na wiążącą mnie tajemnicę zawodową nie odnoszę się do okoliczności, które mogłyby pozwolić na zidentyfikowanie pojedynczych osób lub podmiotów, którym winien jestem poufność. Ta metoda pozwala m.in. na dobór dokumentów i przykładów obrazujących praktykę nadzorców i podmiotów rynku kapitałowego w badanym obszarze. Przykładam dużą wagę do publicznie dostępnych dokumentów wydawanych przez organy nadzoru i podmioty prywatne w celu pokazania praktyki (*law in action*) występującej na rynku. Mają one dużą siłę oddziaływania. Poza obserwacją uczestniczącą wynika to także z dedukcji. Jednym z podstawowych spostrzeżeń dotyczących przedmiotu pracy jest fakt ogólnej i zdawkowej regulacji zakresu usług maklerskich w MIFID i MIFID II[65]. Potwierdzeniem słabości przepisów MIFID i MIFID II w tym przedmiocie są funkcjonujące od lat stanowiska organów nadzoru z rozwiniętych rynków europejskich dotyczące granic usług maklerskich[66]. Gdyby przepisy prawa UE były jasne, to takie stanowiska byłyby w

[61] Ze względu na cztery semetry studiów w Niemczech (dwa na Universität Bielefeld w ramach programu Erasmus i dwa na Fachhochschule Schmalkalden w ramach studiów LL.M. z europejskiego i międzynarodowego prawa gospodarczego) korzystanie z niemieckojęzycznej literatury prawniczej jest dla mnie naturalnym wyborem. Z uwagi na znajomość języka angielskiego wybrałem też literaturę w tym języku.

[62] Elsevier Inc. strona internetowa Social Science Research Network: https://www.ssrn.com/, dostęp 25.04.2024,

[63] ResearchGate GmbH, strona internetowa Researchgate: https://www.researchgate.net/, dostęp 25.04.2024,

[64] Od 2011 r. (z roczną przerwą) jestem praktykiem w obszarze pomocy prawnej dla podmiotów aktywnych na rynku finansowym. Pracowałem m.in. w UKNF i podmiotach nadzorowanych działających na rynku kapitałowym. W ramach szeroko rozumianej aktywności zawodowej m.in. brałem udział w konsultacjach publicznych *Projektu ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw* (nr UC 86 w wykazie prac legislacyjnych Ministra Rozwoju i Finansów), który został ostatecznie uchwalony jako Ustawa wdrażająca MIFID II.

[65] Vide rozdział IV pkt 1, rozdział V pkt 1, rozdział VI pkt 1 i rozdział VII pkt 1,

[66] W Wielkiej Brytanii: FCA PERG…, 13.3., w Niemczech przykładowo: BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft…, R. Stankiewicz, Załatwianie…, pkt 3,

mniejszym stopniu potrzebne. Prawidłowa kwalifikacja wykonywanej działalności maklerskiej jest istotna dla firm inwestycyjnych m.in. z uwagi na dotkliwość kar nakładanych przy naruszeniach przepisów wynikających z MIFID II[67] oraz wrażliwość podmiotów rynku kapitałowego na ryzyko reputacji. Działalność firm inwestycyjnych jest nadzorowana przez właściwe organy (w Polsce KNF), które posiadają liczne uprawnienia kontrolne, nadzorcze i sankcyjne wynikające m.in. z MIFID II[68]. Sankcje nakładane przez właściwe organy za naruszenie obowiązków wynikających z MIFID II są odstraszające i skuteczne[69]. Firmy inwestycyjne szukają bezpieczeństwa prawnego, u krajowego nadzorcy, jeżeli nie mogą jej znaleźć w prawie krajowym i prawie UE. Krajowe organy nadzorcze wydają stanowiska, które są urzędową wykładnią prawa. Brak dostosowania działalności do stanowiska może spotkać się z sankcją ze strony danego właściwego organu, jeżeli zostanie ono uznane za naruszenie prawa[70].

Odniesienia do dokumentów prywatnych (np. prospektów i dokumentacji wykorzystywanej przez firmy inwestycyjne do obsługi klientów) używam okazjonalnie. Służą one przede wszystkim do potwierdzenia wniosków wynikających z innych źródeł. Okazjonalnie używam ich do przedstawienia tych aspektów praktyki, co do których przepisy, orzecznictwo, praktyka administracyjna, literatura i doktryna nie dostarczają wyczerpującego opisu lub jednoznacznej interpretacji.

Starałem się zweryfikować część wątpliwości z organami nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Przesłałem zapytanie do FCA w celu zweryfikowania wątpliwości dotyczącej stanowiska FCA dotyczącego tzw. *self-placement'u*[71]. Zadałem też dwa pytania ESMA, które zostały oznaczone jako ESMA_QA_554 i ESMA_QA_555. Pierwsze dotyczyło zakresu usługi plasowania instrumentów finansowych w prawie UE na tle rozbieżnej implementacji w Polsce i w Niemczech. Drugie dotyczyło podejścia ESMA do wspomnianego powyżej stanowiska FCA[72]. Niestety ESMA ani FCA nie odniosły się merytorycznie do treści pytań.

---

[67] Art. 70 MIFID II,
[68] M. Burgiel-Bosak, Sankcja..., s. 48-51,
[69] Art. 70 ust. 1 MIFID II,
[70] UKNF, Stanowisko UKNF przypominające o roli, jaką w procesie świadczenia usług maklerskich przez firmy inwestycyjne pełnią stanowiska Urzędu Komisji, 14 grudnia 2015 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-13-1-2015-MT_43861.pdf dostęp 04.08.2023,
[71] FCA, PERG..., 13.3, Q15A, vide rozdział V pkt 1.3.
[72] FCA, PERG..., 13.3, Q15A,

E. Łętowska wyraziła stanowisko, że prawnicy podejmujący się pisania i publikowania tekstów naukowych niejednokrotnie działają w okolicznościach konfliktu ról ukrytego dla odbiorców tych tekstów. Dotyczy to przede wszystkim osób, które jednocześnie wykonują zawód sędziego, adwokata lub radcy prawnego. Problem ten nasilił się w kontekście sporów o tzw. kredyty frankowe[73]. Starałem się przygotować niniejszą pracę możliwie obiektywnie, przy zachowaniu najlepszych standardów naukowych. Jednocześnie z ostrożności i dla większej świadomości czytelnika przy odbiorze tekstu wskazuję, że od 2013 r. doradzam prawnie przede wszystkim firmom inwestycyjnym: bankom i domom maklerskim, w tym od 2016 r. jako radca prawny. W chwili pisania tej pracy byłem zatrudniony w jednym z banków krajowych.

7. Przedstawienie w sposób syntetyczny konstrukcji i zawartości pracy

Praca składa się **z siedmiu rozdziałów**. Każdy z nich zaczyna się wprowadzeniem, które przybliża jego treść, i kończy się wnioskami. Wprowadzenie znajduje się zawsze po tytule rozdziału i nie jest oznaczone odrębną jednostką redakcyjną z uwagi na niewielki rozmiar. Zagadnienia w poszczególnych rozdziałach porządkowane są według zasady „od ogółu do szczegółu". Najczęściej rozpoczynam analizę od regulacji UE. Wyjątkowo w rozdziale II poprzedzam analizę prawa UE krótkim nakreśleniem globalnych trendów rozwoju prawa rynku kapitałowego. Pierwsze trzy rozdziały stanowią część ogólną rozprawy. Opisuję w nich miejsce publicznoprawnej regulacji zakresu usług maklerskich w systemie prawa, przedstawiam elementy wspólne dla tych usług, genezę regulacji usług maklerskich na tle ewolucji prawa rynku kapitałowego oraz źródła przesłanek interpretacyjnych wykorzystywanych w prawie rynku kapitałowego. Każdy z czterech ostatnich rozdziałów rozprawy dotyczy zakresu jednej usługi maklerskiej. Są to rozdziały kluczowe dla potwierdzenia tezy głównej. W tych rozdziałach zestawiam polskie i unijne regulacje granic poszczególnych usług maklerskich. Teza główna jest także potwierdzana w rozdziale I pkt 2. Teza pomocnicza nr I jest potwierdzana w

[73] E. Łętowska, Co ujawnia dyskurs o kredytach frankowych, czyli o świadomym i nieświadomym uwikłaniu prawników, Europejski Przegląd Sądowy, kwiecień 2020, s. 4-13,

rozdziale III pkt 1, w szczególności w pkt 1.2. i 1.3. tego rozdziału. Teza pomocnicza nr II jest potwierdzana obok tezy głównej z rozdziałach IV-VII oraz w rozdziale I pkt 2.

Pojęcia główne, mające pierwszoplanowe znaczenie dla niniejszej pracy definiuję. W przypadku pojęć drugorzędnych odsyłam do literatury. Ze względu na rozmiary pracy i chęć uniknięcia powtórzeń wykorzystuję w pracy przypisy z odesłaniami wewnętrznymi do innych jednostek redakcyjnych pracy. Pokazują one wzajemne powiązania pomiędzy różnymi częściami dysertacji.

Rozdział pierwszy pracy składa się z czterech części. W pierwszej zostało przedstawione pojęcie prawa rynku kapitałowego oraz krótka charakterystyka tej dziedziny prawa w kontekście innych dyscyplin prawnych. Regulacja usług maklerskich jest częścią prawa rynku kapitałowego. Takie umiejscowienie pozwala na lepsze zrozumienie procesów i zależności prawnych dotyczących granic usług maklerskich. Druga część rozdziału dotyczy pojęć i cech wspólnych wielu usługom maklerskim m.in. pojęcia: działalności maklerskiej, usługi maklerskiej i instrumentu finansowego. Pojęcie instrumentu finansowego i papieru wartościowego jest polem dyskusji z uwagi na rozwój kryptoaktywów. Część z kryptoaktywów jest kwalifikowana jako instrumenty finansowe. 29 kwietnia 2024 skończyły się publiczne konsultacje ESMA dotyczące tego zagadnienia[74]. Umieszczenie ww. pojęć na początku pracy pozwala uniknąć powtórzeń w dalszych rozdziałach. Pojęcia, przede wszystkim definicje poszczególnych usług maklerskich, to sedno tej pracy. Z tego powodu nie wszystkie kluczowe pojęcia znalazły się w rozdziale I. Pojęcia związane z pojedynczymi usługami maklerskimi są analizowane w rozdziałach IV – VII poświęconych tym usługom. Wyjątkowo w rozdziałach IV – VII definiowane są pojęcia dotyczące więcej niż jednej usługi maklerskiej. Dotyczy to przede wszystkim plasowania oraz wiążącego zaangażowania firmy inwestycyjnej (*firm commitment*), które są istotą usług analizowanych w rozdziale VI i VII. Skoncentrowanie wszystkich pojęć w jednym rozdziale prowadziłoby do asymetrii rozdziałów. Zgrupowanie tematyczne pojęć w kilku rozdziałach pozwala na łatwiejsze odnalezienie danej definicji. Część trzecia rozdziału I zajmuje się

[74] ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, 29 January 2024 ESMA75-453128700-52, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf dostęp 23.03.2024,

odpowiedzią na pytanie, dlaczego właściwa kwalifikacja usługi maklerskiej jest istotna. Staram się to uzasadnić przedstawiając obowiązki, jakie wiążą się *en général* ze świadczeniem usług maklerskich oraz ze świadczeniem poszczególnych usług maklerskich. Czwarta część to najważniejsze wnioski rozdziału I.

Rozdział drugi dotyczy ewolucji regulacji usług maklerskich na tle regulacji rynku kapitałowego. Jego motywem przewodnim jest poszukiwanie determinant zmiany, rozwoju prawa rynku kapitałowego, w tym przepisów o zakresie usług maklerskich. Przedstawiana jest także krytyka kierunków rozwoju prawa rynku kapitałowego, w tym przepisów regulujących zakres usług maklerskich. Rozdział podzielony jest na cztery części. Pierwsza ma na celu nakreślenie globalnych trendów rozwoju regulacji usług maklerskich. Druga, najobszerniejsza część, przedstawia genezę i kierunki rozwoju regulacji usług maklerskich w prawie UE. Trzecia część skupia się na genezie i kierunkach rozwoju polskich przepisów regulujących zakres usług maklerskich. Czwarta część to podsumowanie najważniejszych wniosków rozdziału.

Rozdział trzeci porusza temat źródeł prawa i innych źródeł przesłanek interpretacyjnych w prawie rynku kapitałowego odnoszących się do zakresu usług maklerskich. Dzieli się on na cztery części wzorowane na czterech grupach przesłanek interpretacyjnych oraz piątą część podsumowującą najważniejsze wnioski. Część pierwsza dotyczy źródeł przesłanek unijnych, czyli przesłanek wewnętrznych i zewnętrznych wynikających z członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Część druga zawiera analizę źródeł przesłanek konstytucyjnych tzn. przesłanek wewnętrznych i zewnętrznych wyróżnionych ze względu na umieszczenie ich w akcie prawnym o szczególnym charakterze (Konstytucji). Część trzecia opisuje źródła przesłanek zewnętrznych, czyli przesłanek o charakterze substancjalnym np. zgodność z intencją ustawodawcy, zgodność z rolą społeczną jaką ma spełniać dana regulacja. Część czwarta przedstawia źródła przesłanek wewnętrznych tzn. przesłanek o charakterze formalnym, do których zalicza się w szczególności pierwszeństwo stosowania wykładni literalnej prawa, czy spójność systemową prawa[75].

Rozdziały czwarty, piąty, szósty i siódmy opisują granice poszczególnych usług maklerskich. Kolejno są to: przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia

[75] M. Matczak, *Summa…*, s. 37-39,

instrumentów finansowych (PPZ), wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, oferowania instrumentów finansowych, gwarantowanie emisji. Każdy z tych rozdziałów jest zbudowany według podobnego, czteroczęściowego schematu. Część pierwsza zawiera analizę granic odpowiednika usługi maklerskiej w prawie UE tzn. właściwej usługi inwestycyjnej z MIFID II. Część ta opiera się na przepisach prawa UE poziomu pierwszego, drugiego i trzeciego, stanowiskach organów UE oraz literaturze odnoszącej się do prawa UE. Czasami pomocniczo przywołuję stanowiska prezentowane w innych, rozwiniętych jurysdykcjach europejskich co do zakresu analizowanej usługi inwestycyjnej. Druga część rozdziału przedstawia granice usługi maklerskiej w prawie polskim. Część ta każdorazowo bazuje przede wszystkim na polskich przepisach, stanowiskach UKNF, polskiej doktrynie i przykładach z polskiej praktyki rynkowej, sądowej i administracyjnej. Podział na prawo polskie i prawo UE jest w pewnym stopniu sztuczny biorąc pod uwagę m.in. zasady wykładni prawa polskiego będącego implementacją dyrektyw UE[76]. Zabieg ten ma na celu pokazanie faktycznego prawa stosowanego w Polsce i porównanie go z modelowym prawem UE. Część trzecia rozdziału jest opisem odpowiednika analizowanej usługi maklerskiej w prawie niemieckim. Jest ona każdorazowo zakończona zestawieniem regulacji niemieckiej i zakresu polskiej usługi maklerskiej. Część czwarta to podsumowanie najważniejszych wniosków rozdziału.

[76] A. Żurawik, Wykładnia w prawie gospodarczym, Legalis 2021, Rozdział IX,

I. POJĘCIA I PODSTAWOWE ZAGADNIENIA ZWIĄZANE Z ZAKRESEM USŁUG MAKLERSKICH

Rozdział ma charakter wprowadzający. Przedstawia on zagadnienia wspólne wszystkim usługom maklerskim przedstawionym w dalszych częściach dysertacji. Dzieli się on na cztery części:

1) w pierwszej osadzam przedmiot pracy w systemie prawa;
2) druga część tego rozdziału jest zarysem granic wspólnych dla wszystkich albo dla wielu usług maklerskich m.in.:

- różne sposoby rozumienia przesłanki „działalność" w pojęciu „działalność maklerska",
- pojęcia „działalność maklerska", „usługa maklerska" i „czynność maklerska",
- pojęcie instrumentu finansowego,
- definicje „zlecenia", „dyspozycji" i „zapisu";

3) trzecia część rozdziału poświęcona jest obowiązkom związanym ze świadczeniem usług maklerskich; przedstawiam skrótowo wybrane obowiązki by podkreślić istotność przedmiotu pracy i odrębność poszczególnych usług maklerskich;
4) **czwarta** część rozdziału zawiera najważniejsze wnioski.

1. Regulacja zakresu usług maklerskich w systemie prawa

Praca odnosi się do polskiego i unijnego prawa rynku kapitałowego, a w szczególności do części tego prawa regulowanej przez MIFID II. Niektóre działy prawa „zazębiają się" z prawem rynku kapitałowego. Od strony cywilnoprawnej wskazuje się m.in. na ścisłe związki z prawem spółek, prawem papierów wartościowych i prawem wekslowym[77]. Prawo rynku finansowego, w tym MIFID były przedmiotem opracowań dotyczących m.in. wspólnotowego prawa gospodarczego[78]. Poniżej krótko przedstawiam prawo rynku kapitałowego oraz jego związki z innymi dziedzinami prawa, które są istotne z

[77] M. Koziński, J. Dybiński [w:] A. Szumański (red.), Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego tom 18, Legalis 2016, wyd. 3, s. 335-336,
[78] A. Cieśliński, Wspólnotowe prawo gospodarcze. Tom II, Legalis 2007, § 67,

punktu widzenia niniejszej pracy. Ten zabieg ma na celu umiejscowić przedmiot pracy w systemie prawa.

Przez system prawa rozumiem *stanowiący pewną całość uporządkowany zbiór norm prawnych powiązanych ze sobą funkcjonalnie, hierarchicznie oraz treściowo obowiązujących w danym państwie i w danym czasie, jakościowo różny od prostej sumy swoich elementów*[79]. Pojęciem szerszym od systemu prawa jest porządek prawny tzn. system prawny w działaniu obejmujący obok samego systemu prawnego m.in. praktykę orzeczniczą sądów, praktykę decyzyjną organów administracji i wykładnię operatywną[80]. W polskim systemie prawa źródłami rekonstrukcji normy prawnej są przede wszystkim przepisy prawa. Odróżniam je od argumentów które są wykorzystywane dla uzasadnienia określonej treści wyinterpretowanej normy prawnej m.in. poglądów doktryny[81]. Wykładnia operatywna, rozumiana jako związane z procesem decyzyjnym doprowadzenie do sformułowania normatywnej podstawy wydania decyzji stosowania prawa[82], jest elementem porządku prawnego, a nie systemu prawa. S*oft law*, stanowiska organów UE, stanowiska nadzorców krajowych, czy poglądy doktryny powoływane w niniejszej pracy co do zasady nie stanowią elementów systemu prawnego, ale elementy porządku prawnego.

1.1. Prawo Unii Europejskiej

Prawo Unii Europejskiej jest definiowane przez odwołanie do przedmiotu regulacji jako całokształt norm prawnych regulujących funkcjonowanie UE jako organizacji międzynarodowej[83]. Jest ono też definiowane przez sposób jego powstawania jako *prawo konstytuujące Unię [Europejską] przez państwa członkowskie (prawo pierwotne) oraz prawo stanowione przez instytucje Unii [Europejskiej] w ramach powierzonych im*

[79] G. Maroń, Wstęp..., s. 121,
[80] *Ibidem*, s. 123,
[81] B. Liżewski, System prawa a porządek prawny. Między konstrukcją normatywną a prawem w działaniu, Legalis 2021, Rozdział II, §3,
[82] L. Leszczyński, Wykładnia Operatywna..., pkt I,
[83] M. Cesarz [w:] A. Pacześniak, M. Klimowicz, Procesy integracyjne i dezintegracyjne w Europie. Podręcznik akademicki, Wrocław 2014, s. 185,

kompetencji (tzw. prawo wtórne lub pochodne)[84]. Przystąpienie do UE wiąże się z obowiązkiem stosowania *acquis*, czyli porządku prawnego opartego na traktatach[85].

Prawo UE jest często przedstawiane odrębnie do krajowego porządku prawnego, a czasem nawet w opozycji do niego[86]. Ze względu na zasady dotyczące stosowania praw UE, w szczególności zasadę bezpośredniego obowiązywania, bezpośredniego stosowania, bezpośredniego skutku i pierwszeństwa prawa UE[87] rozdzielenie prawa krajowego od prawa UE w konkretnej sytuacji interpretacyjnej jest zabiegiem sztucznym. W pracy przedstawiam oba porządki prawne osobno by wskazać na różnice pomiędzy nimi.

Zakres prawa UE jest związany z zakresem kompetencji UE określonych w traktatach[88]. Taki zakres regulacji powoduje powstawanie przestrzeni nieuregulowanych z uwagi na punktowe kompetencje UE[89]. Przykładowo zwraca się uwagę na potrzebę stworzenia wspólnego unijnego prawa gospodarczego[90]. Z uwagi na przedmiot niniejszej pracy koncentruję się na unijnym prawie rynku kapitałowego. Jest ono wycinkiem prawa UE leżącym w obszarze prawa rynku wewnętrznego UE, dotyczącym rynku kapitałowego – jednego z sektorów rynku finansowego[91]. Usługi finansowe, w tym usługi inwestycyjne, są jednym z obszarów prawa rynku wewnętrznego o najwyższym poziomie harmonizacji[92]. Najczęściej będę się odwoływał do MIFID II oraz do aktów wykonawczych, delegowanych i prawa miękkiego (*soft law*) wydawanych na podstawie lub w odniesieniu do tej dyrektywy.

---

[84] A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje i prawo Unii Europejskiej. Podręcznik dla kierunków prawa, zarządzania i administracji, Warszawa 2023, s. 263,

[85] S. Kalėda [w:] S. Biernat (red.), Podstawy i źródła prawa Unii Europejskiej. System Prawa Unii Europejskiej tom 1, 2020, Legalis, s. 363-367,

[86] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 795-809, M. Cesarz [w:] A. Pacześniak, M. Klimowicz, Procesy…, s. 197-199,

[87] E. Dynia, Prawo Unii Europejskiej a prawo krajowe – aspekty teoretyczne, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Rzeszowskiego Seria Prawnicza, Zeszyt 78/2013, s. 47-50,

[88] S. Kalėda [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 338, K. Kowalik-Bańczyk [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 389-395,

[89] T. Möllers, Für…, s. 25-26,

[90] P. Dupichot, Designing a Common European Business Law, La Revue Européenne du Droit (RED) Volume 3, Issue 2, July 2021, https://www.cairn-int.info/journal-red-2021-2-page-108.htm, dostęp 1.10.2023, s. 108-113,

[91] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 795-797,

[92] T. Nieborak [w:] D. Kornobis-Romanowska, Prawo rynku wewnętrznego. System Prawa Unii Europejskiej. Tom 7, Legalis 2020, s. 728-731,

1.2. Publiczne prawo gospodarcze

K. Kiczka definiuje przedmiot prawa publicznego gospodarczego jako *działania lub inne zachowania organów władzy publicznej, które stanowią wyraz prawnie określonych kompetencji interwencyjnych państwa w sferę swobodnego obrotu gospodarczego, a także wynikające z nich stosunki prawne*. Doprecyzowuje przy tym, że kompetencje interwencyjne, to *wszelkie czynności władzy publicznej, bez względu na ich formę oraz charakter prawny, które powodują korektę lub ograniczenie działania mechanizmu rynkowego – opartego wyłącznie na kryterium indywidualnej efektywności ekonomicznej osiąganej w warunkach naturalnego działania mechanizmów podaży i popytu – w określonych dziedzinach stosunków gospodarczych*[93]. Pojęcie interwencjonizmu nie jest definiowane na gruncie normatywnym. Odnosi się ono do aktywnych działań państwa, ich kategorii oraz form stosowanych wobec gospodarki. Nie obejmuje działań w obszarach sądownictwa, administracji, bezpieczeństwa i porządku publicznego[94]. B. Popowska wskazuje, że argumentami przemawiającymi za wyodrębnieniem publicznego prawa gospodarczego są w szczególności *specyficzne instytucje prawne związane z funkcjami państwa w gospodarce oraz statusem przedsiębiorcy w sferze prawa publicznego*[95]. Tak zakreślony przedmiot prawa publicznego gospodarczego krzyżuje się z przedmiotem prawa rynku kapitałowego w zakresie w jakim prawo rynku kapitałowego określa kompetencje interwencyjne państwa w sferę obrotu gospodarczego na rynku kapitałowym. Początków prawa gospodarczego zauważane są w koncepcjach J. Locke'a i W. Petty'ego z XVII wieku[96].

Przedmiot niniejszej pracy wiąże się ściśle z kompetencjami interwencyjnymi, ponieważ zakres usług maklerskich wyznacza zakres zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, o którym mowa w art. 69 ust. 1 Ustawy o obrocie. Otrzymanie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej prowadzi do uzyskania statusu

[93] K. Kiczka, Znaczenie orzecznictwa sądowego dla publicznego prawa gospodarczego [w:] J. Korczak (red.) Administracja publiczna pod rządami prawa. Księga pamiątkowa z okazji 70-lecia urodzin prof. zw. dra hab. Adama Błasia, Wrocław 2016, s. 172,

[94] A. Powałowski, Rozdział I..., s. 4,

[95] B. Popowska, Publiczne prawo gospodarcze w orzecznictwie, Zeszyty Naukowe Sądownictwa Administracyjnego nr 2011/6, LEX,

[96] M. Bidziński [w:] M. Bidziński, D. Jagiełło, Prawo gospodarcze – zagadnienia wybrane, Legalis 2016, Rozdział I, § 2,

firmy inwestycyjnej, a zarazem do objęcia działalności takiego podmiotu nadzorem KNF, o którym mowa w art. 5 Ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Zezwolenie na prowadzenie określonej działalności gospodarczej oraz nadzór organu administracji nad działalnością gospodarczą są typowymi przejawami interwencji państwa stanowiącymi zainteresowanie publicznego prawa gospodarczego[97].

Doktryna prawa rynku kapitałowego korzysta z wypracowanych rozwiązań doktryny publicznego prawa gospodarczego[98]. Przyjmuje się, że rynki finansowe, w tym rynek kapitałowy, nie mają naturalnej zdolności do samoregulacji, co uzasadnia ingerencję państwa w mechanizmy rynkowe na tych rynkach. Przyczyną tej ingerencji jest m.in. potrzeba ochrony inwestorów oraz szkodliwość i ryzyko związane z prowadzeniem w obrębie rynku kapitałowego działalności niezgodnej z prawem. Ingerencja następuje przede wszystkim przez wykorzystanie norm prawa publicznego opartych o konstrukcję reglamentacji i nadzoru. Uprawnienia w tym zakresie są wykonywane przez właściwe organy administracji[99]. Organ administracji publicznej, w tym KNF, w ramach wykonywania działań władczych występuje jako sędzia we własnej sprawie, co implikuje potrzebę istnienia niezależnego i kompetentnego sądownictwa administracyjnego, które będzie kontrolować działanie przez organ na podstawie i w granicach prawa[100]. Dotyczy to m.in. decyzji administracyjnych o udzieleniu zezwolenia na wykonywanie działalności maklerskiej, czy nakładających sankcje za przekroczenie zakresu zezwolenia.

1.3. Prawo rynku kapitałowego i rynek kapitałowy

Pojęcie prawa rynku kapitałowego odwołuje się bezpośrednio do pojęcia rynku kapitałowego, jako przedmiotu regulacji. Rynek kapitałowy może być rozumiany na dwa sposoby:

---

[97] M. Kania, K. Kiczka, M. Szydło [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne prawo gospodarcze. Tom 8B System Prawa Administracyjnego, Legalis 2018, s. 517-522, K. Horubski, L. Kieres, T. Kocowski, M. Szydło, A. Żurawik [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne prawo gospodarcze. Tom 8A System Prawa Administracyjnego, Legalis 2018, s. 386-388,

[98] P. Wajda, Akt..., § 1, A. Lichosik, Pośrednie nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, Katowice 2022, s. 9,

[99] P. Wajda, Rynki finansowe jako przedmiot szczególnego zainteresowania prawodawcy, Przegląd Prawa Publicznego 2011/7-8, pkt 2 i 3,

[100] K. Kiczka, Znaczenie..., s. 173,

- jako termin prawny, jurydyczny (pochodzący z aktu prawnego) albo
- jako termin pochodzący z nauk ekonomiczno-finansowych.

Definicja legalna rynku kapitałowego jest zawarta w art. 2 pkt 6 Ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym[101] i odnosi się ona do określonych pojęć ustawowych i aktów prawnych:

> *Art. 2.*
>
> *Ilekroć w ustawie jest mowa o:*
>
> *6) rynku kapitałowym - rozumie się przez to:*
>
> *a) rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych - w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ustaw, o których mowa w pkt 1 i 2, oraz rozporządzenia 236/2012 i rozporządzenia 648/2012, oraz*
>
> *b) rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania - w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy ustawy, o której mowa w pkt 3, i przepisy rozporządzeń, o których mowa w art. 3 ust. 5, oraz*
>
> *c) rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy, o której mowa w pkt 4, oraz*
>
> *d) rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia 1031/2010 - w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosuje się przepisy tego rozporządzenia,*
>
> *e) rynek usług finansowania społecznościowego, o których mowa w art. 2 ust. 1 lit. a rozporządzenia 2020/1503;*

Niniejsza praca odnosi się przede wszystkim do lit. a cytowanego przepisu. Pojawią się w niej także odesłania do innych podsektorów rynku kapitałowego m.in. do:
- rynku usług finansowania społecznościowego, który jest częściowo definiowany przez odesłanie do MIFID II i pojęcia usług inwestycyjnych (*investment services*) i
- rynku funduszy inwestycyjnych, ponieważ towarzystwa funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne są uprawnione do świadczenia niektórych usług maklerskich, a tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych są instrumentami finansowymi.

[101] P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 1 Nb. 5,

Przepisy Ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (art. 1 ust. 2) dzielą nadzór nad rynkiem finansowym na nadzór nad poszczególnymi częściami tego rynku, w tym nad rynkiem kapitałowym.

Druga definicja rynku kapitałowego pochodzi z nauk ekonomiczno-finansowych. Podkreśla się w niej, że rynek kapitałowy to rynek instrumentów udziałowych i dłużnych albo instrumentów finansowych o średnim lub długim okresie wykupu ewentualnie bez określonego terminu wykupu. Rynek kapitałowy jest odróżniany od rynku terminowego oraz rynku pieniężnego[102].

Polskie piśmiennictwo w większości skłania się do powiązania pojęcia prawa rynku kapitałowego z definicją legalną rynku kapitałowego[103]. A. Szajkowski twierdzi, że na prawo rynku kapitałowego składają się trzy ustawy: Ustawa o obrocie, Ustawa o ofercie oraz Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym[104]. R. Blicharz przedstawia opis prawa rynku kapitałowego, w którym odwołuje się do definicji ekonomiczno-finansowej wskazując, że na rynku kapitałowym dokonuje się transakcji długoterminowymi i średnioterminowymi instrumentami finansowymi[105]. Definicja legalna i ekonomiczno-finansowa rynku kapitałowego nie pokrywają się. Definicja legalna jest co do zasady szersza. MIFID II reguluje poza rynkiem kapitałowym m.in. fragmenty rynku terminowego i rynku pieniężnego. Wynika to z objęcia regulacją MIFID II instrumentów finansowych, do których zaliczają się m.in. instrumenty rynku pieniężnego, opcje, transakcje typu futures, forward, swapów, czy inne instrumenty pochodne (Załącznik nr 1 Sekcja C pkt 2 i 4-10 MIFID II) charakterystyczne dla tych dwóch rynków[106].

Pojęcie prawa rynku kapitałowego (*Kapitalmarktrecht*) jest stosowane w doktrynie niemieckiej[107]. Prawo rynku kapitałowego jest tam kojarzone z definicją ekonomiczną

---

[102] S. Thiel, Rynek kapitałowy i terminowy, 2010, KNF, s.6-8, M. Glicz, Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna, Legalis 2018, Rozdział I, § 1, pkt II, T. Sójka, T. Jaranowski [w:] T. Sójka (red.) Obrót..., Komentarz do art. 1, Nb. 6 i 7,

[103] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Prawo rynku kapitałowego, wyd. 6, Warszawa 2019, s. 1, 6 i 7, A. Szajkowski [w:] A. Szajkowski (red.), Prawo spółek osobowych. System Prawa Prywatnego, tom 16, Legalis 2016, s. 25, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 1 Nb. 1 i 3-5,

[104] A. Szajkowski [w:] A. Szajkowski (red.), Prawo..., s. 25,

[105] R. Blicharz, Instytucje prawa rynku kapitałowego, 2013, s. 20,

[106] P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 1 Nb. 5,

[107] przykładowo: P. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Heidelberg 2022, wyd. 12, s. 1-3 i 18-22,

rynku kapitałowego, który jest częścią rynków finansowych (*Finanzmärkte*). Rynki finansowe są odróżniane od rynków towarowych (*Gütermärkte*). Ta definicja uznaje odrębność rynku kapitałowego, rynku pieniężnego (*Geldmarkt*) i rynku terminowego (*Terminmarkt*)[108].

W literaturze dotyczącej unijnego prawa rynku kapitałowego wskazuje się, że nie istnieje jednoznaczna, klarowna definicja prawa rynku kapitałowego (*capital markets law*). Jednocześnie istnieje pewna zgoda, że przedmiotem prawa rynku kapitałowego jest: organizacja rynków kapitałowych, dostęp do nich oraz handel papierami wartościowymi zarówno na zarówno na rynkach, jak i dwustronny[109].

1.4. Prawo rynku finansowego oraz prawo giełdowe

Pojęciem szerszym od prawa rynku kapitałowego jest prawo rynku finansowego[110]. Przedmiotem tej dziedziny prawa są regulacje rynku usług finansowych. Składają się na nie regulacje wspólne dla usług finansowych, regulacje poszczególnych usług finansowych, regulacje dotyczące podmiotów świadczących usługi, jak i instytucji mających na celu zapewnienie prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Wyodrębnienie prawa rynku finansowego można powiązać z dużą aktywnością legislacyjną UE w zakresie rynku finansowego, w tym zamiarem stworzenia jednolitego rynku finansowego. Rynek finansowy dzieli się na sektory, przede wszystkim sektor usług kredytowych, inwestycyjnych, płatniczych i ubezpieczeniowych[111]. R. Blicharz dzieli rynek finansowy na: rynek bankowy, emerytalny, ubezpieczeniowy, uzupełniający nadzór nad instytucjami pieniądza elektronicznego i rynek kapitałowy[112]. Zauważane jest podobieństwo instytucji prawnych występujących w różnych sektorach rynku finansowego. Cechą wspólną jest metoda regulacji zakładająca jednoczesne

[108] M. Schlitt [w:] B. Grunewald, M. Schlitt (red.) Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. wyd., Monachium 2014, s. 1-3, P. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht..., s. 1-3 i 18-22, A. Früh [w:] S. Kümpel, P. Mülbert, A. Früh, T. Seyfried (red.) Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 2022, Nb. 1.95-1.97,

[109] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 28,

[110] A. Lichosik, Zakres przedmiotowy prawa rynku kapitałowego – zagadnienia wybrane, Przegląd Naukowy Disputatio nr 1/2015, tom XIX, s. 24,

[111] E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa* [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.) Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka. Lex 2016,

[112] R. Blicharz, Instytucje..., 2013, s. 18,

występowanie i przenikanie się regulacji prywatnoprawnej i publicznoprawnej[113]. Przedmiotowa praca odnosi się do części prawa rynku finansowego związanej z regulacją sektora usług inwestycyjnych. Miejscami korzystam z dorobku prawnego, w tym orzecznictwa TSUE, dotyczącego innych sektorów rynku finansowego mając na uwadze analogię regulacji.

Prawo giełdowe jest to *ogół regulacji normatywnych poświęconym stosunkom prawnym z udziałem giełdy*. Termin prawa giełdowego jest promowany przez K. Zacharzewskiego[114]. Jest on dość wąski i oddala się od pojęć stosowanych przez ustawodawcę polskiego i unijnego. Ustawodawca unijny nie posługuje się pojęciem giełdy. W MIFID II pojawiają się pojęcia takie jak: system obrotu, rynek regulowany, MTF (*multilateral trading facility*), czy OTF (*other trading facility*). Ustawodawca polski pod wpływem ustawodawcy unijnego stopniowo rezygnuje z używania tradycyjnego pojęcia giełdy. Zrezygnował on już m.in. z podziału rynku regulowanego w Ustawie o obrocie na rynek giełdowy i pozagiełdowy[115]. Niniejsza praca w pewnych aspektach wykracza poza przedmiot prawa giełdowego, ponieważ odnosi się nie tylko do pośrednictwa w zakresie instrumentów finansowych na giełdzie, ale też poza nią. Prawo rynku kapitałowego i niniejsza rozprawa dotyczy obrotu instrumentami finansowymi, a prawo giełdowe skupia się na zjawisku giełdy, także giełdy towarowej[116].

1.5. Przeplatanie się regulacji publicznoprawnej i prywatnoprawnej

Przepisy prawa rynku kapitałowego i prawa rynku finansowego są niemożliwe do jednoznacznego zakwalifikowania jako przepisy wyłącznie prywatnoprawne albo wyłącznie publicznoprawne. Bywa kwestionowany sens stosowania tego podziału,

[113] M. Fedorowicz, Koncepcja finansowego stosunku prawnorynkowego w sieciowym ujęciu zależności na rynku finansowym [w:] A. Gorgol, Teoretyczne i praktyczne aspekty prawa finansowego. Problemy, koncepcje, wyzwania i rozwiązania, Legalis 2020, A. Michór, O modelu regulacji rynku finansowego [w:] A. Gorgol, Teoretyczne i praktyczne aspekty prawa finansowego. Problemy, koncepcje, wyzwania i rozwiązania, Legalis 2020,

[114] K. Zacharzewski, Prawo..., s. 1-6,

[115] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 991, Rządowy projekt o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw z projektami aktów wykonawczych, https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/E4F664D8D3564E3BC1258065004DF149/%24File/991.pdf dostęp 03.01.2023, s. 3-4 uzasadnienia projektu ustawy,

[116] K. Zacharzewski, Prawo..., s. 12-14,

pochodzącego od Ulpiana, w odniesieniu do prawa rynku kapitałowego i prawa rynku finansowego[117]. Występują różne poglądy, jak należy opisać to zjawisko.

A. Chłopecki i M. Dyl uznają, że ustawodawca posłużył się różnymi metodami regulacji przy tworzeniu prawa rynku kapitałowego:

- metodą cywilnoprawną w przypadku przepisów dotyczących umów zawieranych na rynku kapitałowym oraz cywilnoprawnych następstw niewykonania zobowiązań,
- metodą administracyjnoprawną w zakresie w jakim występują stosunki administracyjnoprawne, nierówność podmiotów tego stosunku, wydawane są akty administracyjne np. wydawanie zezwoleń na prowadzenie działalności maklerskiej, nadzór nad rynkiem kapitałowym,
- metodą prawnokarną przez nałożenie sankcji karnej na określone zachowania na rynku kapitałowym.

Przywołani autorzy zauważają specyficzny wpływ norm administracyjnoprawnych na normy prawa cywilnego funkcjonujące w obszarze rynku kapitałowego[118].

J. Dybiński określa prawo rynku kapitałowego jako amalgamat norm cywilnoprawnych, administracyjnoprawnych i prawnokarnych. Jego zdaniem nie jest możliwe *ustalenie ścisłej granicy pomiędzy prawem prywatnym a publicznym*[119]. Nie jest to pogląd odosobniony[120].

Zmieszanie norm prawa prywatnego i administracyjnego i karnego nie jest wyłącznie cechą polskiego prawa rynku kapitałowego. Analogiczna cecha jest dostrzegana przez doktrynę niemieckiego prawa rynku kapitałowego[121]. P. Buck-Heeb odrzuca teorię o podwójnej, prywatno-prawnej i publiczno-prawnej, naturze przepisów prawa rynku kapitałowego. Argumentuje to tym, że podział na prawo prywatne i publiczne jest z wielu względów istotny. Dotyczy to m.in. ustalenia czy dana norma ma charakter bezwzględnie wiążący (normy publicznoprawne), czy też może być zmieniona na skutek umowy prywatnoprawnej. Jest to także istotne dla określenia właściwości sądu w niemieckim systemie prawa (sądy administracyjne i sądy ogólne). Zasady tego

[117] M. Mariański, Rynek finansowy jako miejsce przenikania się norm prawa prywatnego i prawa publicznego, Studia Prawno-Ekonomiczne, t. C, 2016, s. 123-133,
[118] A. Chłopecki, M. Dyl, Prawo..., s. 3-5,
[119] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5c..., s. 814,
[120] M. Fedorowicz, Koncepcja...,
[121] M. Schlitt [w:] B. Grunewald, M. Schlitt (red.) Einführung..., s. 1-3,

wydzielenia w prawie niemieckim nie są jasne, ponieważ orzecznictwo nie zdecydowało się na żadną konsekwentną teorię, ale ocenia te okoliczności indywidualnie, w zależności do stanu faktycznego[122].

W przypadku prawa rynku kapitałowego UE fenomen ten jest opisywany w nieco odmienny sposób. Wskazuje się, że prawo UE nie podlega tradycyjnemu podziałowi na prawo publiczne i prywatne. Dotyczy to także unijnego prawa rynku kapitałowego[123]. Zdaniem części autorów prawo to ma podwójną naturę publiczno-prywatną[124]. Uznaje się, że przepisy MIFID i MIFID II mają co do zasady charakter publicznoprawny. Normy unijnego prawa publicznego mają wpływ na prawo prywatne[125]. Ta zależność bywa poddawana w wątpliwość. Jako przykład powołuje się kontrowersyjne orzecznictwo XI Senatu Cywilnego BGH, który uznaje, że prawo nadzorcze (*supervisory law*) nie powinno mieć wpływu na prawo prywatne. Ten pogląd jest istotny w kontekście toczącego się w niemieckim orzecznictwie sporu o skutki prywatnoprawne naruszenia obowiązków wynikających z MIFID II[126]. Publiczne prawo rynku kapitałowego jest w dużej części zharmonizowane w UE. Prywatne prawo rynku kapitałowego nie zostało zharmonizowane. Nabywanie, zbywanie, i własność papierów wartościowych są regulowane przez przepisy krajowe poszczególnych państw UE[127] .

Zakres usług maklerskich z art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie, rozumiany jako zakres zezwolenia na świadczenie tych usług, jest zagadnieniem publicznoprawnym. Zakres usług maklerskich świadczonych klientowi przez firmę inwestycyjną na podstawie umowy może być też rozpatrywany z prywatnoprawnego punktu widzenia. Przepisy określające obecnie zakres usług maklerskich w Ustawie o obrocie (m.in. art. 72, 73, 74b,

[122] P. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht…, s. 13-14,

[123] M. Andenas, Foreword [w:] R. D'Ambrosio, S. Montemaggi (red.) Private and Public Enforcement of EU Investor Protection Regulation, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n. 9/2020, https://ssrn.com/abstract=3708166, dostęp 02.12.2022, s. 10

[124] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 814-817,

[125] T. Sójka, The Civil Liability of Asset Managers – a Polish Perspective, Adam Mickiewicz University Law Review, Vol. 9, 2019, http://ppuam.amu.edu.pl/uploads/PPUAM%20vol.%209/02_S%C3%B3jka.pdf dostęp 04.05.2022, s. 26-27, F. Annunziata, MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law [w:] R. D'Ambrosio, S. Montemaggi (red.) Private and Public Enforcement of EU Investor Protection Regulation, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n. 9/2020, https://ssrn.com/abstract=3708166, dostęp 02.12.2022, s. 52-56, G. Spindler [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts – Kommentar, Monachium 2016, s. 2016-2021,

[126] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European…, s. 29 i 573-575,

[127] *Ibidem*, s. 29,

75, 76) do 21 kwietnia 2018 r. literalnie określały zakres umów o świadczenie usług maklerskich[128]. MIFID, ani MIFID II nie harmonizują prywatnoprawnej kwalifikacji poszczególnych usług maklerskich. Z tego powodu kwalifikacje tą są różne w różnych porządkach krajowych[129]. Prawo publiczne wpływa jednak na prawo prywatne, ponieważ granice usług maklerskich (zezwolenia) określone przez MIFID, a następnie MIFID II powinny być uwzględnione przy kwalifikacji cywilnoprawnej tych usług. Jednocześnie krajowe prawo prywatne ma pewien wpływ na opis świadczonej usługi maklerskiej. Prawidłowe osadzenie usługi maklerskiej w krajowym prawie prywatnym ułatwia wytyczenie bardziej precyzyjnego zakresu tej usługi. Brak lub ograniczone odwołania do krajowego prawa prywatnego przy definiowaniu granic usług maklerskich prowadzą do niepewności i rozmycia tych granic. Staram się pokazać to zjawisko w dalszych rozdziałach zestawiając polskie i niemieckie doświadczenia implementacji MIFID II w zakresie usług maklerskich. Zakres usług maklerskich w polskim prawie określany jest też przez przepis karnoprawny tzn. publicznoprawny (art. 178 Ustawy o obrocie).

Na marginesie warto zwrócić uwagę, że podział na prawo publiczne i prawo prywatne jest często uznawany za podział odrębny względem podziału na gałęzie prawa. Sugeruje to, że w wielu gałęziach występują obok siebie zarówno przepisy publicznoprawne, jak i prywatnoprawne. W zależności od gałęzi prawa udział przepisów prywatnoprawnych i publicznoprawnych jest różny. W doktrynie pojawiły się nawet głosy sugerujące zasadność dyskusji nad wyodrębnieniem prawa administracyjnego prywatnego[130]. W prawie rynku kapitałowego istnieje znaczący udział zarówno przepisów publicznoprawnych i prywatnoprawnych.

[128] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191..., s. 23-24 uzasadnienia, E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...,* 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 2,

[129] D. Busch, Why..., s. 3,

[130] W. Małecki, Prawo administracyjne prywatne. Propozycja nowego terminu w siatce pojęciowej polskiego prawa administracyjnego, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3833, Przegląd Prawa i Administracji CXIV, Wrocław 2018, s. 149-165, J. Helios, Publicyzacja prawa prywatnego – prywatyzacja prawa publicznego, Wrocław 2013, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3502, Przegląd Prawa i Administracji XCII, s. 18-19

1.6. Zakres usług maklerskich

Zakres jest pojęciem słownikowym oznaczającym m.in. „granicę zasięgu jakiegoś zjawiska, działania, faktu" oraz „zbiór wszystkich desygnatów nazwy"[131]. W piśmiennictwie prawniczym relatywnie często używane jest określenie „granice" obok terminu „zakres". Przykładowo H. Knysiak-Molczyk pisze o „granicach prawa do informacji w postępowaniu administracyjnym i sądowoadministracyjnym"[132]. A. Dyrda i T. Gizbert-Studnicki w następujący sposób piszą o granicach sporów interpretacyjnych w prawoznawstwie: *pytanie o granice interpretacji w przyjętym przez nas rozumieniu to pytanie o to, jakie racje w argumentacji interpretacyjnej są dopuszczalne, a jakie wykluczone*[133]. J. Zimmermann posługuje się określeniem „granic prawa administracyjnego" i „graniczności prawa administracyjnego", a nawet „pogranicza prawa administracyjnego". Odwołuje się on do koncepcji, zgodnie z którą prawo administracyjne ma granice ze wszystkimi innymi gałęziami prawa jako dyscyplina podstawowa. Badanie tych granic uznaje on za czynność pożyteczną dla lepszego rozumienia prawa administracyjnego. Proponuje przy tym spojrzenie z dwóch perspektyw: granic jednoznacznych i zacierających się granic[134]. Ta myśl jest rozwijana przez W. Jakimowicza[135]. W toku pracy odwołuję się do dwóch dokumentów, które wprost odwołują się do granicy (ang. *perimeter*). Pierwszym jest *Perimeter Guidance* (PERG) wydawany przez brytyjskiego nadzorcę. Zawiera on *wskazówki dotyczące okoliczności, w których uzyskanie zezwolenia jest wymagane lub występuje wyłączenie od takiego obowiązku*[136]. Drugim dokumentem jest opinia ESMA dotycząca granicy systemu obrotu (*ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter*). System obrotu jest pojęciem istotnym dla MIFID II, a prowadzenie niektórych systemów obrotu (MTF, OTF) stanowi działalność maklerską. Na wstępie tego dokumentu ESMA wskazuje, że opinia

[131] Wydawnictwo Naukowe PWN, Słownik języka polskiego PWN, https://sjp.pwn.pl/slowniki/zakres.html, dostęp 22.12.2023,
[132] H. Knysiak-Molczyk, Granice prawa do informacji w postępowaniu administracyjnym i sądowoadministracyjnym, LexisNexis, LEX 2013, Wstęp,
[133] A. Dyrda, T. Gizbert-Studnicki, Granice sporów interpretacyjnych w prawoznawstwie
[134] J. Zimmermann, Alfabet prawa administracyjnego, LEX 2022, Granicznośc, J. Zimmermann, Wstęp [w:] J. Zimmermann (red.), Pogranicze prawa administracyjnego, LEX 2019,
[135] W. Jakimowicz, O pograniczu bez granic [w:] J. Zimmermann (red.), Pogranicze prawa administracyjnego, LEX 2019,
[136] FCA, Perimeter Guidance (PERG), https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf, dostęp 22.12.2023, pkt 1.1.2.,

ma na celu wyjaśnienie definicji wielostronnych systemów oraz granicy systemu obrotu w szczególności ma dostarczyć wskazówek, kiedy systemy powinny być uznane za wielostronne i powinny ubiegać się o zezwolenie jako systemy obrotu[137]. Pojęcie zakresu i granicy w niniejszej pracy używane jest używane w analogicznym kontekście do wskazanego przez ESMA i FCA. Prowadzone badania mają na celu ustalenie okoliczności, które powinny być kwalifikowane jako świadczenie usługi maklerskiej, a w konsekwencji wymagających zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, i takich okoliczności, które nie powinny być kwalifikowane jako świadczenie usługi maklerskiej.

2. Pojęcia wspólne dla usług maklerskich

Poniżej przedstawione zostaną pojęcia istotne dla określenia zakresu wielu usług maklerskich. Część z tych pojęć jest wspólna dla wszystkich usług maklerskich.

2.1. Działalność maklerska, usługa maklerska, czynność maklerska

W doktrynie[138] występuje podział na **czynności maklerskie sensu stricto** zasadniczo zastrzeżone dla firm inwestycyjnych (art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie) i **czynności maklerskie sensu largo**, które uznaje się za czynności maklerskie, gdy są wykonywane przez firmę inwestycyjną (art. 69 ust. 4 Ustawy o obrocie). Czynności z drugiego katalogu mogą być wykonywane także przez inne podmioty niż firmy inwestycyjne. Katalog czynności maklerskich jest katalogiem zamkniętym[139]. Polski ustawodawca definiując działalność maklerską w art. 69 Ustawy o obrocie posługuje się pojęciem „**czynności**". Pojęcie czynności (maklerskich) obejmuje pełny katalog czynności z art.

[137] ESMA, Final Report On ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter, 2 February 2023, ESMA70-156-6360, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA70-156-6383%20Final%20Report%20on%20ESMA%27s%20Opinion%20on%20the%20trading%20venue%20perimeter.pdf, dostęp 13.12.2023, s. 5,

[138] przykładowo M. Fedorowicz [w:] T. Sójka (red.) Obrót ..., Komentarz do art. 69 Nb. 2,

[139] P. Zapadka, *Usługi bankowości inwestycyjnej*, C.H. Beck 2012, Wyd. 1, Legalis, Rozdział IX, M. Fedorowicz [w:] T. Sójka (red.) Obrót ..., Komentarz do art. 69 Nb. 2, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 69 Nb. 6-8, J. Gola, Charakter prawny zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej [w:] L. Kieres (red.) Środki prawne publicznego prawa gospodarczego, 2007, s. 14,

69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie. Pojęcie czynności maklerskiej nie przesądza o obowiązku uzyskania zezwolenia, ponieważ nie odnosi się do natężenia wykonywanej działalności. Art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie są odbiciem odpowiednio Sekcji A i B Załącznika I MIFID II. Sekcja A nazwana jest „**Usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna**" (*investment services and activities*), natomiast sekcja B nosi tytuł „**Usługi dodatkowe**" (*ancillary services*). W Sekcji A nie dokonano jasnego podziału na katalog **usług inwestycyjnych** i **działalności inwestycyjnych**. Różnicę pomiędzy tymi pojęciami wyznacza osoba **klienta**. Art. 4 ust. 1 pkt 9 MIFID II określa wprost, że **klientem** jest *osoba fizyczna lub prawna na której rzecz firma inwestycyjna świadczy usługi inwestycyjne lub dodatkowe*. A contrario **klient nie występuje** w przypadku prowadzenia **działalności inwestycyjnej** w rozumieniu MIFID II. Przykładem działalności inwestycyjnej jest zawieranie transakcji przez firmę inwestycyjną na własny rachunek, poza przypadkiem, gdy wykonuje ona w ten sposób zlecenie klienta. D. Busch umieszcza w katalogu działalności inwestycyjnych prowadzenie MTF. Prowadzenie OTF jest przez niego uznawane czasami za działalność inwestycyjną[140], a czasami za czynność hybrydową mającą zarówno cechy działalności inwestycyjnej, jak i usługi inwestycyjnej. W przypadku kwalifikacji hybrydowej uznaje on, że usługa inwestycyjna występuje w zakresie w jakim operator OTF podejmuje dyskrecjonalne decyzje o parowaniu zleceń uczestników OTF[141]. Pojęcie **działalności inwestycyjnej** (*investment activity*) jest różne od stosowanego przez polskiego ustawodawcę pojęcia **działalności maklerskiej**. To ostatnie obejmuje całość czynności z art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie.

Podział na usługi inwestycyjne i działalności inwestycyjne z MIFID II jest istotny dla określenia zakresu obowiązków firmy inwestycyjnej związanych z daną czynnością. Cała sekcja zatytułowana: „Przepisy zapewniające ochronę inwestora" (art. 24 – 30 MIFID II) odnosi się do obowiązków spełnianych wobec **klientów** lub **potencjalnych klientów**. Skoro klient to pojęcie związane z **usługą inwestycyjną**, to osoba korzystająca z działalności inwestycyjnej firmy inwestycyjnej nie będzie objęta przepisami o ochronie inwestora[142]. Taki wniosek płynie też z literalnego brzmienia art.

[140] D. Busch, MIFID II: Stricter..., s. 2-3,
[141] D. Busch, MiFID II and MiFIR..., s. 126-128,
[142] *Ibidem*, s. 127-128,

24 ust. 1 i art. 26 MIFID II, które wskazują, że poszczególne obowiązki z zakresu ochrony inwestorów dotyczą usług inwestycyjnych.

Podział wynikający z MIFID II na usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjną jest rzadko dostrzegany wprost w polskim dyskursie naukowym. Odwołuje się do niego J. Dybiński, jednak nie dzieli on poszczególnych pozycji z Sekcji A Załącznika I MIFID II na usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjną[143]. Uzasadnieniem niewielkiego zainteresowania tym tematem przez przedstawicieli polskiej doktryny może być większe skupianie na krajowej implementacji MIFID II i mniejszy nacisk kładziony na tekst dyrektywy. Może to także wynikać z faktu, że działalność inwestycyjna wykonywana przez polskie firmy inwestycyjne jest ograniczona i sprowadza się wyłącznie do nabywania instrumentów finansowych na własny rachunek (*dealing on own account*). Działalność polegająca na prowadzeniu MTF i OTF nie jest wykonywana przez polskie firmy inwestycyjne. W momencie zakończenia prac nad tym tekstem nie zostało przez KNF udzielone żadne zezwolenie na prowadzenie takiej działalności maklerskiej[144]. Polski ustawodawca uwzględnił podział na usługi inwestycyjne i działalności inwestycyjne przy implementacji MIFID II, jednak jest on nieco ukryty. Można znaleźć pewne wskazówki np. w art. 3 pkt 39b, 39c oraz w art. 3a Ustawy o obrocie. Nakazują one firmie inwestycyjnej dokonać klasyfikacji klientów (podział na klientów detalicznych, klientów profesjonalnych i uprawnionych kontrahentów) w przypadku świadczenia co najmniej jednej z **usług**, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 Ustawy o obrocie. Pomimo, że art. 69 Ustawy o obrocie literalnie odnosi się do **działalności maklerskiej**, to ww. przepisy referują do **usług**. Sugeruje to, że nie każda działalność maklerska z art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie jest usługą. Po drugie w art. 83h ust. 1 Ustawy dotyczący zakresu tzw. **testu adekwatności** odnosi się do **usług maklerskich z art. 69 ust. 2 pkt 1, 2, 6, 7 i 9 Ustawy o obrocie**. **Zarządzanie portfelem i doradztwo inwestycyjne** są objęte tzw. **testem odpowiedniości** (art. 83g Ustawy o obrocie). Brak jest obowiązku wykonywania testu wiedzy i doświadczenia w przypadku

[143] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów…, s. 1377-1381,

[144] UKNF, Firmy inwestycyjne - Banki prowadzące działalność maklerską, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/Firmy_inwestycyjne_i_Agenci_firm_inwestycyjnych/Banki_prowadzace_dzialalnosc_maklerska, dostęp 09.05.2024, UKNF, Firmy inwestycyjne - Domy maklerskie, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/Firmy_inwestycyjne_i_Agenci_firm_inwestycyjnych/domy_maklerskie, dostęp 09.05.2024,

działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 3 i 8 Ustawy o obrocie tzn. nabywania i zbywania instrumentów finansowych na rachunek własny oraz prowadzenia MTF. Sugeruje to, że ustawodawca polski nie postrzega tych dwóch działalności maklerskich jako **usług** generujących obowiązek przeprowadzenia badania adekwatności. Można to powiązać ze wspomnianym wcześniej podziałem na usługi inwestycyjne i działalności inwestycyjne z MIFID II oraz obowiązkiem stosowania przepisów o ochronie inwestorów wyłącznie w przypadku usług inwestycyjnych. Podział wypływający z Ustawy o obrocie przy takiej wykładni byłby zbieżny z przytoczonym wyżej poglądem D. Busch'a[145].

Usługi maklerskie są pojęciem jurydycznym, występującym przede wszystkim w Ustawie o obrocie m.in. w art. 73 ust. 2d, art. 83a ust. 1, art. 83h ust. 1 tej ustawy. Nie jest ono zdefiniowane. Ustawodawca wiąże je z **art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie**, jednak nie przesądza *explicite*, czy dotyczy wszystkich pozycji zawartych w tych przepisach. Pojęcie usługi maklerskich związane jest z pojęciem klienta także w polskich przepisach. J. Dybiński zauważa rozbieżność pomiędzy definicją klienta zawartą w Ustawie o obrocie i w MIFID II polegające na tym, że polski ustawodawca zrównał klienta z potencjalnym klientem[146]. Pomimo tego polski ustawodawca posługuje się równolegle pojęciem potencjalnego klienta obok pojęcia klienta m.in. w art. 73b ust. 3 Ustawie o obrocie. Ustawa o obrocie nie zawiera definicji klienta, ale definicje klienta detalicznego, klienta profesjonalnego i uprawnionego kontrahenta. Pojęcie klienta jest definiowane w § 2 pkt 15 r.w.s.t.p. i różni się od pojęć klienta detalicznego i klienta profesjonalnego. Zgodnie z tą definicją **klientem** jest przede wszystkim **osoba, która zawarła umowę o świadczenie usług maklerskich**. Jest to rozbieżne z MIFID II i definicją z art. 3 pkt 39c Ustawy o obrocie, które uznają za decydujące **świadczenie usługi inwestycyjnej, dodatkowej lub maklerskiej**. Definiowanie klienta jako osoby, która zawarła umowę o świadczenie usługi mogłoby stawiać pod znakiem zapytania praktykę UKNF polegającą na zarzucaniu firmom inwestycyjnym „bezumowne świadczenie usługi maklerskiej"[147]. Z uwagi na brak

[145] D. Busch, MiFID II and MiFIR..., s. 126-128,
[146] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5c..., s. 795-797
[147] W. Pietrzyk [w:] J. Bąk, W. Pietrzyk, Rynek Forex. Zagrożenia i prawa uczestników nieprofesjonalnych. Poradnik klienta usług finansowych, Warszawa 2018, s. 56-57,

zawarcia umowy osoba nie uzyskałaby statusu klienta więc nie doszłoby do usługi maklerskiej. Taka argumentacja jest jednak niemożliwa do przyjęcia z uwagi na hierarchiczność aktów prawnych. Definicja klienta z r.w.s.t.p. jest sprzeczna z definicją klienta detalicznego z Ustawy o obrocie w analizowanym zakresie i nie powinna być stosowana z uwagi na zasadę *lex superior derogat legi inferiori*. Definicja klienta powinna też być wykładana w sposób, który zapewni skuteczność stosowania MIFID II.

Pojęcie „usługi, o których mowa w art. 69 ust. 2 i 4" z art. 3 pkt 39b i 39c oraz w art. 3a Ustawy o obrocie może budzić wątpliwość, czy pojęcie „usług maklerskich" nie jest tożsame z pojęciem „działalności maklerskiej". Skoro ustawodawca odwołuje się do art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie to znaczy, że odwołuje się do wszystkich pozycji katalogu, który nazywa jednocześnie „działalnością maklerską". Można argumentować, iż **usługa maklerska** stanowi taki rodzaj działalności maklerskiej, w którym występuje **klient**. W takim przypadku działalność maklerska byłaby rozumiana jako zbiorczo: usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna z MIFID II, a usługi maklerskie byłyby usługami inwestycyjnymi poszerzonymi o usługi dodatkowe świadczone na rzecz klientów z MIFID II. Taka argumentacja jest kłopotliwa z uwagi na fakt, że ustawodawca implementował niektóre postanowienia MIFID II w taki sposób, jakby zakładał, że pojęcie usługi maklerskie zawiera w sobie zarówno usługi inwestycyjne, jak i działalność inwestycyjną. Przykładowo obowiązek zachowania ciągłości świadczonych usług maklerskich z art. 83a ust. 1 Ustawy o obrocie. Jego wzorzec unijny (art. 16 ust. 4 MIFID II) dotyczy zarówno usług inwestycyjnych, jak i działalności inwestycyjnej. Używanie dwóch nazw na określenie jednego pojęcia jest sprzeczne z § 10 Zasad techniki prawodawczej. Mając na względzie obowiązek stosowania wykładni prounijnej skłaniam się do twierdzenia, że mamy do czynienia z niedbałością ustawodawcy, ale nie dochodzi do naruszenia przepisów prawa UE z uwagi na konieczność stosowania wykładni prounijnej. Nieprecyzyjny sposób formułowania polskich Ustawy o obrocie w obszarze podstawowych pojęć sprawia, że jest ona trudna w odbiorze. Jej lektura bez jednoczesnej analizy MIFID II ma ograniczony walor informacyjny. De lege ferenda najmniej kłopotliwym rozwiązaniem byłoby stosowanie oznaczeń podobnych do tych, które są stosowane w dyrektywie (usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna) by nie wprowadzać dodatkowych, niepotrzebnych podziałów.

Można rozpatrywać pojęcie usług maklerskich od strony potocznego znaczenia słowa: „usługa" albo przez odwołanie do umowy o świadczenie usług z art. 750 KC. Oba te podejścia są bezowocne przy analizowaniu pojęcia „usługi maklerskie" pochodzącego od pojęcia „usług inwestycyjnych" zawartego w MIFID II. Wykładnia potoczna jest nieodpowiednia wobec określoności prawnej pojęcia „usługi inwestycyjne" i „działalność inwestycyjna" w tekście dyrektywy. Wykładnia przez pryzmat art. 750 KC jest błędna z uwagi na autonomiczny charakter prawa UE i zasadę jego autonomicznej wykładni[148]. E. Kniaziowska-Bryk zwraca uwagę, że nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych na własny rachunek jest czynnością maklerską, która nie ma charakteru usługowego. Jednocześnie dodaje ona, że charakter ten może się pojawić w przypadku czynności animatora rynku lub animatora emitenta[149]. Wydaje się to być spojrzenie od strony cywilnoprawnego pojęcia usługi, a nie od strony podziału na działalność inwestycyjną (*investment activities*) i usługi inwestycyjne (*investment services*) z MIFID II. Wykonywanie czynności animatora rynku lub animatora emitenta powinno być kwalifikowane jako działalność inwestycyjna (*investment activity*) z MIFID II. Pełnienie funkcji animatora rynku jest wymienione w art. 2 ust. 1 lit. d pkt i) MIFID II i wiąże się z innymi obowiązkami niż umowy o świadczenie usług inwestycyjnych np. określonymi w art. 17 ust. 3 MIFID II. Jedyną usługą inwestycyjną, jaka wiąże się z zawieraniem transakcji na własny rachunek przez firmę inwestycyjną jest zawieranie transakcji na własny rachunek w wykonaniu zlecenia klienta[150]. Osoba z którą zawierana jest umowa o pełnienie funkcji animatora nie jest klientem w rozumieniu MIFID II i nie przysługują jej uprawnienia z zakresu ochrony inwestorów. Środki ochrony przewidziane dla inwestorów przez MIFID II nie odpowiadają sytuacji faktycznej takiej osoby. Środki te mają na celu wyposażenie inwestora w odpowiednie informacje i przedstawienie mu skrojonej dla jego potrzeb oferty inwestycyjnej. Osoba zawierająca z firmą inwestycyjną umowę o świadczenie usług animatora nie ma w zamiarze inwestowania, ale zapewnienie płynności określonych instrumentów finansowych.

[148] M. Zirk-Sadowski [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa..., s. 51-52,
[149] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 74d Nb. 1,
[150] Art. 2 ust. 1 lit. d pkt iv) MIFID II,

W niniejszej pracy koncentruję się na wybranych usługach inwestycyjnych oraz usługach maklerskich o charakterze usługowym. Poza zakresem pracy pozostaje działalność inwestycyjna nie stanowiąca jednocześnie usług inwestycyjnych (maklerskich).

2.2. Natężenie działalności maklerskiej

Pojęcie „działalności maklerskiej" cechuje pewna intensywność i poziomem zorganizowania wykonywanych czynności. Jest to określenie pozwalające na oddzielenie czynności maklerskich reglamentowanych od czynności niereglamentowanych (niewymagających zezwolenia KNF) np. czynności męża pełniącego funkcję pełnomocnika do rachunku papierów wartościowych żony albo od porad inwestycyjnych udzielanych w trakcie uroczystości rodzinnych. Brak wyłączenia tego typu czynności z zakresu regulacji stanowiłby nadmierną i nieuzasadnioną ingerencję ustawodawcy w życie społeczne.

Przepisy Ustawy o obrocie określają, że prowadzenie działalności maklerskiej wymaga zezwolenia KNF (art. 69 ust. 1 Ustawy o obrocie). Jednocześnie nie określają explicite charakteru tej działalności. Przepis karny sankcjonujący wykonywanie działalności maklerskiej bez wymaganego zezwolenia także nie odnosi się do tej kwestii:

Art. 178. Ustawy o obrocie

Kto bez wymaganego zezwolenia lub upoważnienia zawartego w odrębnych przepisach albo nie będąc do tego uprawnionym w inny sposób określony w ustawie, prowadzi działalność w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, podlega grzywnie do 5 000 000 zł.

Część doktryny prawa karnego[151] odnosząc się do tego przepisu wskazuje, że ustawodawca intencjonalnie posługuje się pojęciem „działalności" zamiast działalności gospodarczej, czy działalności zarobkowej. Uznają oni, że penalizacji podlega niezarobkowa działalność o pewnym stopniu zorganizowania, a nie wykonywanie

[151] Przykładowo: A. Błachnio-Parzych [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 178, Nb. 6,

pojedynczej czynności[152]. Przeciwne stanowisko (mniejszościowe), zakłada, że działalność penalizowana w art. 178 Ustawy o obrocie jest działalnością gospodarczą. Uzasadnienie tego poglądu jest dość krótkie i ogólne[153]. Stanowiska wskazujące, że działalność maklerska jest działalnością gospodarczą są formułowane także przez przedstawicieli doktryny innych dziedzin prawa niż prawo karne, jednak nie zawierały w tym zakresie szerszego uzasadnienia, nie odwołują się do art. 178 Ustawy o obrocie, ani do treści MIFID lub MIFID II[154]. Doktryna odrzuca konieczność potwierdzania przesłanki „prowadzenia działalności gospodarczej" w przypadku analogicznego przepisu karnego dotyczącego wykonywania działalności bankowej bez zezwolenia – art. 171 Prawa bankowego[155]. Stwarza to ryzyko wnioskowania przez podobieństwo o treści art. 178 Ustawy o obrocie.

Powyższy rozkład stanowisk budzi wątpliwości, gdy odwołamy się do prawa unijnego. Art. 4 ust. 1 pkt 1 MIFID II definiując firmę inwestycyjną określa, że jest to *osoba prawna, której działalność prowadzona w sposób zawodowy i regularny polega na świadczeniu jednej lub większej liczby usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich bądź prowadzeniu jednego lub większej liczby rodzajów działalności inwestycyjnej*. Art. 5 MIFID II wymaga uzyskania zezwolenia dla prowadzenia działalności inwestycyjnej lub świadczenia usług inwestycyjnych w sposób zawodowy i regularny. Podobne postanowienie funkcjonowało w MIFID[156]. Motyw 12 MIFID II stanowi:

(12) Celem niniejszej dyrektywy jest objęcie nią przedsiębiorstw, których działalność prowadzona w sposób regularny polega na świadczeniu profesjonalnych usług inwestycyjnych lub prowadzeniu działalności inwestycyjnej. Dlatego też jej zakres nie

[152] A. Błachnio-Parzych [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 178, Nb. 6, J. Majewski, Prowadzenie bez zezwolenia działalności w zakresie publicznego obrotu, Prawo Papierów Wartościowych (PPW) 2001/6, s. 25,

[153] E. Hryniewicz-Lach [w:] R. Zawłocki, Prawo karne gospodarcze. Tom 10, System Prawa Handlowego, 2018 Legalis, s. 327,

[154] A. Lichosik, Rozdział XXIV. Oferowanie instrumentów finansowych poza publicznym obrotem [w:] M. Zdyb, E. Kruk, G. Lubeńczuk (red.) Dysfunkcje publicznego prawa gospodarczego, Legalis 2016, § 3, M. Fedorowicz [w:] T. Sójka (red.) Obrót…, Komentarz do art. 69 Nb. 1, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 69 Nb. 1,

[155] P. Wajda, Przestępstwo nielegalnego prowadzenia działalności bankowej, LEX, komentarz praktyczny, pkt 2, M. Wielec [w:] A. Mikos-Sitek, P. Zapadka (red.) Prawo bankowe. Komentarz, Lex 2022, komentarz do art. 171, pkt 11, M. Rams [w:] K. Osajda (red. serii), J. Dybiński (red. tomu) Prawo bankowe. Komentarz, Legalis 2023, Komentarz do art. 171, Nb. 11,

[156] A. Michór, Obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych wobec organu nadzoru [w:] E. Rutkowska-Tomaszewska (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014, s. 44-45,

powinien obejmować jakichkolwiek osób prowadzących inne rodzaje działalności zawodowej.

Art. 178 Ustawy o obrocie jest implementacją art. 70 ust. 1 w zw. z art. 70 ust. 4 MIFID II tzn. przepisów wymagających nałożenia sankcji za określone naruszenia MIFID II. Brak uwzględnienia w polskich przepisach wymogu zawodowego i regularnego charakteru działalności maklerskiej, znajduje odbicie w orzecznictwie. Sąd Okręgowy w Warszawie w sprawie X Ka 1118/13 rozstrzygał apelację od wyroku dotyczącego oskarżenia z art. 178 Ustawy o obrocie. Oskarżony zdaniem oskarżyciela prowadził działalność maklerską zarządzania portfelem bez zezwolenia. Oskarżony zarządzał jednym portfelem w skład którego wchodziły instrumenty finansowe w postaci kontraktów na różnicę. Zarządzanie wyłącznie jednym portfelem było powodem uniewinnienia w pierwszej instancji. Literalnie art. 69 ust. 2 pkt 4 Ustawy o obrocie określa, że działalnością maklerską jest „zarządzanie portfelami". Sąd pierwszej instancji przyjął zatem, że takie portfele powinny być co najmniej dwa. Apelację wniósł prokurator oraz oskarżyciel posiłkowy – KNF. W apelacji powołano się na tekst MIFID, który posługuje się pojęciem portfela w liczbie pojedynczej definiując usługę inwestycyjną (art. 4 ust. 1 pkt 9 MIFID). Podniesiono potrzebę wykładni prounijnej. Sąd drugiej instancji przychylił się do argumentacji zawartej w apelacji[157]. Intersujące jest to, czego nie ma w tym wyroku tzn. weryfikacji, czy działalność była prowadzona w sposób zawodowy i regularny. Pomimo odwołania do tekstu MIFID w uzasadnieniu nie dostrzeżono tego wymogu. W tekście angielskim MIFID wymóg ten brzmiał identycznie, jak w MIFID II (*performance of investment services or activities as a regular occupation or business on a professional basis*), natomiast polski tekst dyrektywy nieco różnił się od współczesnego (*świadczenie usług inwestycyjnych lub prowadzenie działalności inwestycyjnej w formie regularnej działalności zawodowej*).

MIFID II nie zawiera doprecyzowania, czym jest działalność prowadzona w sposób zawodowy i regularny. W polskiej implementacji MIFID II ustawodawca pominął te określenia.

Warto spojrzeć w jaki sposób powyższe przepisy MIFID II brzmią w innych wersjach językowych i w jaki sposób są one implementowane w innych jurysdykcjach.

[157] Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie - X Wydział Karny Odwoławczy z dnia 16 grudnia 2013 r. X Ka 1118/13, Legalis nr 2123560,

W angielskiej wersji MIFID II definicja firmy inwestycyjnej z art. 4 ust. 1 pkt 1 MIFID II wygląda następująco:

(1) 'investment firm' means any legal person whose regular occupation or business is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities on a professional basis.

Kluczowe pojęcie definicji, to wykonywanie czynności inwestycyjnych w sposób profesjonalny, zawodowy (*on a professional basis*). FCA wskazuje, że spełnienie przesłanki zależy od indywidualnych okoliczności, a kluczowe dla oceny są istnienie elementu handlowego (*commercial element*) oraz skala działalności (*scale of the relevant activity*)[158]. Warunki te sięgają dalej niż określony w polskiej doktrynie poziom zorganizowania działalności[159].

Niemiecki tekst MIFID II zawiera następującą definicję pojęcia firmy inwestycyjnej:

1. „Wertpapierfirma" jede juristische Person, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten ausübt[160].

W niemieckiej wersji językowej angielski termin: *on a professional basis* został przetłumaczony jako gewerbsmäßig tzn. zarobkowy, komercyjny.

Wspomniany przepis MIFID II jest wdrożony w niemieckim systemie prawa w § 1 ust. 1 i 1a KWG oraz § 2 ust. 1 WpIG. Niemiecki ustawodawca definiując podmioty wykonujące usługi i działalności inwestycyjne z MIFID II (instytucje kredytowe, instytucje finansowe i firmy inwestycyjne) odwołuje się do zarobkowości (*Gewerbsmäßigkeit*) i pojęcia „kupca" (Kaufmann) występującego w HGB. Definicja instytucji kredytowej (*Kreditinstitut*) oraz niemieckiej firmy inwestycyjnej (*Wertpapierinstitut*) mają następujące brzmienie:

[158] FCA, PERG…, 13.2, Q7,

[159] A. Błachnio-Parzych [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 178, Nb. 6, J. Majewski, Prowadzenie…, s. 25,

[160] Firma inwestycyjna to każda osoba prawna, która w ramach swojej zwyczajnej działalności zawodowej lub gospodarczej zarobkowo świadczy jedną lub więcej usług inwestycyjnych dla osób trzecich albo wykonuje jedną lub więcej działalności inwestycyjnych (tłumaczenie własne autora),

Kreditinstitute sind Unternehmen, die Bankgeschäfte gewerbsmäßig oder in einem Umfang betreiben, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert[161].

Ein Wertpapierinstitut ist ein Unternehmen, das gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebendienstleistungen oder Nebengeschäften erbringt[162].

Historycznie niemieckie przepisy uznawały za instytucję kredytową podmiot wykonujący czynności bankowe w zakresie, który wymaga prowadzenia działalności gospodarczej urządzonej w sposób właściwy dla kupca. Od 1 stycznia 1998 r. wprowadzona została alternatywna przesłanka „zarobkowości" (*gewerbsmäßig*). Jest ją łatwiej spełnić, dlatego pierwsza z przesłanek straciła na praktycznym znaczeniu. Działalność uważa się za zarobkową (*gewerbsmäßig*), jeżeli jest ona rozłożona na określony odcinek czasu oraz jest wykonywana z zamiarem osiągnięcia zysku[163]. Działalność jest wykonywana w zakresie, który wymaga prowadzenia działalności gospodarczej urządzonej w sposób właściwy dla kupca (*in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb*), gdy z obiektywnych okoliczności wynika, że sposób organizacji właściwy dla kupca jest wymagany[164]. To ostatnie pojęcie jest zakorzenione w pojęciu kupca będącym podstawą niemieckiego prawa handlowego. Jest to pojęcie niedookreślone, które wymaga oceny konkretnego przypadku i jest precyzowane przez orzecznictwo. Kupiec jest kwalifikowanym rodzajem przedsiębiorcy. Dla oceny, czy spełnione są kryteria kwalifikacji

[161] § 1 ust. 1 zd. 1 KWG. Instytucje kredytowe to przedsiębiorstwa, które wykonują czynności bankowe zarobkowo lub w zakresie, który wymaga prowadzenia działalności gospodarczej urządzonej w sposób właściwy dla kupca (tłumaczenie własne autora),

[162] § 2 ust. 1 WpIG, Instytucja inwestycyjna to przedsiębiorstwo, które wykonuje usługi inwestycyjne, same lub w połączeniu z usługami dodatkowymi albo dodatkową działalnością, zarobkowo lub w zakresie, który wymaga prowadzenia działalności gospodarczej urządzonej w sposób właściwy dla kupca (tłumaczenie własne autora),

[163] F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG, CRR-VO: Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften. Band 1, Monachium 2016, wyd. 5, s. 62-64,

[164] Deutsche Bundesbank, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Wertpapierdienstleistungen gemäß § 15 WpIG, 1 sierpnia 2022, https://www.bundesbank.de/resource/blob/895200/a34717a125894131e0a393f8d244ae68/mL/merkblatt-ueber-die-erteilung-einer-erlaubnis-zum-erbringen-von-wertpapierdienstleistungen-data.pdf, dostęp 08.08.2023, s. 3,

przedsiębiorcy jako kupca brane są pod uwagę różne kryteria m.in. wielkość obrotu (przyjmowane są różne progi, zasadniczo nie mniej niż 100 000 euro rocznie), zakres działalności gospodarczej, liczba i funkcje osób zatrudnionych, liczba i organizacja oddziałów/zakładów, wielkość majątku przedsiębiorstwa[165]. W przypadku większości instytucji kredytowych spełnione są inne kryteria uznania danego podmiotu za kupca niż kryteria „ilościowe". Do tych innych kryteriów należą m.in. wpisanie do rejestru handlowego, prowadzenie przedsiębiorstwa w formie spółki handlowej (*Handelsgesellschaft*). BaFin w swojej praktyce administracyjnej przez lata określał kryteria ilościowe dla poszczególnych czynności bankowych definiujące przypadki mniejszej wagi, które nie spełniały analizowanej przesłanki[166].

W kontekście obowiązku uzyskania zezwolenia warto zwrócić uwagę na motyw 43 MIFID II:

(43) W przypadku gdy firma inwestycyjna nieregularnie świadczy jedną lub większą liczbę usług inwestycyjnych nieobjętych udzielonym jej zezwoleniem, lub nieregularnie prowadzi jeden lub więcej rodzajów działalności inwestycyjnej nieobjętych udzielonym jej zezwoleniem, nie powinna potrzebować dodatkowego zezwolenia na mocy niniejszej dyrektywy.

Opisany wyjątek jest trudny do wyinterpretowania z literalnego brzmienia przepisów prawa polskiego. Odwołuje się on do art. 5 MIFID II, który wskazuje, że tylko działalność wykonywana w sposób zawodowy i regularny wymaga zezwolenia. Wykonywanie w sposób regularny jednej usługi inwestycyjnej lub jednego rodzaju działalności inwestycyjnej przez firmę inwestycyjną nie warunkuje tego, że inna usługa inwestycyjna lub działalność inwestycyjna także jest traktowana jako wykonywana w sposób regularny tzn. wymagający zezwolenia.

Podsumowując należy stwierdzić, że ustawodawca krajowy implementował przepisy MIFID II dotyczące działalności maklerskiej w sposób niepełny z uwagi na pominięcie informacji, że działalność maklerska, wymagająca zezwolenia KNF, powinna być wykonywana w sposób zawodowy i regularny. Brak spełnienia tych przesłanek skutkuje

[165] Industrie- und Handelskammer zu Berlin, Der kaufmännische Geschäftsbetrieb, https://www.ihk.de/berlin/service-und-beratung/recht-und-steuern/firma-und-rechtsformen/handelsregister/der-kaufmaennische-geschaeftsbetrieb-2253574, dostep 09.01.2023,

[166] F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG..., s. 63-65,

brakiem konieczności uzyskania zezwolenia. Art. 178 Ustawy o obrocie powinien być w drodze wykładni prounijnej interpretowany w taki sposób jakby te dwie przesłanki były umieszczone przepisach krajowych. Z tego powodu wadliwym jest prezentowane dotychczas w doktrynie prawa karnego stanowisko, które uznaje, że penalizacji na podstawie art. 178 Ustawy o obrocie podlega wykonywanie działalności maklerskiej niebędącej działalnością gospodarczą, a jedynie działalnością zorganizowaną[167]. Wykonywanie działalności w sposób zawodowy i regularny odpowiada co najmniej zakresowi działalności gospodarczej z art. 3 Prawa przedsiębiorców tzn. powinno uwzględniać przesłanki: zorganizowania, zarobkowości, ciągłości i działania we własnym imieniu[168]. Można rozważyć, czy próg działalności maklerskiej wymagającej zezwolenia nie powinien być wyższy.

Motyw 25 MIFID II określa wyjątek od zasady określającej konieczność uzyskania zezwolenia, gdy usługi inwestycyjne lub działalność inwestycyjna prowadzone są w sposób regularny i zawodowy. Wyjątek ten dotyczy zawierania transakcji na własny rachunek w celu realizacji zleceń klienta[169].

2.3. Instrument finansowy, papier wartościowy, powiązanie usługi maklerskiej z instrumentem finansowym

Wszystkie czynności maklerskie określone w art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie mają za przedmiot instrumenty finansowe. Rozwiązanie to ma oparcie w art. 4 ust. 1 pkt 2 MIFID II. W przypadku usługi zarządzania portfelem zarządzany portfel powinien zawierać co najmniej jeden instrument finansowy[170]. Katalog instrumentów finansowych jest zawarty sekcji C Załącznika I MIFID II. Jego liczne pozycje, są odzwierciedlone w art. 2 ust. 1 Ustawy o obrocie. Pozycją pierwszą katalogu w MIFID II są „zbywalne papiery wartościowe" (*transferable securities*), a w Ustawie o obrocie „papiery wartościowe".

[167] A. Błachnio-Parzych [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 178, Nb. 6, J. Majewski, Prowadzenie…, s. 25,

[168] Ł. Mroczyński-Szmaj [w:] J. Olszewski (red.) Prawo gospodarcze. Kompendium, Warszawa 2019, s. 14-15, H. Gronkiewicz-Waltz, K. Jaroszyński [w:] H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski (red.) Prawo, s. 258-266 i 272-275,

[169] Vide rozdział V pkt 1.3.,

[170] art. 75 Ustawy o obrocie oraz art. 4 ust. 1 pkt 8 MIFID II,

2.3.1. Uwagi ogólne

Instrumenty finansowe i papiery wartościowe są przedmiotem licznych opracowań i analiz doktryny prawa polskiego i unijnego[171] Powielanie ich nie jest celowe w tej pracy. Temat ten jest szeroki i mógłby być przedmiotem wielu odrębnych opracowań. Z tego powodu nie przeprowadzę holistycznej analizy, ale odwołam się do niego w ograniczonym zakresie powiązanym z tezą pracy. Skupię się na wybranych kolizjach pomiędzy pojęciem papieru wartościowego z art. 3 ust. 1 Ustawy o obrocie i pojęciem zbywalnego papieru wartościowego z art. 4 ust. 1 pkt 44 MIFID II.

Na papier wartościowy i instrument finansowy można patrzyć z punktu widzenia publicznoprawnego i prywatnoprawnego. Poniższa analiza dotyczy tylko aspektu publicznoprawnego. MIFID II przewiduje maksymalną harmonizację przede wszystkim w zakresie przepisów publicznoprawnych dotyczących obrotu instrumentami finansowymi[172].

[171] E. Callens, Derivative Contracts in EU Law: Never Mind the Definition, European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 121, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4096694, dostęp 26.05.2023, s. 22-28, A. Chłopecki, Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji"), Przegląd Prawa Handlowego, 2009 nr 7, A. Chłopecki, Umowa jako instrument finansowy, Przegląd Prawa Handlowego, 2022 nr 10, K. Glibowski [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa… o obrocie,* 2023, Komentarz do art. 2 Nb. 1-86, J. Jastrzębski, Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji, LEX 2009, K. Kruczalak, Prawo papierów wartościowych, Sopot 1998, s. 15-27, M. Lemonnier, M. Mariański, J. J. Zięty, Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim, LEX, Przegląd Prawa Handlowego, 2011 nr 8, s. 43-52, M. Lemonnier, Europejskie modele instrumentów finansowych, 2017, LEX, M. Mariański, Problematyka regulacji rynku finansowego w ujęciu transgranicznym analiza na przykładzie prawa polskiego i prawa francuskiego, Olsztyn 2020, s. 80-110, J. Mojak, Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu, LEX 2020, M. Pietkiewicz, Papiery wartościowe bez papieru, 30.01.2020, https://codozasady.pl/p/papiery-wartosciowe-bez-papieru, dostęp 12.01.2023, M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), Prawo…, s. 4-165, P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów…, s. 752-825, P. Wajda, M. Wierzbowski, K. Zaradkiewicz [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa… o obrocie,* 2023, Komentarz do art. 3, Nb. 1-169, F. Zoll [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów…, s. 72-111,

[172] G. Spindler [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts…, s. 2016-2021, T. Sójka, The…, s. 26-27, F. Annunziata, MiFID II…, s. 52-56,

2.3.2. Pojęcie zbywalnego papieru wartościowego w prawie unijnym – kwalifikacja kryptoaktywów

Kryptoaktywa są jednym z przejawów rozwoju cyberprzestrzeni[173]. Są one jednym z nowych nośników praw, które są oferowane inwestorom opartym o technologię rozproszonego rejestru (ang. distributed ledger technology – DLT)[174]. Dyskusja dotycząca pojęć „instrument finansowy" i „zbywalny papier wartościowy" ożyła w prawie UE w ostatnich latach z uwagi na potrzebę kwalifikacji różnych rodzajów kryptoaktywów[175]. Sednem wspomnianej dyskusji jest możliwość kwalifikacji części kryptoaktywów inwestycyjnych jako instrumentów finansowych i objęcie ich regulacjami właściwymi dla instrumentów finansowych (m.in. MIFID II). Pojęcia instrumentu finansowego i zbywalnego papieru wartościowego zostały różnie implementowane w państwach członkowskich UE[176]. ESMA postrzega występujące różnice w implementacji jako niewielkie[177].

ESMA przeprowadziła w 2018 r. badanie wśród organów nadzoru państw członkowskich. Zapytała o kwalifikację sześciu różnych rodzajów kryptoaktywów (*crypto-assets*) pod kątem m.in. spełniania definicji zbywalnego papieru wartościowego (transferable security) oraz spełniania krajowych kryteriów dla kwalifikacji jako papier wartościowy[178]. Było to jedno z działań Europejskich Urzędów Nadzoru mających na celu analizę kwalifikacji kryptoaktywów w porządku prawnym UE[179]. ESMA w poradzie (*advice*) wystosowanej po przeprowadzeniu badania wskazała, że dostrzega dużą

[173] M. Domagała, M. Ganczar, Ochrona konsumenta w cyberprzestrzeni – uprawnienia organów nadzoru [w:] M. Domagała, S. Furmanowicz, M. Ganczar, A. Haładyj, A. Miaskowska-Daszkiewicz (red.) Konflikty wartości w publicznym prawie gospodarczym, Legalis 2023, pkt I i II,

[174] Motywy 1,2 i 16 MICA,

[175] EBA, Report with advice for the European Commission on crypto-assets, 2019, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf, dostęp 28.02.2023, ESMA, Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 January 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, dostęp 12.01.2023, ESMA, Annex 1, Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf, dostęp 12.01.2023, ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions…,

[176] ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions…, s. 6, ESMA, Advice. Initial…, s. 5, ESMA, Annex 1…, s. 4-17, E. Macchiavello, The Licensing…, s. 52,

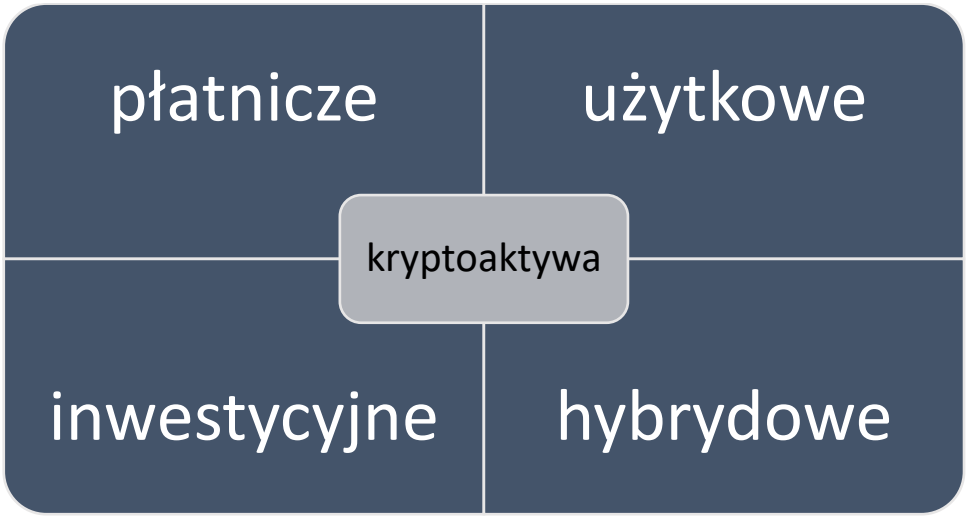
[177] ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions…, s. 6,

[178] ESMA, Advice. Initial…,

[179] EBA, Report with advice…, s. 4-6,

różnorodność na rynku kryptoaktywów. Wyróżniła następujące rodzaje kryptoaktywów: płatnicze, użytkowe, inwestycyjne, hybrydowe (łączące cechy powyższych typów np. płatniczo-inwestycyjne)[180].

Schemat nr 1 Rodzaje kryptoaktywów wg ESMA



ESMA podkreśliła, że wnioski formułowane przez nią nie dotyczą każdego rodzaju kryptoaktywów, w szczególności nie dotyczą kryptoaktywów o charakterze płatniczym. Co najmniej niektóre kryptoaktywa **typu inwestycyjnego** mogą zostać zakwalifikowane wg wielu właściwych organów jako zbywalne papiery wartościowe w rozumieniu MIFID II. W części jurysdykcji krajowych możliwe jest zakwalifikowanie określonych rodzajów kryptoaktywów inwestycyjnych jako instrumentów finansowych. ESMA wskazała, że kwalifikacja kryptoaktywów jako instrumentów finansowych jest zadaniem krajowych nadzorców i zależy to od specyfiki krajowej implementacji MIFID II. Taka kwalifikacja skutkuje przymusem stosowania do kryptoaktywów określonych obowiązków regulacyjnych wynikających z prawa unijnego właściwych dla instrumentów finansowych lub zbywalnych papierów wartościowych m.in. z MIFID II, czy Rozporządzenia Prospektowego z odpowiednimi modyfikacjami. ESMA zidentyfikowała też potencjalne luki regulacyjne. W przypadku, gdy kryptoaktywa typu inwestycyjnego nie są kwalifikowane w danej jurysdykcji jako

[180] ESMA, Advice. Initial..., s. 4-5 i 19, K. Ziółkowska, Crypto-assets in the EU and polish regulatory framework regarding financial instruments, Annual Center Review, nr 12-13, 2019-2020, https://repozytorium.uwb.edu.pl/jspui/bitstream/11320/10853/1/ACR_12_13_2019_2020_K_Ziolkowska_Crypto_assets_in_the_EU_and_Polish_regulatory_framework.pdf, dostęp 12.01.2023, s. 4-8,

instrumenty finansowe ESMA wyraziła nadzieję, że konsumenci nie zostaną wystawieni na istotne ryzyka przez brak stosownych regulacji rynku finansowego[181]. Załącznik do opisywanej porady ESMA zawiera opis przeprowadzanego badania, w tym opis kryptoaktywów, które zostały poddane ocenie i zbiorcze przedstawienie oceny krajowych nadzorców. Jest w nim przedstawiony przekrój poglądów krajowych nadzorców w zakresie interpretacji pojęcia zbywalnych papierów wartościowych z art. 4 ust. 1 pkt 44 MIFID II[182]. W badaniu wzięły udział krajowe właściwe organy z 27 państw członkowskich oraz nadzorcy z Lichtensteinu i Norwegii. Odpowiedzi przesłały wszystkie kraje UE z wyjątkiem Polski[183].

Obszar kryptoaktywów będzie regulowany w UE przez MICA. To rozporządzenie UE zacznie być stosowane 30 grudnia 2024 r. Z jego zakresu wyłączone są kryptoaktywa, które są instrumentami finansowymi (art. 2 ust. 4 lit. a MICA). W takich przypadkach znajdzie zastosowanie MIFID II[184]. Powyżej opisana porada ESMA[185] będzie miała istotne znaczenie dla interpretacji MICA. Jest ona punktem wyjścia dla sporządzenia przez ESMA wytycznych z art. 2 ust. 5 MICA, które mają określać kryteria kwalifikujące kryptoaktywo jako instrument finansowy[186]. Podstawowym założeniem unijnych regulacji dotyczących rynku finansowego, w tym kwalifikacji kryptoaktywów jako instrumentów finansowych jest neutralność technologiczna[187]. Regulacje rynku finansowego, np. MIFID II, są neutralne technologicznie, ponieważ określają one czynności, działania i rezultaty, a nie wskazują technologii, która ma je wykonać lub dostarczyć. Neutralność technologiczna pozwala na zachowanie większej trwałości, niezmienności przepisów prawa[188]. ESMA uznaje neutralność technologiczną za

[181] ESMA, Advice. Initial..., s. 4-5 i 19,
[182] ESMA, Annex 1...,
[183] K. Ziółkowska, Crypto-assets..., s. 6, ESMA, Annex 1..., s. 2,
[184] D. Busch, The Future of EU Financial Law, EBI Working Paper Series, 2021, nr 93, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3841349, dostęp 10.07.2023, s. 19-21,
[185] ESMA, Advice. Initial..., ESMA, Annex 1...,
[186] F. Mendes Correia, The Licensing Principle in Banking Law [w:] D. Moura Vicente, D. Pereira Duarte, C. Granadeiro (red.) Fintech Regulation and the Licensing Principle, European Banking Institute, 2023, s. 21, ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions..., s. 9,
[187] Motyw 9 MICA, ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets..., s. 5 i 10,
[188] W. Buczynski, F. Steffek, F. Cuzzolin, M. Jamnik, B. Sahakian, Hard Law and Soft Law Regulations of Artificial Intelligence in Investment Management, Cambridge Yearbook of European Legal Studies, 2022 vol. 24, C.7.,

kluczowy aspekt rozwoju cyfrowych finansów w UE[189]. Nie tylko regulację kryptoaktywów należy weryfikować pod kątem neutralności technologicznej, ale także m.in. zakres usług i działalności inwestycyjnych[190]. Niezależnie od tego jaki jest nośnik papieru wartościowego lub instrumentu finansowego (np. dokument papierowy, zapis elektroniczny, zapis w technologii DLT) kwalifikacja prawna papieru wartościowego lub instrumentu finansowego nie powinna ulegać zmianie.

Projekt wytycznych z art. 2 ust. 5 MICA, które mają określać kryteria kwalifikujące kryptoaktywo jako instrument finansowy będą istotne nie tylko dla kwalifikacji kryptoaktywów, ale także instrumentów finansowych. Przeciwne podejście przeczyłoby zasadzie technologicznej neutralności wyrażonej jako: *same activities, same risks, same rules*[191]. ESMA jest ostrożna przy przesądzaniu prawidłowości podejścia różnych państw członkowskich do implementacji definicji instrumentu finansowego i zbywalnego papieru wartościowego z MIFID II[192]. ESMA wyjaśnia dość obszernie elementy definicji zbywalnego papieru wartościowego[193].

Do czasu wdrożenia MICA status prawny kryptoaktywów jest przedmiotem przepisów krajowych i wytycznych lokalnych nadzorców. Z tego powodu może różnić się w poszczególnych państwach członkowskich[194]. Przykładowo w Niemczech kryptoaktywa (*Kryptowerte*) zostały dodane do katalogu instrumentów finansowych w § 1 ust. 11 KWG oraz w § 2 ust. 5 WpIG jeszcze przed zatwierdzeniem tekstu MICA[195]. Ustawodawca niemiecki nie posługuje się identyczną definicją instrumentów finansowych we wszystkich aktach prawnych dotyczących rynku kapitałowego. Definicje zawarte w KWG i WpIG odbiegają od definicji instrumentu finansowego z MIFID II. Definicja instrumentu finansowego będąca implementacją MIFID II znajduje

[189] ESMA, ESMA's response to the European Commission's Consultation on a New Digital Finance Strategy for Europe, 29.06.2020, ESMA50-164-3463, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-3463_esma_dfs_response.pdf, dostęp 08.11.2023, s. 1-2 i 4-7,

[190] ESMA, Final Report On ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter..., s. 8 i 32,

[191] Motyw 9 MICA, ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions..., s. 9-10,

[192] ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions..., s. 6 i 9,

[193] Ibidem, s. 8-12 i 28-32,

[194] ESMA, Advice. Initial..., s. 4-6 i 18-21,

[195] BaFin, Merkblatt: Hinweise zum Tatbestand des Kryptoverwahrgeschäfts, 2020, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_200302_kryptoverwahrgeschaeft.html;jsessionid=A01F039132B854FECEB8762E04AE572F.1_cid501?nn=9450978#doc13710900bodyText2, dostęp 28.02.2023,

się w WpHG[196]. Ustawa ta określa m.in. obowiązki organizacyjne oraz obowiązki regulacyjne wobec klientów związane ze świadczeniem usług inwestycyjnych na rzecz klientów. Taki podział oznacza, że część działalności w zakresie instrumentów finansowych wymaga uzyskania zezwolenia jako np. czynności bankowe, ale nie będzie podlegała obowiązkom organizacyjnym i obowiązkom regulacyjnym wobec klientów. Rozszerzenie obowiązku uzyskania zezwolenia na podmioty prowadzące działalność w zakresie kryptoaktywów niebędących instrumentami finansowymi w rozumieniu MIFID II nie wynika w chwili obecnej z przepisów prawa UE, ale jest rozwiązaniem krajowym przyjętym w Republice Federalnej Niemiec.

Na marginesie zwrócę uwagę, że analizowanie kryptoaktywów w kontekście tematu usług maklerskich i pośrednictwa w obrocie może być uznane za niezgodne z duchem rewolucji, którą miały wywołać kryptoaktywa. Jedną z obietnic płynących z technologii rozproszonego rejestru (*DLT – distributed ledger technology*), która jest podstawą funkcjonowania kryptoaktywów, jest pozbycie się pośredników (*disintermediation*) z systemu rejestrowania i zawierania transakcji instrumentami finansowymi dla obniżenia kosztów inwestora. Do przechowywania kryptoaktywów, w przeciwieństwie do tradycyjnych instrumentów finansowych, nie są konieczne konstrukcje powierników (custodian), rachunków papierów wartościowych. Zawieranie transakcji powinno być możliwe w ramach tzw. *smart contracts* nie wymagających pośrednika. Mimo to dostrzegany jest trend wchodzenia pośredników w obszar kryptoaktywów: kryptopowierników, dostawców portfeli, giełd kryptowalut[197].

2.3.3. Pojęcie papieru wartościowego w prawie polskim oraz dyskusja o kwalifikacji kryptoaktywów

W tej części skupię się na dwóch zagadnieniach: definicji papieru wartościowego z art. 3 ust. 1 Ustawy o obrocie oraz podejściu KNF i UKNF do kryptoaktywów.

[196] P. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht…, s. 25,

[197] H. Marjosola, Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project [w:] E. Avgouleas, H. Marjosola (red.) Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2022, s. 258-261,

Z publicznoprawnego punktu widzenia kluczowa jest definicja „papieru wartościowego" z Ustawy o obrocie oraz „zbywalnego papieru wartościowego" z MIFID II. Ustawodawca tworząc definicję papieru wartościowego w art. 3 ust. 1 Ustawy o obrocie nie tylko implementował MIFID, ale użył jej też w kontekście zasad przenoszenia i zapisu papierów wartościowych tzn. do celów prywatnoprawnych[198]. Warto zastanowić się, czy definicja papieru wartościowego stanowi poprawną i udaną implementację definicji „zbywalnych papierów wartościowych" z MIFID II.

art. 4 ust. 1 pkt 44 MIFID II	**art. 3 pkt 1 Ustawy o obrocie**
*„**zbywalne papiery wartościowe**" oznaczają te rodzaje papierów wartościowych, które są zbywalne na rynku kapitałowym - z wyłączeniem instrumentów płatniczych - takie jak:* *a) akcje spółek oraz inne papiery wartościowe równoważne akcjom spółek kapitałowych, spółek osobowych lub innych podmiotów, a także kwity depozytowe dotyczące akcji;* *b) obligacje i inne formy sekurytyzowanych wierzytelności, w tym kwity depozytowe dotyczące takich papierów wartościowych;* *c) wszelkie inne papiery wartościowe dające prawo nabycia lub zbycia jakichkolwiek zbywalnych papierów wartościowych lub powodujące rozliczenie w środkach pieniężnych określane w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych, walut, stóp procentowych*	*Art. 3. Ilekroć w ustawie jest mowa o:* *1) **papierach wartościowych** - rozumie się przez to:* *a) akcje, prawa poboru w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2020 r. poz. 1526 i 2320, z 2021 r. poz. 2052 oraz z 2022 r. poz. 807), prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego,* *b) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. a, lub wykonywane poprzez dokonanie*

[198] F. Zoll [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów..., s. 74,

lub stóp zwrotu, towarów i innych wskaźników lub mierników;	*rozliczenia pieniężnego, odnoszące się do papierów wartościowych określonych w lit. a, walut, stóp procentowych, stóp zwrotu, towarów oraz innych wskaźników lub mierników (prawa pochodne);*

Literalnie porównywane definicje znacznie się różnią. J. Dybiński zwraca uwagę, że polski ustawodawca pominął pierwszą części definicji z MIFID II i poprzestanie jedynie na wyliczeniu przykładowych rodzajów papierów wartościowych[199].Można dostrzec też inne rozbieżności definicyjne np. prawo pochodne z art. 3 pkt 1 lit. b Ustawy o obrocie daje uprawnienie do nabycia lub objęcia papieru wartościowego, a analogiczne prawa w MIFID II daje prawo nabycia lub zbycia zbywalnych papierów wartościowych.

Definicja papieru wartościowego z Ustawy o obrocie stanowi katalog papierów wartościowych, który jest częściowo otwarty m.in. przez wskazanie, że papierami wartościowym są także *inne zbywalne papiery wartościowe (...) wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego*. Trudno jest znaleźć treść normatywną określenia *„wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego"*[200]. Komentatorzy wskazują na rozbieżne interpretacje pojęcia: „inne zbywalne papiery wartościowe (...) wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa obcego". Pierwszy pogląd zakłada, że papierem wartościowym jest aktywo posiadające status papieru wartościowego na gruncie prawa obcego[201]. Drugi pogląd zakłada, że papierami wartościowymi są *wszelkie prawa majątkowe powstałe zgodnie z właściwymi normami prawa obcego, których konstrukcja umożliwia ich swobodną zbywalność zbliżoną do polskich papierów wartościowych, a przez to mogące być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym*. Uzasadnieniem tego poglądu jest fakt, że nie każdy system prawny zawiera pojęcie papieru wartościowego[202]. W pierwszej

[199] J. Dybiński, Numerus apertus instrumentów finansowych i papierów wartościowych rynku kapitałowego [w:] K. Małysa-Sulińska, M. Spyra, A. Szumański (red.), W poszukiwaniu dobrego prawa. Księga Jubileuszowa Profesora Mirosława Steca. Tom II. Perspektywa prywatnoprawna, LEX 2022, pkt 3.1.,

[200] *Ibidem*, s. 75-79 i 104-105,

[201] P. Wajda, M. Wierzbowski, K. Zaradkiewicz [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 3, Nb. 118,

[202] T. Sójka, T. Jaranowski [w:] T. Sójka (red.) Obrót..., Komentarz do art. 3, Nb. 2,

kolejności powinno dojść do ustalenia czym jest papier wartościowy w polskim systemie prawnym, a następnie określenia ekwiwalentu tego pojęcia w obcym systemie prawnym[203]. Są to rozbieżne podejścia, które mogą dać istotnie różne wyniki np. w przypadku kryptoaktywów. Jeżeli zdalibyśmy się na kwalifikację prawa obcego, na którego gruncie kryptoaktywo zostało wyemitowane, to mogłoby to prowadzić do wybierania przez emitentów systemu prawnego, w którym kryptoaktywo nie jest kwalifikowane jako papier wartościowy. Ograniczałoby to bezpieczeństwo polskiego rynku kapitałowego. Z tych powodów pierwsze stanowisko jest moim zdaniem błędne. Drugie stanowisko jest co do zasady poprawne. Przy jego stosowaniu należy być wyczulonym na prounijną wykładnię pojęcia papieru wartościowego w kontekście art. 4 ust. 1 pkt 44 MIFID II.

UKNF przeprowadził w 2020 r. analizę możliwości kwalifikacji kryptoaktywów jako instrumentów finansowych i papierów wartościowych w polskim porządku prawnym. Stwierdził on, że specyfika polskiego prawa nie pozwala na emitowanie tokenów będących papierami wartościowymi. Wynika to z zasady *numerus clausus* papierów wartościowych i szczegółowej regulacji dotyczącej formy poszczególnych papierów wartościowych. Z tego powodu prawo polskie nie dopuszcza obecnie emitowanie papierów wartościowych w formie tokenów tworzonych w technologii DLT (ang. Distributed Ledger Technology)[204]. Podobne argumenty zostały sformułowane przez Grupę roboczą ds. rejestrów rozproszonych i blockchain[205]. Należy pamiętać, że zasada numerus clausus papierów wartościowych jest krytykowana w doktrynie[206]. Argumenty podnoszone przez krytyków są istotne. Zwracają oni m.in. uwagę, że przyjęcie

[203] F. Zoll [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów…, s. 77-79 i 105,

[204] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydawania i obrotu kryptoaktywami, 10 grudnia 2020, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_wydawania_i_obrotu_kryptoaktywami_71794.pdf, dostęp 19.01.2023, s.2-3, 6, 19-31,

[205] Ministerstwo Cyfryzacji, Grupa robocza ds. rejestrów rozproszonych i blockchain, Token jako obligacja, 4 listopada 2019, https://www.gov.pl/attachment/44fbaf3d-fcfc-4ee7-b334-c12e7843d511, dostęp 19.01.2023, s. 3,

[206] J. Dybiński, Numerus…, P. Ochman, Czy każdy bilet zawsze musi być znakiem legitymacyjnym, czyli rozważania o zasadzie 'numerus clausus' papierów wartościowych w polskim porządku prawnym, Zeszyty Prawnicze nr 16(1), 2016, s. 135-166, P. Wajda, M. Wierzbowski, K. Zaradkiewicz [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa… o obrocie,* 2023, Komentarz do art. 3, Nb. 81-101, F. Zoll [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów…, s. 76, 104-105,

założenia zamkniętego katalogu instrumentów finansowych stoi w sprzeczności z podejściem prezentowanym przez unijnego ustawodawcę, który nie stawia takich granic katalogowi instrumentów finansowych. Obrazowo przedstawia to cytat z publikacji V. Colaert przytaczany przez J. Dybińskiego: *the credo of the European legislator has traditionally been: all products, even junk products, can be created and marketed, as long as sufficient, clear, and understandable information is published to allow investors to take a rational decision on whether to invest in such products and at what price*[207]. Słabością stanowiska UKNF jest to, że zaledwie wspomniano z nim o kwalifikacji kryptoaktywów wyemitowanych na gruncie prawa obcego, które mogą być proponowane do nabycia na terytorium Polski[208]. Mając na uwadze ograniczenia w emitowaniu kryptoaktywów na gruncie prawa polskiego podnoszone przez UKNF występujące w czasie wydania stanowiska, polski inwestor mógł nabyć wyłącznie kryptoaktywa wyemitowane na podstawie prawa obecego. W Polsce nie została wdrożona regulacja pomostowa określająca (przed wdrożeniem MICA) np. zasady ochrony osób inwestujących w kryptoaktywa. UKNF wydał ostrzeżenie o ryzyku związanym z inwestowaniem w kryptoaktywa[209]. 29 września 2023 r. weszły w życie zmiany Ustawy o obrocie, które dopuściły zapisywanie instrumentów finansowych w technologii rozproszonego rejestru (art. 2 ust. 1a Ustawy o obrocie). Rozwiązanie to wynika z wdrożenia Rozporządzenia 858/2022.

M. Nowakowski postulował wprowadzenie w Polsce rozwiązania polegającego na rozszerzeniu definicji instrumentów finansowych o kryptowaluty tzn. objęcie działalności w zakresie kryptowalut w całości reżimem regulacyjnym przewidzianym przez MIFID II[210]. Podejście to nie zostało przyjęte przez polskiego ustawodawcę.

Odnoszę wrażenie, że pogląd o numerus clausus papierów wartościowych jest wykorzystywany dla celów regulacyjnych. Generuje on efekt mrożący u podmiotów

[207] J. Dybiński, Numerus…,

[208] *Ibidem*, s.2-3, 11,

[209] UKNF, Ostrzeżenie Urzędu KNF o ryzykach związanych z nabywaniem oraz z obrotem kryptoaktywami (w tym walutami wirtualnymi oraz kryptowalutami), 12 stycznia 2021, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Ostrzezenie_UKNF_o_ryzykach_zwiazanych_z_nabywaniem_oraz_z_obrotem_kryptoaktywami_72241.pdf, dostęp 03.11.2023,

[210] M. Nowakowski, Kryptowaluty jako instrumenty finansowe? Czy i czego się boimy?, 2018, https://finregtech.pl/2018/10/03/kryptowaluty-jako-instrumenty-finansowe-czy-i-czego-sie-boimy/ dostęp 28.02.2023,

krajowych, które miałyby zamiar wyemitować innowacyjne aktywa inwestycyjne. Sprawia, że innowacyjne aktywa inwestycyjne są „importowane" z innych systemów prawnych. Czasami ustawodawca w celach regulacyjnych (ochrona inwestorów) ogranicza możliwość nabywania niektórych instrumentów finansowych z krótkiej listy objętej numerus clausus przez określone kategorie inwestorów. W ten sposób odczytuję ograniczenia inwestycyjne dla klientów detalicznych wprowadzone od września 2023 r. m.in. w art. 8a Ustawy o obligacjach[211]. Można się zastanowić, czy takie ograniczenia nie stanowią niedopuszczalnej ingerencji w obszar ochrony inwestorów objęty maksymalną harmonizacją w ramach MIFID II[212].

2.4. Zlecenie (nabycia lub zbycia instrumentu finansowego)

Dwie usługi maklerskie są definiowane przez odniesienie do pojęcia „zlecenia", a dokładnie „zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych". Są to:

1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych,
2) wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Polski ustawodawca zamieścił definicję zlecenia w § 2 pkt 17 r.w.s.t.p.: *rozumie się przez to zlecenie nabycia lub zbycia instrumentów finansowych lub oświadczenie woli wywołujące równoważne skutki, którego przedmiotem są instrumenty finansowe*.

Definicja ta jest wzorowana na definicji „zlecenia z limitem ceny" z art. 4 pkt 14 MIFID II: *„zlecenie z limitem ceny" oznacza zlecenie kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych według określonego limitu cenowego lub po korzystniejszej cenie i o ustalonej wielkości*[213].

[211] M. Jarco, Co zakłada nowelizacja przepisów dotyczących strategii rozwoju rynku kapitałowego?, 14.07.2023, https://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/8785980,co-zaklada-nowelizacja-przepisow-dotyczacych-strategii-rozwoju-rynku-k.html dostęp 14.07.2023, Druk sejmowy Sejmu IX kadencji nr 3381, Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/2AF6DCA28CC91748C12589D00043F0D0/%24File/3381.pdf, dostęp 27.11.2023, s. 191-192 uzasadnienia,

[212] Vide rozdział III pkt 1.2. i 1.3.,

[213] Ang. 'limit order' means an order to buy or sell a financial instrument at its specified price limit or better and for a specified size,

W publikacji wydanej nakładem KNF zlecenie jest określane jako oświadczenia klienta ukierunkowane na nabycie („kupno") lub zbycie („sprzedaż") instrumentu finansowego[214].

W polskiej definicji zlecenia, a także w art. 3d Ustawy o obrocie zostało uwypuklone, że zlecenie nie dotyczy wyłącznie nabycia lub zbycia, ale także oświadczenia woli, którego przedmiotem są instrumenty finansowe, wywołującego równoważne skutki. E. Kniaziowska-Bryk wskazuje, że zlecenie dotyczy czynności które bezpośrednio prowadzą do wejścia przez dającego zlecenie w pozycję właściciela lub posiadacza instrumentów finansowych lub utratę takiego statusu[215]. W zakresie przeniesienia własności stanowisko to zasługuje na aprobatę. W zakresie przeniesienia posiadania stanowisko to budzi wątpliwości. Niestety autorka nie rozwinęła swojej myśli w tym zakresie np. przez wskazanie przykładów przeniesienia posiadania, które jej zdaniem należy kwalifikować jako zlecenie nabycia lub zbycia.

W prawie unijnym przyjmuje się także, że zlecenie nie dotyczy wyłącznie kupna i sprzedaży. Komisja Europejska w Q&A do MIFID wskazywała, że obowiązki w zakresie najlepszego wykonania zlecenia (*best execution*) i informacji o kosztach dotyczą pożyczek papierów wartościowych. Pożyczka wiąże się z czasowym przeniesieniem papierów wartościowych za środki pieniężne lub papiery wartościowe o podobnej wartości oraz z obowiązkiem do zwrotu papierów wartościowych w przyszłości[216]. BaFin odnosząc się do przesłanki nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (*die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten*) wskazuje, że dotyczy ona przeniesienia własności poprzez dokonanie czynności prawnej pomiędzy żyjącymi (*Rechtsgeschäft unter Lebenden*). Z uwagi na specyfikę niemieckiego systemu prawnego BaFin dodaje, że dotyczy to zarówno czynności zobowiązujących, jak i

[214] D. Nowalińska, W. Pietrzyk, M. Wojciechowski, Prawa obligatariusza - poradnik dla nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego, 2022, KNF, s. 23,

[215] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 5,

[216] European Commission, Questions and Answers. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/mifid-2004-0039-commission-questions-answers_en_0.pdf dostęp 17.01.2022, s. 29,

rozporządzających (*Verpflichtungsgeschäfte, Verfügungsgeschäfte*). Czynnością taką może być m.in. sprzedaż albo zamiana[217].

Należy zachować sporą dozę ostrożności przy identyfikowaniu zlecenia, o którym mowa w nazwach usług maklerskich jako zlecenie z art. 734 i nast. KC, ponieważ zlecenie, o którym mowa w nazwach usług maklerskich jest pojęciem pochodzącym z prawa Unii Europejskiej, tłumaczeniem słowa „order" użytego przez unijnego ustawodawcę w angielskiej wersji językowej MIFID II. Zasada autonomicznej wykładni prawa UE wyklucza korzystanie z przepisów krajowych przy wyjaśnianiu pojęć pochodzących z prawa UE[218]. Jedyna możliwość takiej wykładni wynikałaby z rozpoznania w umowach o świadczenie usługi maklerskiej elementów zlecenia z art. 734 i nast. KC. Ustawodawca polski do 2018 r. określał poszczególne usługi maklerskie jako typ umowy, np. definiował umowę o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych i umowę o przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie skupiał się na słowie „zlecenie". W przypadku wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym art. 73 ust. 4 pkt 2 Ustawy o obrocie nakazuje stosować przepisy KC dotyczące umowy komisu, a nie zlecenia. Ponadto o zleceniu z art. 734 i nast. KC można powiedzieć, że jest wykonywane, ale już stwierdzenie, że jest przyjmowane i przekazywane nie jest typowe dla tej umowy.

Ponieważ cytowane powyżej definicje zlecenia z MIFID II i r.w.s.t.p. sprawiają częściowo wrażenie tłumaczenia *idem per idem* (zlecenie oznacza zlecenie…) postaram się przedstawić to pojęcie od innej strony. Każda z czynności maklerskich, która dotyczy zlecenia (wykonywanie zleceń i PPZ) jest formą szeroko rozumianego **pośrednictwa**[219]. Dotyczy ono **zawierania transakcji instrumentami finansowymi** i zakłada **podjęcie decyzji inwestycyjnej przez klienta**[220]. Pojęcie decyzji inwestycyjnej czerpię z art. 75 Ustawy o obrocie. Przepis tej rozróżnia podjęcie decyzji inwestycyjnej od jej realizacji. Pojęcie decyzji inwestycyjnej nie jest definiowane ustawowo. Można

[217] BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html dostęp 02.08.2023,

[218] M. Zirk-Sadowski [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa…, s. 51-52,

[219] M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 48-49,

[220] P. Izdebski, Zasady posługiwania się wzorcami umów w obrocie konsumenckim na przykładzie działalności maklerskiej, Monitor Prawa Handlowego 2019, nr 4, Legalis,

mieć wątpliwości, czy decyzją inwestycyjną jest także brak decyzji (brak zmian w portfelu). Używając tego pojęcia zakładam, że tak nie jest, a decyzja inwestycyjna jest odpowiednikiem decyzji o zawarciu transakcji (*decision to deal*) użytego m.in. w art. 64 ust. 4 i 74 Rozporządzenia 565/2017. **Decyzja inwestycyjna** powinna wskazywać co najmniej **konkretny instrument finansowy** i **kierunek transakcji** (w szczególności kupno/sprzedaż). Jeżeli decyzja inwestycyjna zostałaby podjęta przez firmę inwestycyjną, to należałoby czynność maklerską zakwalifikować jako zarządzanie portfelem[221]. Zlecenie jest decyzją inwestycyjną klienta przekazaną pośrednikowi (firmie inwestycyjnej) w formie polecenia do zrealizowania przez firmę inwestycyjną (wykonywanie zleceń) lub przez podmiot trzeci (PPZ). Jako realizację rozumiem zawarcie transakcji. Nie przesądzam kwalifikacji cywilnoprawnej tego polecenia. Zawarcie umowy sprzedaży pomiędzy samą firmą inwestycyjną, a klientem też jest wykonaniem zlecenia[222].

Polski ustawodawca wprowadził przepis określający elementy zlecenia. Jest to postanowienie, które nie ma bezpośredniego umocowania w przepisach MIFID II. § 50 ust. 1 r.w.s.t.p. ma następujące brzmienie:

§ 50. 1. Firma inwestycyjna przyjmuje zlecenia zawierające w szczególności:

1) dane, ustalone z klientem, umożliwiające jednoznaczną identyfikację klienta;

2) datę i czas wystawienia;

3) rodzaj i liczbę instrumentów finansowych będących przedmiotem zlecenia;

4) przedmiot zlecenia;

5) określenie ceny;

6) oznaczenie terminu ważności zlecenia;

7) podpis klienta lub jego pełnomocnika, z zastrzeżeniem ust. 3 - w przypadku zleceń w formie pisemnej.

Powyższy katalog powinien być traktowany przykładowo. Jeżeli firma inwestycyjna podeszłaby do tego przepisu zbyt literalnie i zaczęła wymagać szczegółowego określenia każdego z powyższych parametrów, to mogłoby dojść do niemal całkowitego wyłączenia przepisów dotyczących najlepszego wykonania zlecenia (*best*

[221] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 4,

[222] art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie,

execution). Maksymalne doprecyzowanie zlecenia odbiera pole do działania firmy inwestycyjnej w zakresie *best execution*[223].

2.4.1. Czynności transakcyjne i potransakcyjne

W celu odróżnienia usług maklerskich z art. 69 ust. 2 pkt 1 i 2 Ustawy o obrocie m.in. od usług związanych z prowadzeniem rachunków papierów wartościowych i rejestrowaniem instrumentów finansowych (art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie) istotny jest podział na czynności transakcyjne i potransakcyjne[224]. **Czynności transakcyjne** dotyczą transakcji, czyli **złożenia zlecenia i zawarcia umowy sprzedaży instrumentów finansowych**. Obejmują one w szczególności pośrednictwo w zawieraniu umów przenoszących własność instrumentów finansowych. Takie pośrednictwo jest wykonywane przez firmy inwestycyjne.

Czynności potransakcyjne (*post trade*) obejmują czynności następujące po wykonaniu zlecenia, zawarciu umowy przeniesienia własności instrumentów finansowych. Należą do nich m.in.:

- **rozliczenie** (clearaning), czyli ustalenie zobowiązań kupującego i sprzedającego,
- **rozrachunek** (settlement), czyli realizację transakcji na instrumentach finansowych w celu wykonania zobowiązań stron danej transakcji poprzez transfer środków pieniężnych lub papierów wartościowych, bądź obu tych elementów[225]. Czynności na rynku potransakcyjnym są wykonywane przez podmioty, które nie muszą posiadać statusu firmy inwestycyjnej. Mogą to być kontrahenci centralni (*CCP – central counterparty*), centralne depozyty papierów wartościowych (*CSD – central securities depository*), banki i depozytariusze[226]. Struktura relacji prawnych na

[223] art. 27 ust. 1 zd. 2 MIFID II, art. 64 ust. 2 Rozporządzenia 565/2017,
[224] B. Wróbel, K. Nakoneczny, M. Kapis, M. Pajkowska, A. Zielińska, E. Budrewicz, Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej, Warszawa 2009, s. 23-28,
[225] The Giovanni Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussel, November 2001, https://finance.ec.europa.eu/publications/giovannini-reports_en, dostęp 11.10.2022, s. 4 – 6, European Post Trade Forum, EPTF Report, 15th May 2017, https://finance.ec.europa.eu/publications/report-european-post-trade-forum-eptf_en, dostęp 11.10.2022, s. 15 – 17, Deutsche Boerse Group, The European Post-Trade Market. An Introduction. White paper, 2005, https://www.deutsche-boerse.com/resource/blob/66338/a9b56be08e3f9281765c81d47bdfae3f/data/the-european-post-trade-market-0205_en.pdf, dostęp 11.10.2022, s. 7 – 10,
[226] European Post Trade Forum, EPTF Report..., s. 17 – 19,

międzynarodowym rynku potransakcyjnym jest skomplikowana. Składają się na nią często łańcuchy pośredników[227].

Podział na czynności transakcyjne i potransakcyjne ma odbicie w podziale na zlecenia i dyspozycje niebędące zleceniem, w szczególności instrukcje rozliczeniowe. Polecenie wykonania czynności potransakcyjnych ma różne nazwy zależne od podmiotu dokonującego transferu instrumentów finansowych, rynku na którym dokonano transakcji i etapu działań potransakcyjnych. Może to być np. dyspozycja (§ 85 r.w.s.t.p.), zlecenie rozrachunku, instrukcja (§ 27 Szczegółowych zasad działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych)[228].

2.4.2. Zapis i dyspozycje dotyczące detalicznych obligacji skarbowych

W polskim ustawodawstwie występują obok zlecenia także inne pojęcia, które powinny być traktowane równoważnie z punktu widzenia zakresu czynności maklerskich. Mam na myśli przede wszystkim pojęcie **zapisu** występujące w szczególności w Ustawie o ofercie oraz pojęcie **dyspozycji** dotyczące detalicznych obligacji skarbowych.

Pojęcie zapisu wykorzystywane jest w Ustawie o ofercie w kontekście zapisu na papiery wartościowe nowej emisji, w ofercie publicznej (m.in. art. 5a ust. 1, art. 37b ust. 4, art. 51a ust. 2 Ustawy o ofercie) oraz w kontekście zapisu w wezwaniu na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej (art. 72a – 81 Ustawy o ofercie). Niezależnie od szczegółowej kwalifikacji cywilnoprawnej różnych rodzajów „zapisów" zapis jest oświadczeniem woli dotyczącym odpłatnego przeniesienia papieru wartościowego[229]. Jeżeli zostanie on złożony u pośrednika (firmy inwestycyjnej) w celu realizacji (wykonania zlecenia) lub przekazania dalej do realizacji (PPZ), to powinien zostać uznany za zlecenie w rozumieniu § 2 pkt 17 r.w.s.t.p. Pojęcie **zapisu** jest co do zasady powiązane z procesem **subskrypcji** tzn. ze sposobem zawierania transakcji, który

[227] E. Ferran, Shareholder Engagement and Custody Chains, European Business Organization Law Review (2022) vol. 23, s, 512-514,

[228] Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Szczegółowe zasady działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, wersja od 1 grudnia 2022, http://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Documents/SZDKDPW_01122022.pdf, dostęp 11.01.2023,

[229] R. Woźniak, Charakter prawny zapisu na akcje w wezwaniu, LEX, Przegląd Prawa Handlowego 2022 nr 4, s. 16-21, I. B. Mika [w:] Z. Jara (red.), Kodeks spółek handlowych. Komentarz, wyd. 26, 2022, Legalis, Komentarz do art. 437, Nb. 7,

przewiduje rozłożone w czasie zbieranie oświadczeń woli o nabyciu albo zbyciu instrumentów finansowych po którym następuje co do zasady alokacja instrumentów finansowych i zawarcie transakcji. Taki sposób zawierania transakcji występuje m.in. przy wezwaniu na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej (art. 72a – 81 Ustawy o ofercie) oraz przy sprzedaży akcji nowej emisji (art. 434 – 441 KSH). W polskiej praktyce istnieją też inne sposoby zawierania transakcji sprzedaży emitowanych papierów wartościowych niż subskrypcja. Kolejne serie detalicznych obligacji skarbowych są aktualnie sprzedawane w miesięcznych okresach, a sprzedaż odbywa się na zasadzie „kto pierwszy ten lepszy". Przykładowo czteroletnie detaliczne obligacje skarbowe serii COI0427 są oferowane od 1 do 30 kwietnia 2023 r. Łączna wartość nominalna obligacji wynosi 8.000.000.000 zł (osiem miliardów złotych), a wartość nominalna jednej obligacji wynosi 100 zł[230]. Emisja obligacji następuje z chwilą rozliczenia zgodnie z art. 102 ust. 2 Ustawy o finansach publicznych. Przyjmuje się, że chwilą rozliczenia pieniężnego jest związana z dokonaniem faktycznej zapłaty, uznaniem rachunku[231]. Oznacza to, że skarbowe obligacje detaliczne danej serii mogą być sprzedawane i emitowane każdego dnia miesiąca do czasu sprzedaży wszystkich obligacji danej emisji.

Ustawodawca uregulował w sposób odrębny zasady emitowania, a także częściowo obrotu, skarbowymi papierami wartościowymi. Posługuje się on w tym zakresie odrębną siatką pojęciową. Nie jest ona zakorzeniona w MIFID II i Ustawie o obrocie. Jednocześnie jest to materia, która powinna podlegać tym regulacjom, ponieważ obligacje skarbowe są instrumentami finansowymi. Może to prowadzić do wątpliwości, co do stosowania przepisów dotyczących usług maklerskich w zakresie skarbowych papierów wartościowych. Jest to także utrudnienie dla analizy przepisów o emisji i obrocie skarbowymi papierami wartościowymi. Szczególnie interesujące są art. 95 – 102 Ustawy o finansach publicznych oraz Rozporządzenie o warunkach emitowania detalicznych OSP. Ten ostatni akt prawny posługuje się takimi pojęciami, jak:

[230] Minister Finansów, List emisyjny nr 49/2023 Ministra Finansów z dnia 22 marca 2023 r. w sprawie emisji czteroletnich indeksowanych oszczędnościowych obligacji skarbowych oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej, https://www.obligacjeskarbowe.pl/listy-emisyjne/?id=coi0427, dostęp 03.04.2023,

[231] P. Zawadzka [w:] Z. Ofiarski (red.), Ustawa o finansach publicznych. Komentarz, LEX 2021, Komentarz do art. 102, pkt 3, P. Zapadka [w:] A. Mikos-Sitek (red.) Ustawa o finansach publicznych. Komentarz, Legalis 2023, Komentarz do art. 102, Nb. 3 i 4,

dyspozycja zakupu obligacji (§ 13 ust. 2), dyspozycja zakupu obligacji w drodze zamiany (§ 14 ust. 1) oraz dyspozycja przedterminowego wykupu (§ 22 ust. 4). Dyspozycje te nie są składane bezpośrednio emitentowi, ale podmiotom pośredniczącym w nabywaniu lub obsłudze przedterminowego wykupu obligacji. Podmiotami tymi mogą być agent emisji (§ 3 pkt 8 Rozporządzenia o warunkach emitowania detalicznych OSP)[232] lub podmiot wskazany w § 7 ust. 1 Rozporządzenia o warunkach emitowania detalicznych OSP. Mając na uwadze przedmiot analizowanych dyspozycji (nabycie lub zbycie instrumentów finansowych), zawartość dyspozycji (wskazanie instrumentu i kierunku transakcji) oraz złożenie jej pośrednikowi w celu realizacji (wykonywanie zleceń) lub przekazania dalej do realizacji (PPZ) należy stwierdzić, że każda z wymienionych dyspozycji jest zleceniem w rozumieniu § 2 pkt 17 r.w.s.t.p. De lege ferenda powinno dojść do ujednolicenia terminologii używanej przez ustawodawcę w przepisach dotyczących emisji i obrotu skarbowymi papierami wartościowymi i w Ustawie o obrocie. Godnym rozważenia jest też co najmniej częściowe zrezygnowanie z odrębnego regulowania emisji i obrotu skarbowych papierów wartościowych względem innych instrumentów finansowych przy poszanowaniu występujących różnic np. braku obowiązku prospektowego w przypadku skarbowych papierów wartościowych[233].

3. Obowiązki firmy inwestycyjnej związane ze świadczeniem usług maklerskich

Analizy zawarte w niniejszej pracy mają znaczenie, o ile ustawodawca polski i unijny przypisują istotne konsekwencje do kwalifikacji danej czynności jako czynności maklerskiej. Poniżej postaram się pokazać te skutki prawne w zarysie. Właściwa kwalifikacja jest kluczowa z uwagi na licznie obowiązki firmy inwestycyjnej przypisane do poszczególnych usług maklerskich. Poniższa analiza nie ma na celu przedstawienia wszystkich obowiązków powiązanych z usługami maklerskimi. Powiązania te pokazują wzajemne oddziaływanie obowiązków i właściwej kwalifikacji usług maklerskich.

[232] Rozporządzenie o warunkach emitowania detalicznych OSP zawiera specyficzną definicję agenta emisji. Nie należy jej mylić np. z agentem emisji z art. 7a Ustawy o obrocie.
[233] art. 1 ust. 2 lit. b Rozporządzenia Prospektowego,

Z jednej strony wadliwa kwalifikacja usługi maklerskiej lub brak takiej kwalifikacji może skutkować brakiem wykonania lub niepoprawnym wykonaniem obowiązków związanych z usługą maklerską (**wpływ właściwej kwalifikacji usługi maklerskiej na obowiązki**). Z drugiej strony część obowiązków związanych z usługami maklerskimi jest tak charakterystyczna, że sugerują one prawidłową kwalifikację usługi maklerskiej w wątpliwych stanach faktycznych (**wpływ obowiązków na właściwą kwalifikację usługi maklerskiej**).

Z punktu widzenia niniejszej dysertacji bardziej istotny jest ten drugi rodzaj wpływu i na nim się koncentruję. Przedstawienie pełnego katalogu obowiązków firmy inwestycyjnej powiązanych z usługami maklerskimi wykraczałoby poza zakres niniejszej dysertacji oraz znacznie zwiększyłoby jej rozmiary.

Podstawowym obowiązkiem związanym z prowadzeniem działalności maklerskiej i świadczeniem usług maklerskich jest uzyskanie zezwolenia KNF lub innego właściwego organu na prowadzenie działalności maklerskiej. Podmiot, który otrzymał takie zezwolenie uzyskuje status firmy inwestycyjnej[234], z którym wiążą się kolejne obowiązki np. sprawozdawczości nadzorczej[235], podlegania uprawnieniom nadzorczo-kontrolnym KNF[236], odpowiedniego ukształtowania organizacji firmy inwestycyjnej[237]. Obowiązki te można zbiorczo określić pojęciami występującymi w nauce publicznego prawa gospodarczego: reglamentacja i nadzór. Reglamentację rozumiem jako ustalanie odpowiednich wymogów i sam proces uzyskiwania zezwoleń, koncesji, licencji, zgód itp., czyli form nabywania uprawnień niezbędnych w życiu społecznym czy gospodarczym[238]. Nadzór jest często określany jako pojęcie obejmujące swoim zakresem kontrolę praz prawo wydawania poleceń zmierzających do usunięcia stwierdzonych uchybień[239]. Jest to bardzo ogólna definicja z uwagi na fakt, że normatywne pojęcie nadzoru jest różnorodne i jest stosowane w różnych kontekstach[240]. Funkcję reglamentacyjną KNF umieszcza się w doktrynie w ramach

[234] art. 3 pkt 33 Ustawy o obrocie,
[235] m.in. art. 86 Ustawy o obrocie oraz Rozporządzenie w sprawie przekazywania informacji,
[236] m.in. art. 88 Ustawy o obrocie, art. 24 – 37 Ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym,
[237] m.in. Rozporządzenie w sprawie warunków technicznych i organizacyjnych
[238] E. Ura, Prawo administracyjne, Warszawa 2021, s. 98-99, T. Długosz, K. Horubski, L. Kieres, T. Kocowski [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne… Tom 8A…, s. 714,
[239] P. Wajda, Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym, Warszawa 2009, s. 95,
[240] P. Wajda, Rola…, s. 94,

funkcji kontrolnej i nadzorczej. Funkcja reglamentacyjna pozwala KNF wpływać na podmioty, które uczestniczą w rynku m.in. przez udzielenie lub odmowę udzielenia zezwolenia[241]. Celem reglamentacji i nadzoru na rynku kapitałowym i rynku finansowym jest zapewnienie by obowiązki normatywne były przestrzegane przez podmioty funkcjonujące na tych rynkach[242]. Reglamentacja i nadzór są wykorzystywane przez ustawodawcę jako narzędzia ingerencji w rynek kapitałowy, ponieważ rynek ten jest istotny dla funkcjonowania systemu gospodarczego, a występujące na nim mechanizmy samoregulacji i samokontroli nie są uznawane za wystarczające dla jego prawidłowego działania[243]. Pojęcia nadzoru i reglamentacji są przedmiotem licznych opracowań doktryny[244], dlatego nie będę ich szerzej rozwijał w tym miejscu.

Istnieją obowiązki firmy inwestycyjnej związane ze świadczeniem poszczególnych usług maklerskich. Obowiązki te mają różnorodny charakter. W szczególności mogą to być:

- obowiązki notyfikacji nadzorczej np. obowiązek poinformowania KNF o rozpoczęciu świadczenia danej usługi maklerskiej[245],
- obowiązki wobec klientów np. liczne obowiązki informacyjne, obowiązek badania adekwatności i odpowiedniości[246],
- obowiązki w zakresie wyposażenia kapitałowego firmy inwestycyjnej np. obowiązek utrzymywania kapitału założycielskiego[247].

---

[241] R. Blicharz, Rozdział XII..., s. 291-292,

[242] P. Wajda, Nadzór wstępny nad inwestorami instytucjonalnymi w obrębie polskiego rynku giełdowego (część II), LEX, Przegląd Prawa Publicznego 2011 nr. 10, pkt 1, F. Mendes Correia, The Licensing..., s. 13-14,

[243] P. Wajda, Rynki..., pkt 3,

[244] A. Powałowski, Rozdział VIII. Reglamentacja działalności gospodarczej [w:] A. Dobaczewska, A. Powałowski, H. Wolska (red.) Nowe prawo przedsiębiorców, Legalis 2018, T. Długosz, K. Horubski, L. Kieres, T. Kocowski [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne... Tom 8A..., s. 711-714, K. Horubski, L. Kieres, T. Kocowski, M. Szydło, A. Żurawik [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne... Tom 8A..., s. 392-397, P. Wajda, Rola..., s. 83-168, M. Burgiel-Bosak, Sankcja..., s. 40-48, K. Kiczka, Wybrane zagadnienia kontroli współdziałania podmiotów publicznych i prywatnych w sferze gospodarki komunalnej, Wrocław 2014, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3555, Przegląd Prawa i Administracji XCVIII, s. 350-355, Ł. Mroczyński-Szmaj, Rozdział 8. Reglamentacja działalności gospodarczej w świetle ustawy – Prawo przedsiębiorców [w:] R. Blicharz, A. Powałowski (red.) Prawo przedsiębiorcy, Legalis 2019, M. Szewczyk, Nadzór w materialnym prawie administracyjnym, Poznań 1995, s. 26-46, D. Kijowski, Pozwolenia w administracji publicznej. Studium z teorii prawa administracyjnego, Białystok 2000, s. 70-104 i 177-236,

[245] min. § 3 ust. 1 pkt 1 Rozporządzenia w sprawie przekazywania informacji,

[246] m.in. art. 40 ust. 4 l 65 ust. 6 Rozporządzenia 565/2017 oraz art. 83g i 83h Ustawy o obrocie,

[247] art. 97 Ustawy o obrocie,

Poniżej przedstawię kilka przykładowych obowiązków firm inwestycyjnych. Rozpocznę od krótkiego opisu obowiązku uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, jako obowiązku podstawowego, pierwotnego względem wielu innych obowiązków. Następnie przedstawię skrótowo dwie wybrane kategorie obowiązków: po pierwsze politykę alokacji, politykę wykonywania zleceń i politykę działania w najlepszym interesie klienta, a po drugie obowiązki mikro-ostrożnościowe. Skupię się na oddziaływaniu obowiązków na prawidłową kwalifikację usługi maklerskiej. KE przy interpretowaniu granic usługi wykonywania zleceń stosowała analogiczne rozumowanie. Wychodząc od obowiązku najlepszego wykonania zlecenia wnioskowała o granicach usługi wykonywania zleceń. Posłużyła się ona argumentem, że w określonych stanach faktycznych klient może w sposób uprawniony oczekiwać, że firma inwestycyjna będzie chroniła jego interesy dotyczące kwotowania i innych czynników transakcji[248].

Rola obowiązków związanych z usługami maklerskimi jest tak duża, że ESMA ostrzega firmy inwestycyjne przed ryzykiem jednoczesnego świadczenia usług inwestycyjnych (regulowanych) oraz usług, które nie podlegają takiej regulacji np. pośrednictwa w zakresie inwestowania w złoto, nieruchomości. Może to wywoływać w klientach błędne przekonanie o przysługującej im ochronie, prowadzić do potencjalnego missellingu oraz narażać firmę inwestycyjną na ryzyko utraty reputacji[249].

3.1. Obowiązek uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej

Prowadzenie działalności maklerskiej jest związane z obowiązkiem uzyskania zezwolenia właściwego organu. Takim organem w Polsce jest KNF. Prawna konstrukcja zezwolenia składa się z dwóch elementów: generalnego zakazu ustawowego prowadzenia określonej działalności gospodarczej oraz uprawnienia organu administracji do uchylenia tego zakazu wobec indywidualnego podmiotu w

[248] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 20-22,

[249] ESMA, Statement ESMA highlights the risks arising from the provision of unregulated products and/or services by investment firms, ESMA35-36-2813, 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/ESMA35-36-2813_Statement_on_investment_firms_providing_unregulated_services.pdf, dostęp 13.06.2023,

określonych przypadkach[250]. Obowiązek uzyskania zezwolenia ma umocowanie w art. 69 ust. 1 Ustawy o obrocie oraz art. 5 MIFID II. Od tej generalnej zasady występują wyjątki. Sporą część z nich stanowią wyłączenia i wyłączenia opcjonalne zawarte w art. 2 i 3 MIFID II. Wyłączenia opcjonalne zależą od decyzji krajowego ustawodawcy. W polskim porządku prawnym wyłączenia zostały implementowane przede wszystkim w art. 70 Ustawy o obrocie.

Katalog wyłączeń jest szeroki i regularnie powiększa się przy okazji zmian legislacyjnych na poziomie UE. Wymienione w nim przypadki najczęściej można zakwalifikować do jednej z następujących kategorii:

- **podmioty podlegające innym regulacjom sektorowym** m.in. zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne,
- **podmioty wykonujące funkcje publiczne** m.in. organy publiczne powołane do zarządzania długiem publicznym, Europejski Mechanizm Stabilności,
- **przypadki mniejszej wagi** tzn. o ograniczonym zakresie działania lub generujące niskie ryzyko dla podmiotów trzecich m.in. podmioty wykonujące czynności maklerskie wyłącznie na rzecz podmiotów należących do tej samej grupy kapitałowej.

Katalog wyjątków jest obszerny i szczegółowy. Jego opisanie wymagałoby poświęcenia znacznej uwagi m.in. regulacji sektora finansowego w UE, czy funkcjonowaniu instytucji publicznych na rynku kapitałowym. Znacznie powiększyłoby to rozmiary pracy przy jednoczesnym niewielkim wkładzie w potwierdzenie tezy.

Zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej jest udzielane zakresowo tzn. dotyczy wybranych czynności maklerskich. Za takim podejściem przemawiają liczne argumenty prawne m.in. treść motywu 43 MIFID II cytowanego w pkt 2.2. powyżej. Taka jest też praktyka KNF, co wynika m.in. z treści publikowanych komunikatów o udzieleniu zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej[251]. Historycznie w Polsce wydawane były zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej nie zawierające zakresu wykonywanych czynności. Taki stan występował od 1 maja 2004 r. (art. 42 ust. 2 pkt 2 PPOPW) do 21 października 2009 r. tzn. do wejścia w życie Ustawy

[250] J. Gola, Charakter..., s. 11,

[251] Przykładowo: KNF, Komunikat ze 196. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 29 października 2013 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/KNF_29_10_2013.pdf, dostęp 11.01.2023, pkt 3,

wdrażającej MIFID (art. 84 ust. 2 pkt 2 Ustawy o obrocie). Art. 84 ust. 2 pkt 2 Ustawy o obrocie w ówczesnym brzmieniu stwierdzał, że zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej powinno określać wszystkie czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie. Firma inwestycyjna była zobowiązana poinformować KNF o zakresie faktycznie wykonywanej działalności na podstawie art. 87 Ustawy o obrocie w brzmieniu sprzed wejścia w życie Ustawy wdrażającej MIFID. Art. 22 Ustawy wdrażającej MIFID wygasił częściowo istniejące zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej określając, że uprawniają one wyłącznie do prowadzenia działalności maklerskiej, która jest faktycznie wykonywana w dniu wejścia w życie Ustawy wdrażającej MIFID. Wejście w życie Ustawy wdrażającej MIFID było punktem zwrotnym, który sprawił, że granice pomiędzy usługami maklerskimi nabrały większego znaczenia. Poprzednio wystarczyło uzyskać jedno, zbiorcze zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej by uznać, że wymóg jego posiadania został spełniony. Od 21 października 2009 należy zwracać uwagę by posiadać właściwe zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej. Błędne stanowisko w tym zakresie zajęła A. Zagajewska, która komentując w 2012 r. przepisy Ustawy o obrocie stwierdziła, że *nie jest więc wymagane uzyskiwanie zezwolenia na wykonywanie konkretnych czynności, a ogólnego zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej*[252].

3.1.1. Zakres przestrzenny i osobowy zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej (reverse solicitation)

Działalność maklerska i obowiązek uzyskania zezwolenia na jej prowadzenie mają granicę terytorialną. Regułą jest obowiązywanie prawa na terytorium państwa, które je ustanowiło i względem wszystkich podmiotów spełniających określone warunki, znajdujących się na jego terytorium[253]. Art. 42 MIFID formułuje w tym zakresie zasadę wyłącznej inicjatywy klienta nazywaną też zasadą odwrotnego nakłaniania (*reverse solicitation*). Klienci detaliczni i profesjonalni są uprawnieni do korzystania z usług

[252] A. Zagajewska, Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz, LexisNexis 2012, LEX, Komentarz do art. 69 Nb. 10,
[253] G. Maroń, Wstęp..., s. 117-120,

podmiotów z państw trzecich nieposiadających zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej w UE. Podmioty świadczące usługi nie mają obowiązku uzyskania zezwolenia na świadczenie usług inwestycyjnych UE, jeżeli relacje z klientami z UE są nawiązywane z wyłącznej inicjatywy klienta. Jeżeli podmiot z państwa trzeciego samodzielnie lub za pośrednictwem innych podmiotów zabiega (*solicit*) o klientów z UE, to przyjmuje się, że usługa nie jest świadczona z wyłącznej inicjatywy klienta. Art. 42 MIFID II został implementowany w 115a Ustawy o obrocie. W polskim przepisie angielskie słowo solicit zostało określone jako „działania reklamowe i promocyjne"[254]. Polski tekst dyrektywy tłumaczy angielskie solicit opisujące zakazaną czynność podmiotu z państwa trzeciego (art. 42 ust. 1 zd. 2 MIFID II) jako „oferowanie", nie jest dobrym tłumaczeniem, ponieważ słowo oferowanie budzi skojarzenia np. z pojęciem „oferty", „oferty publicznej", czy „oferowaniem instrumentów finansowych", a istotą analizowanego przepisu MIFID II jest nakłanianie klienta lub zabieganie o klienta.

Opisana powyżej zasada jest znaczącym ograniczeniem dla podmiotów z państw trzecich, czego dowodem są pojawiające się stanowiska ESMA w odpowiedzi na zadawane pytania i zaobserwowane praktyki rynkowe. Bezpośrednio po Brexicie ESMA zwracała uwagę, że podmioty z Wielkiej Brytanii starają się obejść art. 42 MIFID II przez włączanie we wzorce umowne albo wyskakujące okienka (*pop-up*) w obsłudze internetowej oświadczeń określających, że umowa została zawarta z wyłącznej inicjatywy klienta. Zdaniem ESMA tego typu oświadczenia, czy zapewnienia kontraktowe są nieistotne dla określenia, czy doszło do świadczenia usługi z wyłącznej inicjatywy klienta. Kluczowa jest komunikacja kierowana do klienta przez podmiot z państwa trzeciego wszelkimi kanałami m.in. przez artykuły prasowe, reklamę internetową, broszury, rozmowy telefoniczne, rozmowy osobiste[255].

[254] M. Kociszewski, M. Pietkiewicz, Reverse solicitation, 07.09.2017, https://codozasady.pl/en/p/reverse-solicitation, dostęp 20.02.2023,

[255] ESMA, PUBLIC STATEMENT Reminder to firms of the MiFID II rules on 'reverse solicitation' in the context of the recent end of the UK transition period, 13 stycznia 2021, https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reminds-firms-mifid-ii-rules-reverse-solicitation, dostęp 11.01.2023, ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 19 November 2021, ESMA35-43-349, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf, dostęp 02.08.2023, 116-120,

3.1.2. Pośrednictwo w zakresie instrumentów finansowych, a obowiązek uzyskania zezwolenia

Skupiam się na usługach maklerskich, których elementem wspólnym jest pośrednictwo w zakresie instrumentów finansowych. W obecnym stanie prawnym umowa o pośrednictwo nie jest zdefiniowana w przepisach prawa cywilnego. Regulacja takiej umowy występowała w art. 517 Kodeksu Zobowiązań:

Kto przyrzeka drugiemu wynagrodzenie za nastręczenie sposobności do zawarcia umowy z inną osobą, albo za pośredniczenie przy zawarciu takiej umowy, obowiązany jest zapłacić wynagrodzenie tylko wtedy, gdy umowa zostanie zawarta wskutek zabiegów pośrednika.

Istotą pośrednictwa było nie tylko pośredniczenie w zawarciu umowy, ale także wykonywanie czynności faktycznych nakierowanych na zawarcie przez dającego zlecenie umowy[256]. Obecnie czynności pośrednictwa zestawiane są często z umową agencyjną (art. 758 KC i nast.). Intencjonalnie nie odwołuję się do pojęcia umowy agencyjnej, która cechuje się pewnymi ograniczeniami co do formy pośrednictwa np. nie obejmuje możliwości działania jako zastępca pośredni tzn. w imieniu własnym na rachunek dającego zlecenie. Rozróżnienie na agenta i zastępcę pośredniego jest typowe dla kontynentalnych systemów prawa prywatnego, ale jest nieznane w tradycyjnych systemach *common law*[257]. W systemach anglo-saskie występuje instytucja *agency*, która obejmuje swoim zakresem przedmiotowym takie umowy, jak: umowę zlecenia, umowę agencyjną, umowę komisu, umowę maklerską oraz zaliczaną w naszym prawie zobowiązań do umów nienazwanych o świadczenie usług – umowę pośrednictwa[258]. Na potrzeby tej pracy **pośrednictwo** rozumiem, jako **czynności, które nie mają jednolitego opisu cywilnoprawnego**. Odnoszą się one do stanów faktycznych, w których **jeden podmiot (pośrednik) świadczy na rzecz drugiego podmiotu usługi związane z zawieraniem umów,** mające postać czynności faktycznych lub prawnych[259]. Umowy, o których mowa w zdaniu poprzednim są

[256] M. Romanowski, Charakter prawny umowy o pośrednictwo, Legalis, MoP 1997, Nr 2, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 82-84,
[257] E. Rott-Pietrzyk, Agent handlowy – regulacje polskie i europejskie, Legalis, 2005, Rozdział I, § 2,
[258] E. Rott-Pietrzyk [w:] J. Rajski (red.), Prawo zobowiązań – część szczegółowa. System Prawa Prywatnego. Tom 7, Legalis 2018, s. 777-778;
[259] M. Grochowski, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 23-24,

umowami dotyczącymi **przeniesienia własności instrumentów finansowych**. W doktrynie wskazuje się, że wykonywanie zleceń, PPZ i są formą pośrednictwa, a oferowanie instrumentów finansowych zawiera co najmniej element pośrednictwa[260]. Pośrednictwo w obrocie instrumentami finansowymi przybiera czasami nieintuicyjne formy tzn. takie, które nie mieszczą się w tradycyjnym katalogu: zastępstwo pośrednie, zastępstwo bezpośrednie i czynności faktyczne nakierowane na zawarcie transakcji. W doktrynie proponuje się zastosowanie kryterium podobieństwa do typów ustawowych pośrednictwa przy kwalifikowaniu nowych typów umów[261]. Taką formą moim zdaniem jest np. zarządzanie portfelem w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych (art. 69 ust. 2 pkt 4 Ustawy o obrocie). W takim przypadku klient umawia się na podejmowanie i realizację na jego rachunek decyzji inwestycyjnych w ramach aktywów pozostawionych do dyspozycji zarządzającego (art. 75 Ustawy o obrocie). Część usług maklerskich można potraktować jako pośrednictwo jedynie przy założeniu, że pośrednictwem może być też świadczenie usług związanych z **transakcją zawartą z samym pośrednikiem**. W tej kategorii znajduje się:

- wykonywanie zleceń przez zawieranie transakcji z firmą inwestycyjną (art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie) oraz
- gwarantowanie emisji w formie dawnej subemisji usługowej.

Jako szeroko pojmowane pośrednictwo doktryna kwalifikuje tzw. **umowę dystrybucyjną**. Pozycja dystrybutora jest specyficzna, ponieważ wiąże się z zawarciem dwóch umów: **pomiędzy dostawcą a dystrybutorem** oraz **pomiędzy dystrybutorem a odbiorcą**. Nie występuje bezpośrednia relacja pomiędzy dostawcą, a odbiorcą. Dystrybutor nabywa instrument finansowy na własny rachunek od dostawcy, a następnie sprzedaje go odbiorcy[262]. Wydaje się, że podobne relacje można odnaleźć w przypadku usługi plasowania instrumentów finansowych. Przykład takiej relacji jest opisany w rozdziale VII pkt 2.5. niniejszej pracy.

Koncepcja pośrednictwa w powyższym rozumieniu jest przydatna dla analizy zakresu usług maklerskich opisywanych w dalszych rozdziałach. Można stawiać m.in. pytania: czy każdy rodzaj pośrednictwa w transakcjach instrumentami finansowymi jest usługą

[260] M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 48-50,
[261] M. Grochowski, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 34-35,
[262] M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 201-210,

maklerską oraz czy usługi maklerskie można odróżniać ze względu na różne typy pośrednictwa, różny zakres upoważnienia pośrednika. Szerokie rozumienie pośrednictwa jest przydatne z uwagi na brak harmonizacji przepisów cywilnoprawnych regulujących pośrednictwo w obrocie instrumentami finansowymi w UE[263].

3.2. Polityka wykonywania zleceń, polityka działania w najlepszym interesie klienta oraz polityka alokacji

Każda z opisywanych w pracy usług maklerskich jest powiązana z obowiązkiem sporządzenia przez firmę inwestycyjną dokumentu (polityki) i postepowania zgodnie z zasadami zawartymi w tym dokumencie. Dokumentami tymi są:

- w przypadku wykonywania zleceń – polityka wykonywania zleceń (art. 73a Ustawy o obrocie, art. 27 MIFID II oraz art. 66 Rozporządzenia 565/2017),
- w przypadku PPZ – polityka działania w najlepszym interesie klienta (art. 65 ust. 2-5 Rozporządzenia 565/2017),
- w przypadku oferowania instrumentów finansowych oraz gwarantowania emisji (dokładnie w przypadku plasowania) – polityka alokacji (art. 40 ust. 4 Rozporządzenia 565/2017).

Zakwalifikowanie usługi np. jako oferowania instrumentów finansowych spowoduje, że wobec klienta tej usługi nie będą miały zastosowania zasady właściwe dla innych usług m.in. obowiązek najlepszego wykonania z polityki wykonywania zleceń. Analogicznie w przypadku innych usług. Wynika to z faktu, że trzy wspomniane wyżej usługi (PPZ, wykonywanie zleceń i oferowanie instrumentów finansowych) są rozłączne. Zakwalifikowanie usługi maklerskiej świadczonej na rzecz danego klienta jako jednej z tych usług wyklucza kwalifikację jako innej z nich. Nie można tego samego zlecenia wykonać oraz przyjąć go i przekazać[264]. Oferowanie konsumuje wszystkie usługi związane ze zleceniem, ponieważ obejmuje proces plasowania emisji bez wnikania w sposób rozliczenia, czy zawarcia transakcji poza rozróżnieniem na występowanie albo brak występowania wiążącego zobowiązania do przejęcia oferowanych instrumentów finansowych (*firm commitment*). W niemieckim obrocie prawnym podobne

[263] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 29,
[264] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 26,

sformułowania pojawiają się w odniesieniu do usługi będącej odpowiednikiem gwarantowania emisji (*Emissionsgeschäft*)[265]. W polskim obrocie prawnym rozdzielność usługi oferowania od wykonywania zleceń i PPZ przez długi czas nie była kwestionowana. Wątpliwości powstały po wejściu w życie Rozporządzenia Prospektowego. UKNF błędnie uznaje przy tym, iż zakres PPZ i oferowania instrumentów finansowych częściowo się pokrywa[266].

Powyższy opis dotyczy usługi świadczonej na rzecz klienta usługi oferowania instrumentów finansowych będącego emitentem a nie na rzecz klienta będącego inwestorem (*investment client*). Na rzecz tego ostatniego klienta będzie w większości przypadków świadczona usługa PPZ albo wykonywania zleceń[267].

Istotą polityki wykonywania zleceń jest powzięcie przez firmę inwestycyjną odpowiednich działań w celu zapewnienia klientowi najlepszego wykonania jego zlecenia. Najlepsze wykonanie oznacza osiągnięcie najlepszego rezultatu dla klienta w kontekście czynników realizacji zlecenia. Tymi czynnikami są: cena, koszty, szybkość, prawdopodobieństwo wykonania i rozliczenia, wielkość zlecenia oraz ewentualne inne czynniki mające wpływ na realizację zlecenia. Firma inwestycyjna powinna określić względną istotność każdego z czynników. W przypadku klientów detalicznych bierze się pod uwagę tylko dwa czynniki wykonania zlecenia: cenę instrumentu finansowego i koszty związane z wykonaniem zlecenia. Firma inwestycyjna powinna uwzględniać wszelkie szczegółowe instrukcje klienta dotyczące wykonania zlecenia np. może on wskazać wprost miejsce wykonania zlecenia, cenę wykonania etc. Firma inwestycyjna powinna ustanowić politykę, która zapewni prawidłowe wykonywanie obowiązków w zakresie najlepszego wykonania zlecenia[268]. Takie zasady najlepszego wykonania zlecenia obowiązują od wejścia w życie MIFID. MIFID II wzmocnił te obowiązki przez dodanie nowych wymogów, w szczególności dotyczących publikowania informacji o

---

[265] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, 2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html dostęp 02.08.2023,

[266] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Aktualizacja*, 2022, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_oferowanie_instrumentow_finansowych_77479.pdf dostęp 02.08.2023, s. 12-14, vide rozdział IV pkt 2.9. oraz rozdział VI pkt 1.2. i 2.2.,

[267] *vide* rozdział IV pkt 1.5., 2.7., 2.8., 2.9.,

[268] Swedish SECURITIES DEALERS ASSOCIATION, Guide for drafting/review of Execution Policy under MiFID II, 4 grudnia 2018, https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2020/10/Best-Execution-Policy-Guide.pdf, dostęp 13.02.2023, s. 2, 11 i 12,

sposobie wykonywania tego obowiązku m.in. dotyczących ujawniania przez firmy inwestycyjne pięciu miejsc wykonania zlecenia, z których firma inwestycyjna korzystała najczęściej w roku poprzedzającym wykonując zlecenia klientów. Tych pięć miejsc określa się biorąc pod uwagę wartość obrotu dokonanego w nich[269]. Jedną z konsekwencji wprowadzenia obowiązku najlepszego wykonania zlecenia obok wzmocnienia ochrony inwestorów było zwiększenie konkurencji pomiędzy systemami obrotu. Musiały one być konkurencyjne względem innych systemów obrotu aby firmy inwestycyjne kierowały do nich zlecenia klientów[270].

Polityka działania w najlepszym interesie klienta jest dokumentem podobnym do polityki wykonywania zleceń. Firma inwestycyjna, która przyjmuje i przekazuje zlecenia jest obowiązana podjąć odpowiednie kroki w celu uzyskania dla klienta najlepszego rezultatu. Powinna brać pod uwagę analogiczne czynniki, co w przypadku wykonania zlecenia[271]. W pewnym stopniu działanie firmy przyjmującej i przekazującej zlecenie różni się od działania firmy inwestycyjnej wykonującej zlecenie z uwagi na fakt, że zlecenie nie podlega wykonaniu, ale przekazaniu do innego podmiotu w celu wykonania.

Polityka alokacji jest dokumentem innego typu niż dwa wcześniejsze dokumenty, ponieważ usługi oferowania instrumentów finansowych i gwarantowania emisji nie skupiają się na uzyskaniu najlepszego wyniku dla klienta. Ustawodawca zakłada, że klient tych usług ma inne cele związane np. z pożądaną strukturą akcjonariatu. Dla takiego klienta jest istotne m.in. czy jego akcjonariat będzie rozdrobniony, czy będą w nim występowały instytucje finansowe, czy potencjalni akcjonariusze będą potencjalnie inwestorami długoterminowymi. Obowiązek przedstawienia polityki alokacji klientowi usługi plasowania (*placing*) wynika z Art. 40 ust. 4 Rozporządzenia 565/2017. Polityka określa proces opracowywania rekomendacji dotyczących alokacji. W polityce określa się odpowiednie informacje, które są dostępne przed rozpoczęciem

[269] D. Busch, *MiFID II: Stricter…*, s. 30-32,

[270] G. Ferrarini, Best execution and competition between trading venues—MiFID's likely impact, Capital Markets Law Journal, 2007, Vol. 2, No. 4, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108999, dostęp 17.02.2023, s. 410-411, G. Ferrarini, Market transparency and best execution: bond trading under MiFID, [w:] M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst, R. Steennot (red.) Perspectives in company law and financial regulation, Cambridge University Press, 2009, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436891 dostęp 17.02.2023, s. 491-492,

[271] art. 65 Rozporządzenia 565/2017,

procesu plasowania, na temat proponowanej metodologii alokacji dla danej emisji. Pozyskanie finansowania przez klienta usługi plasowania (oferowania instrumentów finansowych lub gwarantowania emisji) w drodze emisji dłużnych lub udziałowych papierów wartościowych jest alternatywą wobec pozyskania finansowania w inny sposób np. w drodze kredytu bankowego[272]. Z tego powodu firma inwestycyjna obok przedstawienia polityki alokacji jest obowiązana m.in. do poinformowania klienta o oferowanych przez nią alternatywach finansowania[273].

Powyższe obowiązki związane z poszczególnymi usługami wzmacniają przedstawioną dalej argumentację za objęciem sprzedaży akcji przez oferującego usługami wykonywania zleceń lub przyjmowania i przekazywania zleceń (w zależności od stanu faktycznego)[274]. Obowiązki przypisane do usługi oferowania instrumentów finansowych i gwarantowania emisji nie są adekwatne do potrzeb oferującego innego niż emitent. Oferujący, który nie jest emitentem, nie będzie zainteresowany alokowaniem sprzedawanych akcji tzn. przypisaniem ich konkretnym inwestorom lub grupom inwestorów a w konsekwencji strukturą akcjonariatu spółki. Prawdopodobnie nie będzie on też zainteresowany alternatywnym finansowaniem. Celem oferującego nie jest co do zasady pozyskanie finansowania, ale maksymalizacja zysku z posiadanych akcji. Z tego powodu bardziej adekwatne jest wykonanie wobec niego obowiązków w zakresie najlepszego wykonania zlecenia niż obowiązków objętych polityką alokacji i obowiązków informacyjnych dotyczących alternatywnych możliwości pozyskania finansowania.

3.3. Normy mikro-ostrożnościowe (wymogi kapitałowe)

Normy mikro-ostrożnościowe firm inwestycyjnych są zagadnieniem względnie rzadko znajdującym się w polu zainteresowania prawników. Przepisy z tej dziedziny są techniczne i odnoszą się m.in. do wymagań w zakresie wyposażenia kapitałowego firm inwestycyjnych. Normy mikro-ostrożnościowe mają na celu zapewnienie bufora

[272] GPW, Przewodnik dla emitentów giełdowych: Droga po kapitał, 2020, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/inne/Przewodnik_emitenci_GR_GPW_2020.pdf, dostęp 13.02.2023, s. 7-8,

[273] ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor..., s. 57,

[274] *vide* rozdział IV pkt 1.5., 2.7., 2.8., 2.9., i rozdział VI pkt 1.2., 1.3. i 2.2. niniejszej pracy,

kapitałowego, który pozwoli na poniesienie przez firmę inwestycyjna strat wynikających z materializacji ryzyka związanego z jej działalnością. Regulacje mikro-ostrożnościowe firm inwestycyjnych i banków są zakorzenione w przepisach prawa UE. Podlegały one znaczącym zmianom od czasu wejścia Polski do Unii Europejskiej do chwili obecnej[275]. Zmiany podejmowane w ostatnich latach miały na celu uproszczenie regulacji mikro-ostrożnościowych tych firm inwestycyjnych, które nie mają znaczenia systemowego z uwagi na rozmiar prowadzonej działalności lub powiązania z innymi podmiotami[276]. Zmiany te zostały wprowadzone przez pakiet regulacyjny składający się z dyrektywy IFD i rozporządzenia IFR. Przed wejściem w życie tych regulacji wymogi mikro-ostrożnościowe dla banków i wszystkich firm inwestycyjnych były regulowane przez pakiet regulacji: CRD IV i CRR. Aktualnie CRR ma zastosowanie tylko wobec firm inwestycyjnych o istotnym znaczeniu systemowym[277]. Zmniejszenie obciążeń regulacyjnych dla firm inwestycyjnych w tym zakresie weszło w życie 26 lipca 2021 r. Jest to data wejścia w życie IFR. Nieadekwatność obciążeń wynikających z CRR była sygnalizowana znacznie wcześniej m.in. w raporcie EBA z 2015 r. Ten dokument zawiera m.in. spostrzeżenia EBA dotyczące powiązań pomiędzy poszczególnymi usługami maklerskimi, a wymogami mikro-ostrożnościowymi. Powiązania powinny odzwierciedlać ryzyko jakie generuje usługa dla firmy inwestycyjnej[278]. Pomimo zmian w reżimie mikro-ostrożnościowym firm inwestycyjnych i wejścia w życie MIFID II spostrzeżenia EBA w sporej części zachowują aktualność.

EBA zauważa, że usługi maklerskie nie zostały zdefiniowane w sposób ścisły w MIFID i to podejście zostało utrzymane w MIFID II. W konsekwencji może dochodzić do rozbieżnej implementacji zakresu usług i działalności inwestycyjnych (*investment services and activities*) do prawa krajowego. Jest to słabość regulacji mikro-ostrożnościowej, która klasyfikuje firmy inwestycyjne wg zakres zezwolenia na wykonywanie usług i działalności inwestycyjnych. EBA przywołuje m.in. następujące przykłady:

[275] J.-H. Binder, Prudential requirements framework and sustainability, European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 131, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4276702, dostęp 20.02.2023, s. 5-8,
[276] motyw 9 IFD,
[277] art. 4 ust. 1 pkt 1 CRR i art. 1 ust. 2 – 5 IFR,
[278] EBA, *Report on investment…*,

- w części państw członkowskich uzyskanie zezwolenia na wykonywanie zleceń wymaga wcześniejszego uzyskania zezwolenia na PPZ;
- w niektórych jurysdykcjach przyjmuje się, że wykonywanie zleceń występuje w przypadku, gdy firma inwestycyjna składa zlecenie klienta na rynku działając we własnym imieniu, ale na rachunek klienta; firma inwestycyjna zawiera umowę z klientem, w której zobowiązuje się do dostarczenia mu instrumentów finansowych nabytych na jego rzecz, a klient zobowiązuje się ponosić ekonomiczny ciężar transakcji (dostarczać środki pieniężne lub instrumenty finansowe); firma inwestycyjna nie ponosi w tym przypadku ryzyka rynkowego, ale jest narażona na ryzyko kredytowe kontrahenta, z którym zawiera transakcję na rynku i jego klienta; EBA dostrzegła wątpliwości, czy taka działalność, z punktu widzenia ryzyka, powinna być kwalifikowana jako wykonywanie zleceń, czy jako forma zestawiania zleceń (tzw. matched principal trading z motywu 24 MIFID II)[279].

Pierwszy przykład regulacji nie występuje w Polsce. Drugi przykład opisuje stan prawny w Polsce. Taka działalność nie jest traktowana, jak zestawianie zleceń z art. 3 pkt 2a Ustawy o obrocie tzn. jako jednoczesne wykonywanie zleceń i nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na własny rachunek ale jako „zwykłe" wykonywanie zleceń. W ten sposób pośredniczą firmy inwestycyjne w zawieraniu transakcji m.in. na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW.

Zarówno ze współczesnego reżimu mikro-ostrożnościowego[280], ze spostrzeżeń EBA z 2015 r.[281], jak i z ówczesnego reżimu mikro-ostrożnościowego można wysnuć wniosek, że do rodzajów działalności maklerskiej generujących najwyższe ryzyko ustawodawca unijny zalicza: nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych na własnych rachunek oraz gwarantowanie emisji. Znajduje to odbicie m.in. w wysokości wymaganego kapitału założycielskiego[282] i w zakresie obowiązków związanych z wymogami kapitałowymi. Obie te działalności są związane co do zasady z występowaniem ryzyka rynkowego po stronie firmy inwestycyjnej. Ryzyko rynkowe jest definiowane jako

[279] *Ibidem*, s. 18
[280] art. 4 ust. 1 pkt 1 lit. b CRR i art. 98 ust. 3 Ustawy o obrocie,
[281] EBA, *Report on investment…*, s. 28, 29, 32, 44, 50,
[282] art. 98 Ustawy o obrocie,

ryzyko strat wynikających ze zmian cen rynkowych, w tym zmian kursów walutowych lub zmian cen towarów[283].

EBA dostrzegła, że oferowanie instrumentów finansowych (*placing without a firm commitment*) jest czynnością sprzedażową, podobną do PPZ i wykonywania zleceń. Jednocześnie CRD IV od 2013 r. przewidywał dla firm inwestycyjnych obowiązek posiadania najwyższego wymogu kapitału założycielskiego (initial capital) w wysokości 730 000 euro. Identyczne wartości dotyczyły m.in. nabywania i zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek (*dealing on own account*) oraz gwarantowania emisji (*placing with a firm commitment and underwriting*). Dla firm inwestycyjnych posiadających zezwolenie na PPZ, wykonywanie zleceń i przechowywanie środków klientów wymóg wynosił 125 000 euro. Zdaniem EBA był to jeden z przejawów nieadekwatności wymogów kapitałowych narzucanych przez pakiet CRD IV/CRR w 2015 roku[284]. W Polsce problem ten nie był znany, ponieważ ustawodawca przy transpozycji CRD IV do polskiego porządku prawnego określił kapitał założycielski dla firm inwestycyjnych posiadających zezwolenie na oferowanie instrumentów finansowych na równowartość 125 000 euro, w przypadku gdy firma inwestycyjna jednocześnie była uprawniona do przechowywania środków klientów, albo na równowartość 50 000 euro, jeżeli takiego dodatkowego zezwolenia nie posiadała[285]. Nie było to zgodne z literalnym brzmieniem CRD IV, ale oddawało poziom ryzyka usługi opisywany przez EBA.

EBA zauważyła również, że ryzyko rynkowe może się pojawić nie tylko w firmie inwestycyjnej prowadzącej działalność nabywania i zbywania instrumentów finansowych na rachunek własny, ale także np. w firmie inwestycyjnej świadczącej usługę wykonywania zleceń. Może to być efekt np. nieudanej transakcji. EBA jednocześnie nie wskazała na obowiązek uzyskania w takim przypadku zezwolenia na prowadzenie działalności na rachunek własny. Zaproponowała rozwiązania polegające na zmianach w reżimie mikro-ostrożnościowym, które miały go dostosować do poziomu ryzyka faktycznie występującego w firmach inwestycyjnych[286]. Taka analiza

[283] art. 4 ust. 1 pkt 141 CRR,
[284] EBA, *Report on investment…*, s. 19-20,
[285] art. 98 Ustawy o obrocie w brzmieniu sprzed 10 grudnia 2021 r.
[286] EBA, *Report on investment…*, s. 32,

wspiera argumentację, że zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej wymaga tylko działalność prowadzona w sposób zawodowy i regularny[287]. Przejęcie instrumentów finansowych na własny rachunek, przy okazji takiej działalności, nie stanowiące istoty usługi świadczonej w sposób regularny i zawodowy nie wymaga takiego zezwolenia.

Opisane powyżej przykłady pokazują, że zakres wykonywanej działalności maklerskiej ma wpływ na poziom ryzyka występującego w działalności firmy inwestycyjnej. Odpowiedzią na ten fakt jest uzależnienie intensywności wymogów mikro-ostrożnościowych od zakresu zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej posiadanego przez firmę inwestycyjną.

4. Wnioski do rozdziału I

1. **Prawo rynku kapitałowego i jego publiczno-prywatny charakter w kontekście zakresu usług maklerskich.** Praca dotyczy prawa rynku kapitałowego, gałęzi prawa, która cechuje się m.in. specyficznym sposobem regulacji. Normy prawa rynku kapitałowego mają publiczno-prywatny charakter[288]. Pomimo przeważającego publicznoprawnego charakteru niniejszej pracy, nie mogę całkowicie uniknąć odwoływania się do prawa prywatnego. Korzystanie z dorobku cywilnoprawnego wzbogaca analizę publicznoprawną. W analizowanym temacie prawo prywatne i publiczne wzajemnie na siebie oddziałują. Ustawodawca polski i unijny regulując usługi maklerskie (usługi inwestycyjne) uwzględnili ten fakt. Pakiet regulacyjny MIFID II zawiera co do zasady przepisy publicznoprawne, które mają wpływ na prawo prywatne[289]. Jednocześnie ustawodawca unijny mając wybór metody regulacji (dyrektywa i rozporządzenie) reguluje na poziomie dyrektywy definicje usług maklerskich pozostawiając państwom członkowskim pole dla umiejscowienia ich w krajowym, niezharmonizowanym systemie prawa

[287] art. 5 MIFID II,
[288] A. Chłopecki, M. Dyl, Prawo..., s. 3-5, J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5c..., s. 814, M. Fedorowicz, Koncepcja..., M. Mariański, Rynek..., s. 123-133,
[289] T. Sójka, The..., s. 26-27, F. Annunziata, MiFID II..., s. 52-56,

prywatnego. Podwójna natura przepisów regulujących zakres usług maklerskich pozwoliła polskiemu ustawodawcy w 2018 r. zmienić m.in. art. 72, 73, 74b, 75, 76 Ustawy o obrocie regulujące zakres umów maklerskich na przepisy regulujące zakres usług maklerskich[290]. Publicznoprawne przepisy prawa rynku kapitałowego wykorzystują instytucje zakorzenione w prawie administracyjnym i prawie publicznym gospodarczym.

2. **Świadczenie usług maklerskich jako działalność gospodarcza.** Z zakresem usług maklerskich są związane takie terminy jak reglamentacja i nadzór[291]. Prowadzenie działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie wymaga uzyskania zezwolenia, jeżeli jest ona prowadzona **w sposób regularny i zawodowy** (art. 5 MIFID II). Znamiona regularności i zawodowego charakteru nie zostały implementowane w polskich przepisach (art. 69 i art. 178 Ustawy o obrocie). Z tego powodu pojawiają się poglądy, które interpretują działalność maklerską, jako działalność o pewnym poziomie zorganizowania, szczególnie w kontekście przepisu karnego art. 178 Ustawy o obrocie[292]. Jedyny pogląd przeciwny w doktrynie prawa karnego, na który natrafiłem, uznający działalność maklerską za działalność, która musi spełniać wymogi działalności gospodarczej (m.in. kryterium zarobkowości) nie zawiera szerszego uzasadnienia[293]. Więcej poglądów kwalifikujących działalność maklerską jako działalność gospodarczą występuje w doktrynie prawa rynku kapitałowego, jednak nie odnoszą się one do art. 178 Ustawy o obrocie[294]. Takie rozłożenie akcentów może prowadzić do błędnego określenia zakresu usług maklerskich. W szczególności może prowadzić do błędnej wykładni przepisu karnego zakazującego wykonywania

[290] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191..., s. 23-24 uzasadnienia, E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 2,

[291] T. Długosz, K. Horubski, L. Kieres, T. Kocowski [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne... Tom 8A..., s. 711-714, K. Horubski, L. Kieres, T. Kocowski, M. Szydło, A. Żurawik [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne... Tom 8A..., s. 392-397,

[292] A. Błachnio-Parzych [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 178, Nb. 6, J. Majewski, Prowadzenie bez zezwolenia działalności w zakresie publicznego obrotu, Prawo Papierów Wartościowych (PPW) 2001/6,

[293] E. Hryniewicz-Lach [w:] R. Zawłocki, Prawo karne gospodarcze. Tom 10, System Prawa Handlowego, 2018 Legalis, s. 327,

[294] A. Lichosik, Rozdział XXIV..., § 3, M. Fedorowicz [w:] T. Sójka (red.) Obrót..., Komentarz do art. 69 Nb. 1, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 69 Nb. 1,

działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi bez zezwolenia (art. 178 Ustawy o obrocie). Niezbędne jest zastosowanie wykładni prounijnej art. 69 i art. 178 Ustawy o obrocie. W innych jurysdykcjach europejskich granica działalności maklerskiej wykonywanej w sposób zawodowy i regularny jest zestawiania z tamtejszymi definicjami prowadzenia działalności gospodarczej[295]. Mógłby to być minimalny próg wykonywania działalności maklerskiej także w polskim systemie prawnym. Można się zastanowić, czy ta granica w intencji unijnego ustawodawcy nie powinna leżeć dalej niż wymogi działalności gospodarczej (zarobkowość, zorganizowanie i ciągłość).

3. **Działalność maklerska, usługa maklerska, czynność maklerska.** W polskim obrocie prawnym występują trzy pojęcia, które opisują podobny przedmiot: czynność maklerska, działalność maklerska i usługa maklerska. Trudno odnaleźć jednoznaczną treść pojęcia usługa maklerska używane przez ustawodawcę w Ustawie o obrocie. Wspomniane pojęcia nie oddają one podziału zawartego w MIFID II na działalność inwestycyjną i usługi inwestycyjne. Usługi inwestycyjne są wykonywane na rzecz klienta, a działalność inwestycyjna jest wykonywana bez udziału klienta. Art. 4 ust. 1 pkt 9, art. 24 ust. 1 i art. 26 MIFID II wiążą wykonywanie obowiązków dotyczących ochrony inwestora wyłącznie z usługami inwestycyjnymi i osobą klienta. Ustawodawca unijny nie wskazuje, które pozycje z Załącznika nr 1 sekcja A MIFID II należy uznać za usługi inwestycyjne, a które za działalność inwestycyjną, co może prowadzić do wątpliwości prawnych. Podział jest proponowany przez przedstawicieli doktryny unijnego prawa rynku kapitałowego[296]. Mając na uwadze zamieszanie dotyczące ww. pojęć należy kierować się przy analizie przepisów regulujących działalność firm inwestycyjnych podziałem zawartym w MIFID II[297]. Docelowo należy odzwierciedlić ten podział w przepisach polskich.

   W polskich przepisach i współczesnym piśmiennictwie prawniczym, w kontekście usług maklerskich, rzadko podkreśla się podział na czynności

[295] F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG..., s. 62-65, FCA, PERG..., 13.2, Q7,
[296] D. Busch, MIFID II: Stricter..., s. 2-3, D. Busch, MiFID II and MiFIR..., s. 126-128,
[297] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów..., s. 1365-1366,

transakcyjne i potransakcyjne (rozliczenie, rozrachunek)[298]. Czynności maklerskie z art. 69 ust. 2 ust. 1 i 2 Ustawy o obrocie są czynnościami transakcyjnymi. Przeniesienie instrumentu finansowego po zawarciu transakcji w ramach jej rozliczenia i rozrachunku nie jest czynnością maklerską z art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie. Można rozważać kwalifikowanie takiej czynności jako świadczenie usługi maklerskiej z art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie[299].

4. **Usługa maklerska dotyczy instrumentów finansowych.** Cechą charakterystyczną każdej usługi maklerskiej jest związek z instrumentem finansowym. Pojęcie instrumentu finansowego pochodzi z prawa UE. Jednym z podstawowych rodzajów instrumentów finansowych są papiery wartościowe, a w prawie UE zbywalne papiery wartościowe. Na pojęcie zbywalnych papierów wartościowych rzucone zostało nowe światło przy okazji dyskusji o regulacji kryptoaktywów w UE[300]. Przyjęte rozwiązania zakładają, że część kryptoakywów może być kwalifikowana jako instrumenty finansowe, przede wszystkim zbywalne papiery wartościowe. Kwalifikacja kryptoaktywa jako instrument finansowy wyłącza stosowanie MICA[301]. Pojęcia instrumentu finansowego i zbywalnego papieru wartościowego zostały różnie implementowane w państwach członkowskich UE[302]. W polskich przepisach występuje pojęcie „papieru wartościowego", które implementuje tą definicję w specyficzny i niekompletny sposób przez wyliczenie rodzajów papierów wartościowych[303]. Cenne wskazówki w zakresie kwalifikacji instrumentów finansowych zawiera projekt wytycznych z art. 2 ust. 5 MICA, porada ESMA i załącznik do niej[304]. Pożądanym działaniem jest wdrożenie w Ustawie o obrocie pełnej treści definicji zbywalnego papieru wartościowego z MIFID II oraz

[298] B. Wróbel, K. Nakoneczny, M. Kapis, M. Pajkowska, A. Zielińska, E. Budrewicz, Systemy..., s. 23-28,
[299] The Giovanni Group, Cross-Border..., s. 4 – 6, European Post Trade Forum, EPTF Report, 15th May 2017..., s. 15 – 17, Deutsche Boerse Group, The European..., s. 7 – 10,
[300] EBA, Report with advice..., ESMA, Advice. Initial..., ESMA, Annex 1..., ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions...,
[301] ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions..., art. 2 ust. 4 lit. a MICA
[302] ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions..., s. 6, ESMA, Advice. Initial..., s. 5, ESMA, Annex 1..., s. 4-17, E. Macchiavello, The Licensing..., s. 52,
[303] J. Dybiński, Numerus..., pkt 3.1.,
[304] ESMA, Advice. Initial..., ESMA, Annex 1..., ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions...,

przedstawienie przez nadzorcę jego interpretacji przesłanek kwalifikujących określone prawo jako zbywalny papier wartościowy np. w formie stanowiska.

5. **Obowiązki związane z usługami maklerskimi.** Zajmowanie się zakresem usług maklerskich jest istotnym zagadnieniem praktycznym, ponieważ z poszczególnymi usługami maklerskimi są powiązane obowiązki regulacyjne. Sprawia to, że prawidłowa kwalifikacja czynności maklerskiej jest istotna dla prawidłowego wykonania obowiązków regulacyjnych z zakresu m.in. uzyskania zezwolenia, ochrony inwestorów, wymogów kapitałowych, wymagań technicznych i organizacyjnych firm inwestycyjnych. Powiązanie usług maklerskich z obowiązkami pozwala także na podjęcie próby wnioskowania o kwalifikacji stanu faktycznego jako usługi maklerskiej z obowiązków powiązanych z usługą. Takie wnioskowania były dotychczas podejmowane m.in. przez Komisję Europejską[305].

   Podstawowym obowiązkiem związanym z usługami maklerskimi jest obowiązek uzyskania zezwolenia właściwego organu. Inne obowiązki regulacyjne są często powiązane z tym podstawowym obowiązkiem[306].

   Jednym z obowiązków, który pozwala na wnioskowanie o zakresie usług maklerskich jest obowiązek wdrożenia polityki wykonywania zleceń, polityki działania w najlepiej pojętym interesie klienta i polityki alokacji. Każda z tych polityk jest powiązana z inną usługą maklerską. Odpowiednio są to: wykonywanie zleceń, PPZ i oferowanie instrumentów finansowych oraz gwarantowanie emisji. Zakresy tych usług są rozłączne[307]. Z tego powodu przy wątpliwościach co do kwalifikacji czynności jako wykonywania zleceń albo oferowania można postawić pytanie, czy bardziej adekwatnym będzie zastosowanie wobec klienta polityki wykonywania zleceń, czy polityki alokacji. Takie wątpliwości występują wobec objęcia w polskim porządku prawnym oferującego niebędącego emitentem usługą oferowania instrumentów finansowych[308]. Podmiot ten nie jest co do zasady zainteresowany alokacją

[305] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 20-22,
[306] Vide rozdział I pkt 3,
[307] Vide rozdział I pkt 3.2., rozdział IV pkt 1.4., 2.9, 2.12., rozdział VI pkt 2.8.,
[308] Vide rozdział VI pkt 1.2. i 2.2,

sprzedawanych instrumentów finansowych (polityka alokacji), ale ich sprzedażą przy osiągnięciu najlepszego wyniku, w szczególności optymalnego zysku (polityka wykonywania zleceń). Wątpliwym jest pozbawianie oferującego uprawnień wynikających z polityki wykonywania zleceń tylko z tego powodu, że sprzedaż następuje w drodze oferty publicznej wymagającej sporządzenia prospektu. Wzmacnia to argumentację, że pośrednictwo w sprzedaży przez oferującego (właściciela instrumentów finansowych niebędącego emitentem) instrumentów finansowych powinno być objęte usługą wykonywania zleceń lub PPZ w zależności od stanu faktycznego.

Ustawodawca unijny zdecydował się na powiązanie wymogów mikro-ostrożnościowych firm inwestycyjnych z zakresem posiadanego przeze nią zezwolenia na wykonywanie usług i działalności inwestycyjnej oraz skalą prowadzonej działalności. Zdaniem EBA zakresy usług i działalności inwestycyjnych nie są określone w MIFID precyzyjnie w kwestiach szczegółowych. Może to prowadzić do różnic w stosowaniu przepisów o zakresie usług inwestycyjnych w różnych jurysdykcjach. EBA wiąże wyższe wymogi kapitałowe z wyższym poziomem ryzyka danej usługi lub działalności inwestycyjnej. Przyznaje, że nie każde pojawienie się wymogu w zakresie ryzyka rynkowego jest związane z prowadzeniem działalności nabywania instrumentów finansowych na własny rachunek, czy gwarantowania emisji, ale taki wymóg może powstać także ubocznie przy okazji wykonywania innych usług lub działalności inwestycyjnych. Nie musi się to wiązać z obowiązkiem powstania zezwolenia na prowadzenie działalności z art. 69 ust. 2 pkt 3 Ustawy o obrocie[309].

[309] EBA, *Report on investment…*, s. 18-20, 28, 29, 32, 44, 50,

II. GENEZA I DETERMINANTY ROZWOJU REGULACJI USŁUG MAKLERSKICH

Rozdział ma na celu przedstawienie genezy regulacji usług maklerskich na tle rozwoju prawa rynku kapitałowego. Jest on podzielony na cztery części. **Pierwsza** zawiera krótki opis **globalnego rozwoju regulacji usług maklerskich**. W **drugiej** części przedstawiona jest **ewolucja przepisów UE** regulujących świadczenie usług inwestycyjnych i wykonywanie działalności inwestycyjnych na tle rozwoju prawa rynku kapitałowego UE. **Trzecia** część poświęcona jest **ewolucji polskiej regulacji** usług maklerskich. **Czwarta** część zawiera najważniejsze **wnioski**.

Intencją tego rozdziału nie jest przedstawienie szczegółowej genezy regulacji poszczególnych usług maklerskich. Taka analiza jest prowadzona przy okazji opisu poszczególnych usług maklerskich w rozdziałach IV-VII, w zakresie w jakim jest ona przydatna dla wyciągnięcia istotnych wniosków prawnych. Ten rozdział ma na celu nakreślenie ram historycznych rozwoju regulacji usług maklerskich oraz przedstawienie determinant ewolucji tej regulacji. Większość determinant pochodzi z systemu prawnego UE, dlatego część druga niniejszego rozdziału jest najbardziej rozbudowana. Determinanty dotyczą często szerszego obszaru niż regulacja usług maklerskich np. podejście władzy ustawodawczej do kryzysów finansowych. W niniejszym rozdziale proponuję spojrzenie „z lotu ptaka" na przedmiot analiz. Jest to podejście różne od zastosowanego w rozdziałach IV – VII spojrzenia „przez lupę" na przepisy regulujące poszczególne usługi maklerskie.

1. Globalna ewolucja regulacji usług maklerskich

Determinanty ewolucji zakresu usług maklerskich można rozpatrywać nie tylko w perspektywie Polski i Unii Europejskiej, ale także globalnie. Wynika to z uniwersalnego sposobu funkcjonowania rynków finansowych oraz niektórych elementów ich regulacji, jak również z trendów globalizacyjnych obecnych w gospodarce światowej w II połowie XX wieku i na początku XXI wieku.

1.1. Uwagi wprowadzające oraz ramy czasowe ewolucji regulacji usług maklerskich

Aktualne przepisy polskie i unijne określają, że usługi maklerskie są świadczone w zakresie instrumentów finansowych co do zasady wyłącznie przez firmy inwestycyjne. Pojęcia firmy inwestycyjnej oraz instrumentu finansowego są charakterystyczne dla porządku prawnego UE i mają relatywnie krótką historię. Oba pojawiły się po raz pierwszy w 1993 r. w ISD, przy czym instrumenty finansowe były nazywane w tamtym czasie „instrumentami". Okres od lat 90-tych XX wieku jest najistotniejszy dla przedstawienia ewolucji polskich i unijnych przepisów dotyczących granic usług maklerskich. We wcześniejszym okresie nie istniały przepisy UE harmonizujące rynek usług inwestycyjnych[310]. W okresie Polskiej Rzeczpospolitej Ludowej regulacje usług maklerskich i papierów wartościowych nie były rozwijane, z uwagi na systemowe zmarginalizowanie obrotu wolnorynkowego[311]. Pomimo tych ograniczeń można dostrzec w tym czasie występowanie pewnych namiastek instytucji charakterystycznych dla rynku kapitałowego, w szczególności w drugiej połowie lat 80. XX wieku[312]. W okresie II Rzeczpospolitej giełda i rynek kapitałowy odgrywały niewielką rolę[313]. Konsekwencją tego faktu był ograniczony rozwój regulacji w tym obszarze. Uwagę zwraca fakt, że członkostwo giełdowe nie było w tamtym okresie zawężone jedynie do wyspecjalizowanych podmiotów maklerskich. Przepisy z tego okresu regulowały funkcję maklera, a następnie maklera przysięgłego, który był osobą fizyczną

[310] E. Avgouleas, A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead, (2005), Transnational Lawyer, Vol. 18, https://ssrn.com/abstract=1132896 dostęp 23.11.2021, s. 182-184. M. G. Warren, The European Union's Investment Services Directive, 1994, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1621840, dostęp 31.05.2023, s. 2-3,

[311] J. Olszewski, Papiery wartościowe w świetle nowych ustaw : weksle, czeki, obligacje, akcje, świadectwa udziałowe powszechne i rekompensacyjne, obrót papierami wartościowymi, fundusze inwestycyjne, fundusze przemysłowe, listy zastawne, Warszawa 1998, s. 15, M. Mariański, Wpływ prawa międzynarodowego na ewolucję koncepcji instrument finansowego w wybranych państwach Unii Europejskiej, Olsztyn 2014, s. 27,

[312] L. Koziorowski, A. Chłopecki, Sto lat polskiego rynku kapitałowego [w:] Ł. Pisarczyk (red.) Między tradycją a nowoczesnością. Prawo polskie w 100-lecie odzyskania niepodległości, Lex 2019, pkt 7, A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red.), Prawo papierów wartościowych. System Prawa Prywatnego tom 19, 2006, Legalis, s. 751-752,

[313] M. Puławski, Dwieście lat minęło. *Krótkie opisanie dziejów giełd papierów wartościowych w Polsce*, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 5/2017 (89), cz. 2, s. 183, 186-187.

uprawnioną do zajmowania się pośrednictwem giełdowym i stwierdzaniem zawarcia transakcji[314].

Patrząc na globalną genezę regulacji pośrednictwa na rynku kapitałowym można zwrócić uwagę na pojęcie **bankowości inwestycyjnej** definiowanej jako **finansowanie długoterminowych potrzeb kapitałowych**. Ma ono swoje korzenie w średniowieczu w działalności kupców i banków kupieckich. Samo pojęcie banku inwestycyjnego (*investment bank*) weszło do powszechnego użycia dopiero na przełomie XIX i XX wieku głównie w Stanach Zjednoczonych. Przez wieki zmieniał się zakres instrumentów, z jakich korzystały te instytucje. Rozkwit tej działalności w Europie i Stanach Zjednoczonych miał miejsce od połowy XIX wieku w związku z upowszechnieniem udziałowych i dłużnych papierów wartościowych. W ciągu ostatnich 100 lat regulacje w tej dziedzinie zmieniały się dynamicznie[315]. Bankowość inwestycyjna jest pojęciem, które jest bardziej popularne w tradycji anglo-saskiej niż w Europie kontynentalnej.

Można przeanalizować też historię **pośrednictwa giełdowego** poczynając od starożytnych rynków, gdzie handlowano towarami, a kończąc na współczesnych systemach obrotu instrumentami finansowymi. W tych pierwszych przypadkach pośrednictwo miało charakter urzędowy i miało zapewniać bezpieczeństwo obrotu. Z czasem dochodziło do prywatyzacji pośrednictwa giełdowego. Zmieniał się też przedmiot obrotu[316]. Istnieją różne definicje pojęcia giełda. Jeżeli przyjmiemy założenie, że **giełdą jest rynek, który zapewnia możliwość kupna lub sprzedaży zbywalnych przedmiotów o wysokim stopniu standaryzacji** (standaryzacja procesu sprzedaży, ustalanie ceny), to początki takich giełd można znaleźć dopiero w średniowieczu[317].

Pomimo tak szeroko zakreślonych ram ewolucji rozdział ten, jak i cała praca, skupia się przede wszystkim na regulacjach przyjętych od lat 90-tych XX wieku. Przy opisie

[314] K. Zacharzewski, Umowa o pośrednictwo giełdowe, Toruń 2008, s. 41-42, M. Puławski, Dwieście..., s. 179-180,

[315] C. Fohlin, A Brief History of Investment Banking from Medieval Times to the Present, 2014, https://ssrn.com/abstract=2524636 dostęp: 16.03.2022, s. 1-5, 34-35,

[316] K. Zacharzewski, Umowa..., s. 32-33,

[317] A. M. Fleckner, K. J. Hopt, Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges, Virginia Law & Business Review, Volume 7, Winter 2013, number 3, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2068574 dostęp 17.11.2021, s. 516, 523-525,

perspektywy globalnej wspomniane są dodatkowo regulacje amerykańskie z lat 30-tych XX wieku.

1.2. Zarys globalnych determinant rozwoju regulacji usług maklerskich

Pierwsze nowoczesne regulacje dotyczące przedmiotu pracy, to ustawodawstwo amerykańskie, które powstało w reakcji na wielki kryzys gospodarczy lat 1929-1933[318]. Wcześniej praktycznie nie istniało w Stanach Zjednoczonych ustawodawstwo federalne dotyczące pośrednictwa w obrocie papierami wartościowymi (*securities*). W 1933 r. przyjęto Securities Act, który wprowadzał obowiązki ujawnienia i federalnej rejestracji publicznych ofert papierów wartościowych. W Securities Exchange Act z 1934 r. pojawiła się szczegółowa regulacja zasad postępowania brokerów-dealerów, w tym wymogów ostrożnościowych (m.in. wymogów kapitałowych) oraz zasad ochrony inwestorów. Powołano do istnienia Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission – SEC). Broker wg amerykańskich regulacji występuje jako *agent* wykonując transakcję papierami wartościowymi na rachunek klienta z innym kupującym lub sprzedającym. Dealer nie występuje jako agent, ale jako podmiot główny, działający we własnym imieniu (*principal*). Dealer działając na własny rachunek kupuje lub sprzedaje papiery wartościowe klientowi[319]. Te akty prawne obowiązują w Stanach Zjednoczonych w wielokrotnie nowelizowanej formie do dzisiaj. Amerykańskie prawo rynku kapitałowego uznawane jest za jedno z najbardziej rozwiniętych na świecie, wyznaczające standardy dla innych jurysdykcji. W doktrynie prawa UE przyznaje się, że MIFID i MIFID II były wzorowane na rozwiązaniach wypracowanych w amerykańskim systemie prawnym[320]. Jedną z determinant rozwoju prawa rynku kapitałowego są zatem zmiany prawne w zaawansowanych jurysdykcjach. Powszechnie zauważana jest zależność pomiędzy rozwojem regulacji w obszarze rynku kapitałowego i kryzysami rynkowymi[321]. Wystąpienie przesilenia powoduje reakcję ze

[318] A. Chłopecki, Odpowiedzialność cywilna firmy inwestycyjnej. Glosa do wyroku s.apel. z dnia 6 maja 2019 r., I ACa 1211/17, Glosa 2021/2, LEX, pkt 3

[319] A. B. Laby, Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers, The Business Lawyer, Vol. 65, No. 2, February 2010, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1491268, dostęp 31.05.2023, s. 400-402,

[320] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 86-87,

[321] R. Blicharz, Rozdział XII..., s. 286-287,

strony ustawodawcy, który dąży do zapobieżenia kolejnym kryzysom środkami legislacyjnymi. Jednym z kierunków regulacji pokryzysowych jest często zwiększenie wymagań nakładanych na pośredników w obrocie[322]. *Można odnieść wrażenie, że potrzeba kryzysu, by skłonić polityków do zainteresowania się sferą regulacyjną*[323]. Taki schemat działania występuje na różnych rynkach[324]. W Polsce zauważono podwyższoną aktywność krajowego ustawodawcy m.in. po tzw. aferze GetBack. Wprowadzona została np. funkcja agenta emisji z art. 7a Ustawy o obrocie[325]. Część zmian związanych z zakresem usługi oferowania i PPZ była podejmowana w krótkim odstępie czasu od ujawnienia sprawy GetBack, która zaskoczyła KNF[326]. Przykładowo stanowisko UKNF dotyczące zakresu usługi oferowania[327].

Wraz z upływem czasu po kryzysie i okresie zaostrzenia regulacji do głosu dochodzą zwolennicy liberalizacji obrotu na rynku kapitałowym[328]. Takie zjawisko było zauważane przed globalnym kryzysem finansowym przez P. Wajdę, który wymieniał jako główne tendencje występujące w obrębie rynku finansowego: globalizację, deregulację i liberalizację[329].

Kryzysy ujawniają, że stara regulacja rynku kapitałowego może być w pewnym stopniu niewystarczająca. Można powiedzieć za Arystotelesem, że przepisy prawa określają to co jest sprawiedliwe. Jeden z poglądów na sprawiedliwość wywodzony od Platona zakłada, że sprawiedliwość nie jest częścią natury, ale jest umowna. Poglądy na to co jest sprawiedliwe zmieniają się w czasie[330]. Wraz ze zmianą poglądów na

---

[322] K. Zacharzewski, Prawo..., s. 43-48,

[323] I. Czajkowska, Przyrost regulacji bankowych w Unii Europejskiej a działania dyscyplinujące organów nadzoru bankowego w okresie pokryzysowym, Głos Prawa, Przegląd Prawniczy Allerhanda, 2019, t. 2 nr 1 (3), s. 31,

[324] A. B. Laby, Reforming..., s. 401, 439-440, H. Fleischer, Y. Chatard, Wertpapierhandelsrechts-Geschichten [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston, s. 101-102 i 127-128,

[325] M. Grześków, Status prawny agenta emisji, LEX, Przegląd Prawa Handlowego, nr 5/2019, s. 42-50, T. Sójka, A. Rycerski, Agent emisji obligacji, Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny nr 7/2019, s. 10,

[326] Wypowiedzi Zastępcy Przewodniczącego KNF R. Mikusińskiego, stenogram posiedzenia Komisji Budżetu i Finansów Publicznych (nr 56) w dniu 23-02-2021, https://www.senat.gov.pl/prace/komisje-senackie/przebieg,9020,1.html, dostęp 06.11.2023,

[327] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*, 2019, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Oferowanie_Instrumentow.pdf, dostęp 04.08.2023,

[328] K. Zacharzewski, Prawo..., s. 44-45,

[329] P. Wajda, Rola..., s. 43-52,

[330] A. Łuszczyński, Sprawiedliwość i jej historyczny rozwój, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Rzeszowskiego Seria Prawnicza, Zeszyt 110/2020, s. 132 i 134,

sprawiedliwość zmianie ulega prawo, które je odzwierciedla. Prawo ma na celu urzeczywistnienie sprawiedliwości[331]. Determinantami takiej zmiany w obszarze prawa rynku kapitałowego są kryzysy, przesilenia rynkowe.

Akty prawne przyjmowane w Stanach Zjednoczonych na skutek kryzysu powstają w trakcie kryzysu lub bezpośrednio po nim. Uchwalane są one w atmosferze kryzysu i niepewności. Nie sprzyja to jakości tych aktów prawnych. Jednocześnie cechują się ponadprzeciętną trwałością, opornością na zmiany. Amerykańska legislacja z obszaru rynku kapitałowego jest dość chętnie przenoszona na grunt innych państw z uwagi na procesy globalnej harmonizacji prawa rynku finansowego, co w jeszcze większym stopniu przyczynia się do jej utrwalenia. R. Romano proponuje zastosowanie dwóch narzędzi, które mogą skorygować błędy legislacyjne. Pierwszy postulat zakłada wprowadzenie mechanizmu wygasania aktów prawnych po upływie określonego czasu, o ile nie zostaną one wydane ponownie (*sunsetting*). Druga propozycja, to wyposażenie właściwych organów w uprawnienie do zawieszania lub uchylania kryzysowej legislacji na małą skalę w celu umożliwienia przeprowadzania eksperymentów, które pozwolą skalibrować rozwiązania normatywne[332]. Dwa powyższe mechanizmy nie stanowią panaceum na wadliwą regulację kryzysową. Ustawodawca jest obowiązany dokonać za każdym razem świadomego przeglądu przepisów i sposobu ich stosowania w praktyce z udziałem niezależnych ekspertów. Powinien też w odpowiedni sposób zaprojektować eksperymenty legislacyjne, które pozwolą na ocenę wprowadzonych rozwiązań normatywnych[333]. Regulacje wprowadzane w trakcie kryzysu lub bezpośrednio po nim cechują się większym rozmiarem, wyższym poziomem ograniczeń nakładanych na uczestników rynku niż akty prawne wydawane w innych okresach. Legislacja kryzysowa ma tendencję do utrzymywania się przez długi okres i do nadbudowywania na dotychczasowych konstrukcjach prawnych. Całokształt zjawisk związanych z prawodawstwem kryzysowym w obszarze rynku finansowego tworzy skomplikowany system prawny, co

[331] A. Łuszczyński, Pomiędzy sprawiedliwym prawem, a sprawiedliwym społeczeństwem, Journal of Modern Science, tom 1/44/2020, s. 262,

[332] R. Romano, Regulating in the Dark, 2012, Yale Law & Economics Research Paper No. 442, SSRN: https://ssrn.com/abstract=1974148, dostęp 19.12.2023, s. 1-4, 14-16 i 31,

[333] R. Romano, Further Assessment of the Iron Law of Financial Regulation: A Postscript to Regulating in the Dark, ECGI, Law Working Paper N° 273/2014, November 2014, SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2517853, dostęp 19.12.2023, s. 49-50,

zmniejsza poziom pewności prawa i zwiększa ryzyko pomyłek[334]. T. Sójka i A. Rycerski pisząc o podobnych negatywnych zjawiskach w polskim systemie prawnym posłużyli się maksymą *hard cases make bad law*[335].

Spostrzeżenia i postulaty R. Romano są moim zdaniem trafne także względem polskiego i unijnego systemu prawnego. Jednocześnie nie dostrzegam licznego zastosowania takich mechanizmów na polskim systemie prawnym. W kontekście niniejszej pracy cenne byłoby przeprowadzenie analiz np. zmian definicji usług maklerskich wprowadzonych Ustawą wdrażającą MIFID II oraz Ustawą wdrażającą Rozporządzenie Prospektowe[336]. W akty prawa UE często są wpisane obowiązkowe przeglądy[337], które są rozwiązaniami podobnymi do zawartych w postulatach R. Romano.

2. Rozwój regulacji usług inwestycyjnych w prawie Unii Europejskiej

Ewolucja prawa rynku finansowego UE, w tym prawa regulującego świadczenie usług inwestycyjnych, ma kluczowy wpływ na polskie prawo regulujące zakres usług maklerskich. Wpływ ten zwiększa się z upływem czasu. Rozdział III pkt 1 niniejszej dysertacji opisuje mechanizmy wpływu prawa UE na prawo polskie. Poniższa część rozdziału dotyczy rozwoju prawa rynku finansowego UE, w szczególności dotyczącego usług inwestycyjnych.

2.1. Okres przed ISD i ISD

Wspólne ramy regulacyjne są niezbędne do integracji rynków unijnych. Ze względu na różne ograniczenia prawne ustanowienie takich ram nie było możliwe od początku funkcjonowania wspólnot europejskich. Za początki wspólnotowego prawa rynku

[334] R. Romano, Are There Empirical Foundations for the Iron Law of Financial Regulation?, 2023, SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4340042, dostęp 19.12.2023, s. 3-11 i 44-46,
[335] T. Sójka, A. Rycerski, Agent…, s. 10,
[336] vide rozdział IV pkt 2.2., rozdział VI pkt 2, rozdział VII pkt 2.1.,
[337] przykładowo art. 90 MIFID II,

kapitałowego uznaje się **Raport Serge'a** z 1966 roku[338]. Komisja podejmowała po tym raporcie działania, które miały na celu zrównywanie struktur rynku kapitałowego, jednak zostały one zarzucone po przystąpieniu Wielkiej Brytanii do EWG jako politycznie nieosiągalne[339]. Mniej więcej do połowy lat 80-tych XX wieku najistotniejszą rolę w zbliżaniu ustawodawstw państw członkowskich pełniło orzecznictwo ETS. W pewnym momencie orzecznictwo to napotkało na utrudnienia związane z koncepcją „dobra ogólnego" (*general good*), czy interesu publicznego (*public interest*). To ograniczenie przejawiało się, gdy ETS nie dawał pierwszeństwa zasadzie swobody świadczenia usług wskazując na funkcjonujące w poszczególnych państwach (goszczących lub przyjmujących) przepisy uchwalone w interesie publicznym np. związane z ochroną inwestorów-konsumentów. Był to jeden z sygnałów wskazujących na konieczność harmonizacji prawa w państwach członkowskich objętych przez regulacje odwołujące się do dobra ogólnego i interesu publicznego[340].

W latach 80-tych XX wieku we Wspólnocie Europejskiej trwały prace legislacyjne dotyczące regulacji kolejnych fragmentów rynku kapitałowego. Jednym z motorów tych zmian była tzw. biała księga przyjęta przez KE Jacques'a Delors'a w 1985 r. Przewidywała ona m.in. usunięcie przeszkód w integracji rynków. Cele te w zakresie usług finansowych miały być osiągnięte m.in. przez legislację opartą na zasadach **minimalnej harmonizacji przepisów** w poszczególnych państwach członkowskich (w szczególności w zakresie autoryzacji i nadzoru finansowego) oraz **wzajemnego uznania** przez państwa członkowskie działań podejmowanych przez inne państwa członkowskie w celu zabezpieczenia interesu publicznego. W zakresie nadzoru finansowego miała obowiązywać zasada kontroli państwa macierzystego (*home country control*)[341].

Poza rynkiem kapitałowym trwały prace nad regulacjami innych sektorów rynku finansowego. W roku 1989 przyjęto Drugą Dyrektywę Bankową. Wprowadzono w niej

---

[338] T. Möllers, Für..., s. 20, European Economic Community Commission, The Development of a European Capital Market, Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission, 1966, http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf, dostęp 09.06.2023,

[339] F. A. Schäfer, Das Verhältnis von WpHG und KWG am Beispiel des Begriffs des Wertpapiers [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston, s. 275-276,

[340] E. Avgouleas, A Critical..., s. 182-183.

[341] European Commission, Completing the internal market: White Paper from the Commission to the European Council, Milan 1985, https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/4ff490f3-dbb6-4331-a2ea-a3ca59f974a8/language-en, dostęp 02.08.2023, s. 27-29, E. Avgouleas, A Critical..., s. 183,

wspomnianą zasadę minimalnej harmonizacji połączoną z zasadą wzajemnego uznawania przez państwa członkowskie zezwoleń przyznawanych instytucjom oraz nadzoru ostrożnościowego nad nimi[342]. Harmonizacja przepisów była ograniczona do ustanowienia standardów niezbędnych, ale jednocześnie wystarczających, do tego by wytworzyć klimat wzajemnego zaufania pomiędzy Państwami Członkowskimi, żeby zdecydowały się one na umożliwienie dostępu do swojego rynku dla banków działających na zasadach i pod nadzorem określonym przez państwo macierzyste[343].

Prace nad pierwszą regulacją działalności firm inwestycyjnych we Wspólnocie Europejskiej rozpoczęły się w 1989 r. Z uwagi na możliwość świadczenia usług inwestycyjnych przez instytucje kredytowe konieczne było wyważenie obciążeń regulacyjnych firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych, by stworzyć równe szanse (*level playing field*) dla podmiotów korzystających z obu tych konstrukcji prawnych. Ograniczona została możliwość transgranicznego świadczenia przez firmy inwestycyjne niektórych czynności pomocniczych, m.in. wymianą walutową, w przypadku, gdy usługa była świadczona bez związku z podstawowymi usługami inwestycyjnymi wymienionymi w sekcji A załącznika do ISD[344].

Celami były: stworzenie wspólnego rynku wewnętrznego oraz ochrona inwestorów[345]. Większy nacisk został położony na pierwszy z tych celów. Uderzająca jest ogólność i niewielki rozmiar regulacji, które wprost dotyczą ochrony inwestorów. Ochronie inwestorów służyło przede wszystkim określenie zasad prowadzenia działalności dla firm inwestycyjnych (*conduct of business rules*) w art. 11 ISD. Przepis ten zawierał listę zasad, których konkretyzacja powinna nastąpić w porządkach prawnych poszczególnych Państw Członkowskich[346]. Zasady te zostały istotnie rozwinięte w późniejszych regulacjach. Warto przytoczyć te zasady, żeby zwrócić uwagę na ciągłość regulacji:

[342] F. Annunziata, Investment Services and Investment Funds [w:] Research Handbook on European Economic Law (red.) F. Fabbrini, M. Ventoruso, 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3345943, dostęp 17.11.2021, s. 3,

[343] M. Tison, The Investment Services Directive and its Implementation in the EU Member States, 1999, s. 1-2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=193270 dostęp 17.11.2021, s. 5.

[344] *Ibidem*, s. 2-3,

[345] motywy ISD,

[346] M. Tison, The Investment…, s. 4-5.

- zasada uczciwego i sumiennego działania w prowadzeniu działalności firmy inwestycyjnej,
- zasada działania z należytą fachowością, dbałością i starannością w najlepszym interesie swoich klientów i dla zapewnienia rzetelności funkcjonowania rynku,
- zasada posiadania zasobów i procedur niezbędnych do prawidłowego prowadzenia działalności oraz efektywnego wykorzystania tych zasobów i procedur,
- zasada pozyskiwania od klientów informacji dotyczących ich sytuacji finansowej, doświadczenia inwestycyjnego oraz celów, które chcą osiągnąć za pomocą usług inwestycyjnych,
- zasada ujawniania istotnych informacji w swoich transakcjach z klientami,
- zasada unikania konfliktów interesów,
- zasada wypełniania wymagań regulacyjnych.

Art. 10 ISD określał krótki katalog zasad ostrożnościowych (*prudential rules*)[347].

Firma inwestycyjna została zdefiniowana w ISD jako podmiot, którego stałym zajęciem lub przedmiotem działalności jest profesjonalne świadczenie usług inwestycyjnych (investment services) wobec osób trzecich. Usługi dotyczyły instrumentów, których katalog określony był w sekcji B załącznika. Katalog instrumentów był uproszczoną wersją aktualnego katalogu instrumentów finansowych z MIFID II. W jego skład wchodziły w szczególności zbywalne papiery wartościowe, jednostki w instytucjach zbiorowego inwestowania, instrumenty rynku pieniężnego i określone instrumenty pochodne. Katalog usług w sekcji A załącznika ISD był podzielony na cztery pozycje[348]:

1. a) Przyjmowanie i przekazanie na rzecz inwestorów zleceń w odniesieniu do jednego lub więcej spośród instrumentów.

b) Wykonywanie takich zleceń nie na własny rachunek.

2. Obrót jakimkolwiek z instrumentów na własny rachunek.

3. Zarządzanie portfelami inwestycyjnymi zgodnie z upoważnieniami przyznanymi przez inwestorów na podstawie uznaniowej kwalifikacji klientów, gdy portfele takie obejmują jeden lub więcej spośród instrumentów.

[347] M. G. Warren, The European..., s. 9-11,
[348] *Ibidem,* s. 6,

4. Gwarantowanie w odniesieniu do emisji jakiegokolwiek z instrumentów i/lub plasowanie takich emisji[349].

W powyższym katalogu znajdują się wszystkie cztery usługi, które są szerzej analizowane w niniejszej pracy. Współczesny katalog poszerzony jest o doradztwo inwestycyjne i działalności polegające na prowadzeniu systemów obrotu. W preambule ISD doprecyzowano, że kojarzenie dwóch lub więcej inwestorów, w celu zawarcia transakcji stanowi usługę przyjmowania i przekazywania zleceń. Poza tym ISD nie zawierała postanowień definiujących poszczególne czynności w katalogu.

Istotną wadą ISD był brak objęcia regulacją pełnego zakresu działalności firm inwestycyjnych, w szczególności doradztwa inwestycyjnego, sporządzania analiz inwestycyjnych oraz handlu towarowymi instrumentami pochodnymi. Dodatkowo ISD nie regulowało wykonywania zleceń klientów poza rynkiem regulowanym. W okresie jego obowiązywania istotnie rozwinęła się praktyka wykonywania zleceń klientów poprzez parowanie zleceń składanych przez różnych klientów w danej firmie inwestycyjnej oraz poprzez zakup lub sprzedaż instrumentu na własny rachunek przez firmę inwestycyjną. Kłopotliwe było prowadzenie działalności transgranicznej z uwagi na brak harmonizacji zasad prowadzenia działalności (*conduct of business rules*). Firmy inwestycyjne działające w różnych państwach członkowskich musiały dostosowywać swoja działalność do zasad obowiązujących w każdej z jurysdykcji, w której były obecne. Poza powyższymi okolicznościami występowały także inne przyczyny powiązane z nieefektywnością regulacji rynków oraz współpracy nadzorców krajowych, które doprowadziły do decyzji o konieczności zastąpienia ISD nową regulacją[350].

[349] Katalog opracowany jako tłumaczenie własne angielskiej wersji językowej sekcji A załącznika ISD. Moim zdaniem w polskiej wersji językowej ISD niepoprawnie jest tłumaczone pojęcie underwriting jako „ubezpieczanie" w pkt 4. Zaproponowałem słowo „gwarantowanie" wzorując się na aktualnym brzmieniu Ustawy o ofercie.

[350] E. Avgouleas, EC Securities Regulation, A Single Regime for an Integrated Securities Market: Harmonized We Stand, Harmonized We Fail?, Journal of International Banking Law and Regulation, Part 1 & Part 2, Vol. 22, 2007, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1373182, dostęp 02.08.2023, s. 81.

2.2. Prace nad nowym modelem regulacyjnym dla rynku kapitałowego: FSAP i Raport Lamfalussy'ego

Pod koniec lat 90-tych XX wieku co raz intensywniej dostrzegano potrzebę rewizji modelu świadczenia usług inwestycyjnych określonego w ISD. Najbardziej istotnym dokumentem, który wyrażał potrzeby reform był Financial Services Action Plan (FSAP), którego implementacja została ogłoszona przez Komisję w komunikacie z 11 maja 1999 roku. Dokument ten dotyczył pełnego spektrum usług finansowych, tzn. poza usługami inwestycyjnymi i rynkiem kapitałowym poruszał także kwestie rynku bankowego i rynku ubezpieczeniowego. Celem założonym przez Komisję w tym dokumencie było osiągnięcie wspólnego rynku usług finansowych, który w zamiarze pomysłodawców miał prowadzić do istotnych korzyści ekonomicznych[351]. Szczegółowe potrzeby i cele zostały podzielone na cztery grupy odnoszące się do:

- rynku detalicznego,
- rynku hurtowego,
- zasad ostrożnościowych i nadzoru,
- szerszych warunków optymalnego funkcjonowania wspólnego rynku finansowego (w tym zakresie skupiono się na regulacjach podatkowych oraz zasadach corporate governance)[352].

Wyzwania związane z ISD zostały opisane w części dotyczącej rynku hurtowego. Wskazano na potrzebę bardziej efektywnego świadczenia usług inwestycyjnych w sposób transgraniczny. Kłopotliwe było nieugięte stosowanie przez państwa goszczące ich zasad prowadzenia działalności (conduct of business rules) wobec firm inwestycyjnych z innych państw członkowskich. Komisja rozważała wprowadzenie podziału klientów na wyrafinowanych inwestorów i inwestorów będących „gospodarstwami domowymi". Pierwsi z nich mieliby możliwość umownego wyboru reżimu zasad prowadzenia działalności (*conduct of business rules*), co miało prowadzić

[351] T. Kowalak, Znaczenie Financial Services Action Plan dla budowy wspólnego rynku finansowego w Unii Europejskiej, RPEiS, rok LXV, zeszyt 3-2003, dostęp 23.11.2021, s. 181-183.

[352] Commission of the European Communities, Communication from the Commission, Implementing the framework for financial markets: action plan, COM(1999) 232 final, Bruksela, 11.05.1999, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A51999DC0232 dostęp 23.11.2021,

do uproszczenia transgranicznej działalności przez firmy inwestycyjne[353]. Jedno z 42 działań określonych w FSAP dotyczyło opracowania zielonej księgi dot. usprawnienia ISD. Komisja wskazywała na potrzebę szerokiego przeglądu tej regulacji, zidentyfikowania istniejących przeszkód w dostępie do rynków dla brokerów i dealerów, zdalnego członkostwa w rynku regulowanym oraz nowych wyzwań regulacyjnych, takich jak alternatywne systemy obrotu. ISD skupiało się wyłącznie na rynkach regulowanych[354].

Poza kwestiami ściśle związanymi z rynkiem finansowym Komisja podkreślała w komunikacie z 11 maja 1999 roku, potrzebę wprowadzenia efektywnego systemu stanowienia prawa w zakresie rynku finansowego w Unii Europejskiej, który byłby w stanie sprostać wyzwaniom tamtych czasów[355]. Była to okoliczność, na którą Komisja wskazywała także wcześniej[356].

W lipcu 2000 r. ECOFIN powołał Komitet Mędrców pod przewodnictwem barona Alexandre Lamfalussy'ego by przeprowadzić szeroką weryfikację mechanizmów regulowania i nadzorowania rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej. Komitet Lamfalussy'ego opublikował ostateczny raport ze swoich prac (zwany „Raportem Lamfalussy'ego") w lutym 2001 roku. Raport był bardzo krytyczny wobec istniejącego stanu faktycznego. Wskazywał, ze proces ustawodawcy jest zbyt wolny, sztywny, skomplikowany i nie przystosowany do zmiennej rzeczywistości światowych rynków finansowych[357]. Funkcjonujący w tamtym czasie mechanizm stanowienia prawa zakładał przedłożenie przez Komisję Europejską projektu do Rady oraz Parlamentu Europejskiego w celu przeprowadzenia tzw. procedury współdecydowania. Ta procedura trwała średnio dwa lata, a przypadku aktów prawnych regulujących materię rynku finansowego nawet dłużej. Zidentyfikowano presję ze strony państw członkowskich argumentowaną zasadą subsydiarności, która prowadziła do preferowania przez unijnego prawodawcę dyrektyw przed rozporządzeniami. Skutkowało to nierówną implementacją prawa unijnego oraz

[353] *Ibidem*, s. 3-4,
[354] *Ibidem*, s. 19,
[355] *Ibidem*, s. 1,
[356] E. Ferran, Building an EU Securities Market, Cambridge University Press, 2004, https://ssrn.com/abstract=604047 dostęp 23.11.2021, s. 65,
[357] *Ibidem*, s. 61,

różnymi jego interpretacjami[358]. Zaproponowano wprowadzenie nowej, czterostopniowej struktury wspólnotowych działań regulacyjnych:

1) Pierwszy poziom działań regulacyjnych, to stanowienie ramowych aktów prawnych (dyrektyw i rozporządzeń), przyjmowanych w ramach standardowej procedury prawodawczej (procedury współdecydowania). Miały one określać uprawnienia KE do przyjmowania aktów prawnych drugiego poziomu. Po przyjęciu przez Parlament Europejski i Radę akty prawne pierwszego poziomu powinny być transponowane do krajowych porządków prawnych oraz stosowane w praktyce regulacyjnej i nadzorczej.
2) Drugi poziom działań regulacyjnych to stanowienie aktów prawnych drugiego poziomu przyjmowanych na podstawie upoważnień zawartych w aktach prawnych pierwszego poziomu. Tworzone były w procedurze komitologii, w której brały udział CESR i ESC. Zostało to zrealizowane w decyzjami Komisji z czerwca 2001 r. Komisja upoważniała CESR do przygotowania porad technicznych (*technical advice*) dotyczących aktów prawnych drugiego poziomu. CESR podejmował kontakt z zainteresowanymi podmiotami, przygotowywał projekt porady technicznej i przekazywał go do Komisji. Komisja przygotowywała projekt aktu prawnego drugiego poziomu i kierowała go do ESC. Komisja formalnie zatwierdzała akty prawne drugiego poziomu pod warunkiem, że nie zostały one odrzucone przez ESC oraz Radę kwalifikowaną większością. Po przyjęciu przez Komisję akty prawne drugiego poziomu powinny być transponowane do narodowych porządków prawnych i stosowane w praktyce regulacyjnej i nadzorczej. Z uwagi na obawy Parlamentu Europejskiego dotyczące utraty demokratycznej kontroli nad procesem stanowienia prawa Komisja zobowiązała się w pełni informować Parlament Europejski o przebiegu procesu legislacyjnego aktów prawnych drugiego poziomu oraz uwzględniać jego interesy. Uprawnienia Komisji do

[358] Lamfalussy Committee, Final Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, Bruksela, 15.02.2001, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf, dostęp 02.08.2023, s. 13-15,

wydawania aktów prawa drugiego poziomu miały być formalnie odnawiane przez Parlament Europejski i Radę co cztery lata dla każdego z aktów prawnych pierwszego poziomu (*sunset clause*). W przypadku braku przedłużenia uprawnień Komisji dotychczas wydane akty prawne drugiego poziomu pozostawały w mocy.

3) W ramach działań regulacyjnych trzeciego poziomu CESR miał koordynować spójną i jednolitą implementację aktów prawa pierwszego i drugiego poziomu. Do aktów prawa trzeciego poziomu należały wytyczne i wspólne standardy w zakresie implementacji. Ponadto CESR przeprowadzał przeglądy praktyki regulacyjnej i wzajemne weryfikacje.
4) Działaniami regulacyjnymi czwartego poziomu były działania Komisji polegające na monitorowaniu egzekwowania prawa przez państwa członkowskie[359].

Skutkiem FSAP było wprowadzenie nowego procesu legislacyjnego dotyczącego przepisów rynku finansowego tzw. procesu Lamfalussy'ego[360] oraz przyjęcie licznych aktów regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego[361]. Przyjęte akty prawne bywają dzielone na takie, których głównym celem była integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej oraz na takie, których głównym celem była ochrona przed skutkami integracji. Do pierwszej kategorii należały przede wszystkim MIFID, Dyrektywę 2003/71 oraz Dyrektywę 2004/25. W drugim katalogu były Dyrektywa 2003/6 i Dyrektywa 2004/109, które miały gwarantować ochronę przed nadużyciami na rynku oraz zapewniać udostępnianie informacji inwestorom[362].

Pomimo znaczącego rozwoju legislacji UE w zakresie rynku kapitałowego na skutek FSAP w piśmiennictwie prawniczym tamtego czasu dość szybko zwrócono uwagę na jej ułomności w zakresie harmonizacji. Wskazywano między innymi na:

---

[359] J. Bąk, A. Stepanów, Europejskie prawo finansowe, Legalis, 2013, Rozdział 1, § 3, VII, 1, E. Ferran , Building..., s. 62-64, 66, 77-78,

[360] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 54-55,

[361] Bank of England, The EU Financial Services Action Plan: a guide, 2003, https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2003/q3/the-eu-financial-services-action-plan-a-guide, dostęp 23.11.2021, s. 356,

[362] E. Avgouleas, A Critical..., s. 181-182, G. Ferrarini, F. Recine, *The Mifid and Internalisation*. [w:] G. Ferrarini, E. Wymeersch (red.) INVESTOR PROTECTION IN EUROPE: CORPORATE LAW MAKING, THE MiFID AND BEYOND, Oxford University Press, 2006, https://ssrn.com/abstract=922284 dostęp 03.03.2022, s. 236, E. Ferran , Building..., s. 68,

- brak jednolitego reżimu odpowiedzialności cywilnej za naruszenia norm zawartych w regulacjach UE dotyczących rynku kapitałowego poza dość ograniczonym przepisem o odpowiedzialności prospektowej zawartym w Dyrektywie Prospektowej 2003/71/WE,
- różnice interpretacyjne dotyczące nieostrych sformułowań zawartych w dyrektywach w różnych jurysdykcjach,
- bardzo ogólny charakter Dyrektywy 2004/25/WE o ofertach przejęcia, który doprowadził do wykształcenia się wielu różnych reżimów przeprowadzania ofert przejęcia (*takeover bids*) w różnych państwach UE[363].

Spora część opisanych problemów istnieje do chwili obecnej. Dotyczy to w szczególności kwestii braku jednolitych zasad odpowiedzialności cywilnej i dochodzenia roszczeń w przypadku naruszenia przepisów regulujących funkcjonowanie rynku finansowego, jak również kształtu obowiązującej nadal Dyrektywy 2004/25/WE. Różnice interpretacyjne także występują nadal, chociaż są w większym stopniu niwelowane przez większe użycie rozporządzeń UE oraz znaczną aktywność ESMA w obszarze stanowienia soft law. Na przykładzie niniejszej pracy można wskazać chociażby na różne podejście w polskiej i niemieckiej jurysdykcji do zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych i jej niemieckiego odpowiednika - *Platzierungsgeschäft*[364].

2.3. MIFID

MIFID został przyjęty w 2004 r. jako kompleksowy akt prawny mający na celu regulację obrotu instrumentami finansowymi, zasad prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz sposobu funkcjonowania przez rynki regulowane i MTF. Uchylił on ISD. Państwa członkowskie były zobowiązane przyjąć przepisy niezbędne do wykonania MIFID do 31 stycznia 2007 r. oraz stosować je od 1 listopada 2007 r. Na podstawie MIFID zostały wydane akty prawne drugiego poziomu wg procedury Lamfalussy'ego: Dyrektywa 2006/73 oraz Rozporządzenie 1287/2006.

[363] L. Enriques, M. Gatti, Is there a uniform EU securities law after Financial Services Action Plan? Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 14, No. 1, 2008, https://ssrn.com/abstract=982282 dostęp 23.11.2021, s. 75-80,
[364] Vide rozdział VI pkt 3.2.,

MIFID odszedł od zasady minimalnej harmonizacji i wzajemnego uznania (*minimal harmonisation and mutual recognition*), która była podstawą ISD. Doktryna przedstawiła różne koncepcje, które miały zastąpić zasadę minimalnej harmonizacji, przede wszystkim zasadę maksymalnej harmonizacji[365]. Z uwagi na milczenie ustawodawcy w tej kwestii, trudne jest przestawienie bezspornego rozstrzygnięcia.

Celem MIFID było wsparcie zintegrowanego rynku finansowego UE, który powinien być oparty o zasady uczciwości, transparentności, efektywności, ochrony inwestora i konkurencyjności[366]. Wprowadzono nowe przepisy dotyczące m.in. najlepszego wykonania zleceń (*best execution*), klasyfikacji klienta, przejrzystości potransakcyjnej i przedtransakcyjnej (*pre- and post-trade transparency*)[367].

ISD zawierało tzw. opcjonalną zasadę koncentracji handlu. Pozwalała ona państwom członkowskim na wdrożenie obowiązku dokonywania transakcji udziałowymi papierami wartościowymi wyłącznie na rynku regulowanym. Z opcji tej skorzystały m.in. Francja, Włochy i Hiszpania, a nie skorzystała m.in. Wielka Brytania. W MIFID zrezygnowano z opcjonalnej zasady koncentracji handlu. Zamiast niej wprowadzono obowiązek najlepszego wykonywania zleceń (*best exection*) oraz dopuszczono internalizację zleceń klienta tzn. możliwość wykonania transakcji z samą firmą inwestycyjna, która przyjęła zlecenie. Inwestor miał zatem możliwość wykonania swojego zlecenia w różnych miejscach zawarcia transakcji, w szczególności na rynku regulowanym, w MTF lub przez internalizującą firmę inwestycyjną[368]. Zarówno MTF, jak i podmiot systematycznie internalizujący transakcje (*systematic internaliser*) były pojęciami wprowadzonymi przez MIFID, które rozszerzały spektrum miejsc wykonania zlecenia klienta. Regulacje ISD skupione były na obrocie dokonywanym na rynku regulowanym. Po wejściu w życie ISD okazało się, że poza jego sferą regulacji pozostaje

[365] M. Tison, The Civil Law Effects of MiFID in a Comparative Law Perspective, 2010, Financial Law Institute Working Paper No. WP 2010-05, https://ssrn.com/abstract=1596782 dostęp 17.02.2022, s. 11-12, M. Tison, *Financial Market Integration in the Post-Fsap Era,* 2006, Universiteit Gent Working Paper No. 2006-09, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=901565, dostęp 04.03.2022, s. 2-5, E. Avgouleas, A Critical…, s. 191, 195, 197,

[366] Komisja Europejska, Investment services and regulated markets - Markets in financial instruments directive (MiFID), https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_en, dostęp 08.03.2022,

[367] R. J. Davies, *MiFID and a Changing Competitive Landscape*, 2008, https://ssrn.com/abstract=1117232, dostęp 08.03.2022, s. 1,

[368] G. Ferrarini, F. Recine, *The Mifid…*, s. 237,

istotna część obrotu instrumentami finansowymi. Wiązało się to m.in. z postępem technologicznym i rozwojem alternatywnych systemów obrotu[369]. Jest to jeden z wielu przykładów rozwoju regulacji rynku kapitałowego napędzanego przez zmiany rynku kapitałowego, w tym zmiany związane z postępem technologicznym. Jest to jedna z determinant rozwoju prawa rynku kapitałowego.

Rozszerzony został zakres regulacji na towarowe instrumenty pochodne. W ISD nie były one objęte definicją instrumentu (finansowego). Wprowadzony został obowiązek autoryzacji (uzyskiwania zezwolenia), regulacji i nadzoru nad rynkami regulowanymi. MTF, który jest rynkiem o mniejszych wymaganiach niż rynek regulowany, mógł być prowadzony zarówno przez firmę inwestycyjną w ramach odrębnego zezwolenia, jak i innego operatora takiego rynku. MIFID zawierał zasady autoryzacji, regulacji i nadzoru nad taką działalnością[370].

MIFID zawierał następujący katalog usług i działalności inwestycyjnych:

1. przyjmowanie i przekazywanie zleceń w odniesieniu do jednego, lub większej liczby instrumentów finansowych,
2. realizacja zleceń w imieniu klientów,
3. zawieranie transakcji na własny rachunek,
4. zarządzanie portfelem,
5. doradztwo inwestycyjne,
6. gwarantowanie emisji i/lub plasowanie instrumentów finansowych instrumentów finansowych na zasadzie zaangażowania przedsiębiorstwa.
7. plasowanie instrumentów finansowych bez zaangażowania przedsiębiorstwa.
8. Prowadzenie Wielostronnych Platform Obrotu (MTF)[371].

[369] Ryan J. Davies, MiFID..., s. 3, G. Ferrarini, Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses, 2002, https://ssrn.com/abstract=314576, dostęp 05.06.2023, s. 22-24,

[370] E. Avgouleas, A Critical..., s. 191-195.

[371] Katalog został opracowany jako tłumaczenie własne angielskiej wersji Sekcji A Załącznika I do MIFID. Nie przywołuję literalnie polskiego tekstu MIFID, który moim zdaniem miejscami wadliwym lub nieprecyzyjnym tłumaczeniem tekstu angielskiego. W pkt 4 *zarządzanie pakietem akcji* zastąpiłem bardziej dosłownym tłumaczeniem tekstu angielskiego (portfolio management). W pkt 6 *Emisja instrumentów finansowych i/lub wprowadzanie instrumentów finansowych na zasadzie zaangażowania przedsiębiorstwa* zastąpiłem określenie „emisja" pojęciem „gwarantowanie emisji" (*underwriting*), a określenie „wprowadzanie" pojęciem „plasowanie" (*placing*). W pkt 7 *wprowadzanie instrumentów*

W porównaniu z ISD należy wskazać na dodanie usług doradztwa inwestycyjnego oraz prowadzenia MTF do katalogu usług i działalności inwestycyjnych. Rozdzieleniu uległy usługa wykonywania zleceń i usługa PPZ. Rozdzielono też usługi świadczone na rynku pierwotnym określone w pkt 6 i 7 cytowanego katalogu. Rozdzielenie pozycji w katalogu powinno za każdym razem rodzić pytanie, czy kryteria podziału są jasne, a sam podział jest uzasadniony z punktu widzenia celów ustawodawcy. Powyższy katalog jest bardzo bliski katalogowi współczesnemu, zawartemu w MIFID II. Spektrum usług i działalności inwestycyjnych uległo poszerzeniu i granulacji względem ISD. Do wykonywania tych działalności i świadczenia usług, podobnie jak poprzednio, wymagane było zezwolenie (*authorisation*) właściwego organu (*competent authority*).

W katalogu usług dodatkowych (*ancillary services*) dodane zostały badania inwestycyjne i analiza finansowa, lub inne formy ogólnych zaleceń odnoszących się do transakcji na instrumentach finansowych (*investment research and financial analysis or other forms of general recommendation relating to transactions in financial instruments*). Usługa ta wykazuje się pewnym podobieństwem do doradztwa inwestycyjnego. Ponieważ usługa ta jest usługą dodatkową, to firma inwestycyjna, którą ją świadczyła nie mogła przy jej świadczeniu korzystać z mechanizmu paszportowania w innych krajach UE[372].

Pomimo, że obecnie obowiązującymi aktami prawnymi są MIFID II i MIFIR oraz akty niższego rzędu wydane na ich podstawie (nazywane łącznie pakietem MIFID II), to w niniejszej pracy posługuję się niejednokrotnie argumentami z MIFID albo z *soft law* wydanego w okresie obowiązywania MIFID. Jest to w mojej ocenie uprawnione, ponieważ przepisy dotyczące zakresu czynności maklerskich zawarte w obu tych regulacjach nie różnią się w sposób diametralny. Nieuprawnionym byłoby odrzucenie dorobku prawnego wyłącznie z powodu uchwalenia nowych przepisów prawnych w przypadku, gdy nie różnią się one znacząco od dotychczasowych. Takie podejście jest zbieżne z podejściem ESMA, krajowych nadzorców i podmiotów nadzorowanych.

finansowych bez zaangażowania przedsiębiorstwa użyłem pojęcia, by jednolicie tłumaczyć ang. placing, w pkt 6 i 7. W pkt 8 dodałem w nawiasie oznaczenie „MTF".

[372] E. Avgouleas, A Critical …, s. 197,

Przykładowo nadal aktualne i akceptowane jest stanowisko KE dotyczące testu czteroskładnikowego (four-fold cumulative test)[373].

2.4. Raport de Larosiere'a

Wyzwalaczem kolejnych zmian regulacji dotyczących rynku kapitałowego w Unii Europejskiej był kryzys lat 2007 – 2009 (tzw. światowy kryzys finansowy, *GFC – Global Financial Crisis*). Tzw. Grupie de Larosiere'a powierzono przeanalizowanie przyczyn zapaści gospodarczej i przedstawienie propozycji środków naprawczych[374]. Z inicjatywą powołania tej grupy wystąpił przewodniczący KE Jose Manuel Barroso w październiku 2008 r[375]. Raport z prac grupy datowany jest na 25 lutego 2009[376].

Kluczowy wniosek raportu dotyczył naprawy nadzoru nad rynkiem finansowym w UE. Postulowano stworzenie Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (ESNF), który składałby się z organów utworzonych na poziomie UE oraz z krajowych organów nadzoru finansowego. Miała to być zdecentralizowana struktura oparta na zasadach proporcjonalności i subsydiarności[377]. Na poziomie UE doszło do stworzenia jednego organu nadzoru makroostrożnościowego (ESRB) i trzech sektorowych organów nadzoru mikroostrożnościowego (EBA, ESMA i EIOPA). EBA, ESMA i EIOPA (razem Europejskie Urzędy Nadzoru) zostały utworzone na mocy przepisów z grudnia 2010 r. i rozpoczęły działalność od stycznia 2011 r. Zastąpiły one tzw. komitety trzeciego poziomu z procedury Lamfalussy'ego: CEBS, CESR i CEIOPS. Z punktu widzenia niniejszej pracy najistotniejszym ze stworzonych organów jest ESMA, ponieważ posiada ona kompetencje w zakresie rynku kapitałowego. Jest ona uprawniona do tworzenia standardów technicznych zatwierdzanych przez KE, wydawania wytycznych

[373] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 21-22, vide rozdział V pkt 1.2. i podane tam źródła,

[374] Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny, Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie sprawozdania grupy de Larosière'a, 2009/C 318/11, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52009IE1476&from=FR dostep 11.03.2022,

[375] K. Lanoo, The road ahead after de Larosière, 2009, CEPS Policy Brief No. 195, https://ssrn.com/abstract=1452756 dostęp 14.03.2022, s. 6,

[376] The de Larosiere Group, Report, 25.02.2009, https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf dostęp 11.03.2022, s. 1,

[377] *Ibidem*, Report, s. 44-47

i innych *soft law*[378]. W piśmiennictwie sugeruje się, że historia regulacji rynku finansowego w UE powinna być dzielona na czasy przed ESMA i po ESMA. Na ESMA można spoglądać z wielu stron. Jest m.in. częścią Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego, regulatorem rynku finansowego, agencją UE[379]. Funkcjonowanie ESMA jest całościowo przedstawione w publikacji N. Moloney[380]. Dla przedmiotu pracy przede wszystkim istotna jest rola ESMA w stanowieniu unijnego *soft law* oraz zasady obowiązywania wydawanego przez nią miękkiego prawa[381].

W raporcie de Larosiere'a wskazywano na luki w uprawnieniach nadzorczych oraz sankcyjnych krajowych nadzorców. Zauważono duże rozbieżności pomiędzy wysokościami sankcji, jakie mogły być nakładane na naruszenia na rynku finansowym. Przykładowo kary za wykorzystanie informacji poufnych (*insider trading*) wahały się od kilku tysięcy euro w niektórych jurysdykcjach do milionów euro lub pozbawienia wolności w innych. Stwarzało to ryzyko arbitrażu regulacyjnego. zalecono wzmocnienie i harmonizację sankcji w ramach przepisów UE[382].

Grupa de Larosiere'a zwróciła uwagę na rozbieżności w implementacji prawa UE. Sformułowano w tym zakresie zalecenie by państwa członkowskie i Parlament Europejski unikały rozwiązań legislacyjnych, które pozwalają na niejednolitą implementację i stosowanie prawa UE. Komisja i tzw. komitety poziomu trzeciego zostały zobowiązane do identyfikowania tych narodowych rozbieżności prawnych, których usunięcie będzie miało pozytywny wpływ na funkcjonowanie wspólnego rynku. Dopuszczono przyjmowanie przez poszczególne państwa członkowskie przekonywających krajowych środków mających na celu zapewnienie lokalnie stabilności finansowej, o ile zasady funkcjonowania rynku wewnętrznego oraz podstawowe standardy są zachowane. Powtórzony został postulat, by korzystać w większym zakresie z rozporządzeń, a w mniejszym z dyrektyw z uwagi na potrzebę spójności i jednolitości w implementacji i stosowaniu prawa UE[383].

[378] G. Tsagas, *The Regulatory Powers of the European Supervisory Authorities: Constitutional, Political and Functional Considerations*, 2016, https://ssrn.com/abstract=3406738, dostęp 02.08.2023, s. 1-2,
[379] N. Moloney, The Age…, s. 1-17,
[380] *Ibidem*,
[381] Vide rozdział III pkt 1.4.,
[382] The de Larosiere Group, Report…, s. 23,
[383] *Ibidem*, s. 27-29,

2.5. Proces legislacyjny Lamfalussy II

Proces stanowienia aktów prawnych w zakresie rynku finansowego uległ zmianie z uwagi na przyjęcie Traktatu z Lizbony 1 grudnia 2009 r. oraz na skutek utworzenia ESMA. Proces ten funkcjonuje do chwili obecnej. Był on ewolucją procesu Lamfalussy'ego. F. Walla nazywa ten proces jako Lamfalussy II[384]. Struktura aktów prawnych nadal składa się z czterech poziomów. Akty pierwszego poziomu tworzą rozporządzenia i dyrektywy. Powinny one zawierać podstawowe zasady znajdujące konkretyzację w aktach drugiego i trzeciego poziomu. Aktami drugiego poziomu są akty delegowane i wykonawcze. Aktami prawnymi trzeciego poziomu są wytyczne i zalecenia wydawane przez ESMA, którym przysługuje walor: dostosuj się albo wyjaśnij (*comply or explain*) określony w art. 16 ust. 3 Rozporządzenia 1095/2010[385]. Czwartym poziomem jest tzw. konwergencja nadzorcza. Jest to działalność ESMA polegająca na zapewnianiu jednolitego podejścia nadzorczego na terytorium UE. Do takich działań są zaliczane inne *soft law* niż wytyczne ESMA oraz prowadzenie ocen właściwych organów na podstawie art. 30 Rozporządzenia 1095/2010[386].

2.6. MIFID II i MIFIR

MIFID był kilkukrotnie poddawany przeglądowi i zmieniany. Ustawodawca unijny doszedł po pewnym czasie do wniosku, że funkcjonowanie regulacji w dotychczasowej formie jest nieodpowiednie i zastąpił ją przez pakiet regulacyjny MIFID II i MIFIR[387]. Część przepisów przybrało formę rozporządzenia (MIFIR) z uwagi na potrzebę ich jednolitego stosowania w UE, a część pozostawiono w formie dyrektywy (MIFID II) w celu ich ewentualnego dostosowania do specyfiki poszczególnych jurysdykcji. Oba akty prawne pierwszego poziomu zawierają liczne upoważnienia do opracowania standardów technicznych przez ESMA, które następnie zostały przyjęte przez KE jako akty drugiego stopnia procedury Lamfalussy II. Wymienianie ich jest bezcelowe z uwagi

[384] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 54-61,
[385] G. Włodarczyk, Obowiązki firm inwestycyjnych i banków w systemie MiFID II. Stanowiska i wytyczne organów nadzoru, Lex 2022, Rozdział II,
[386] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 54-61,
[387] MIFID II motywy 1 i 4,

na ich znaczną liczbę i zróżnicowany zakres. Wspomnę jedynie, że jedna z „serii" rozporządzeń wydanych na podstawie standardów technicznych była oznaczona numerami 565 – 592 w 2017 r. Spośród tego katalogu warto wyróżnić Rozporządzenie 565/2017, które określa wymogi organizacyjne oraz warunki prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne i do którego będę kilkukrotnie wracał w tej pracy. Oparcie się przez ustawodawcę unijnego częściowo na rozporządzeniu oraz na licznych rozporządzeniach delegowanych jest realizacją postulatu sformułowanego w raporcie de Larosiere'a[388]. Celem pakietu, podobnie jak MIFIDu, jest stworzenie jednolitego rynku usług finansowych, ochrona inwestorów, efektywność i integralność rynków. Ochrona inwestorów w MIFID II uległa wzmocnieniu względem MIFID, jednak jej wyższa skuteczność bywa kwestionowana[389]. MIFID II i MIFIR są bardziej szczegółowe niż MIFID i pozostawiają mniej miejsca na ingerencję ustawodawców krajowych[390]. Pakiet regulacji MIFID II i MIFIR jest niezwykle obszerny. Źródła podają różną jego wielkość: od ponad tysiąca stron[391], poprzez prawie trzy tysiące stron[392], skończywszy na ponad siedmiu tysiącach stron tekstu[393]. Liczby te rosną z upływem lat wraz z wydawaniem kolejnych aktów prawnych drugiego i trzeciego rzędu. Mogą one być różne w zależności od przyjętej metodologii obliczeń m.in. od tego, czy włączane są do obliczeń soft law wydawane w związku z MIFIDem II: wytyczne, zalecenia, Q&A etc.

MIFID II zawiera następujący katalog usług i działalności inwestycyjnych:

1. przyjmowanie i przekazywanie zleceń w odniesieniu do jednego lub większej liczby instrumentów finansowych,
2. wykonywanie zleceń na rachunek klientów,
3. zawieranie transakcji na własny rachunek,
4. zarządzanie portfelem,
5. doradztwo inwestycyjne,

[388] The de Larosiere Group, Report..., s. 27-29,

[389] C. B. Martysz, A. Sienkiewicz, Ocena skutków implementacji dyrektywy MIFID II w UE ze szczególnym uwzględnieniem Polski, [w:] R. Bartkowiak, M. Matusewicz, Nowe wyzwania w naukach o gospodarce, Warszawa 2020, s. 202-213,

[390] M. Pacak, MIFID II..., s. 263-266,

[391] D. Zieliński, *MiFID II – co się zmieniło?*, 08.01.2018, https://forexrev.pl/mifid-ii-co-sie-zmienilo/ dostęp 10.03.2022,

[392] T. Wenzel, B. Coridaß, MiFID II: Uberblick zur Novellierung der Markets in Financial Instruments Directive, [w:] R. Temporale (red.) Europäische Finanzmarktregulierung. Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR, OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel, 2015 Stuttgart, s. 12,

[393] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 556,

6. gwarantowanie emisji instrumentów finansowych lub plasowanie instrumentów finansowych z gwarancją przejęcia emisji,
7. plasowanie instrumentów finansowych bez gwarancji przejęcia emisji,
8. prowadzenie MTF,
9. prowadzenie OTF[394].

W porównaniu z MIFID katalog usług został rozszerzony o prowadzenie OTF. W MIFID nie występował taki rodzaj systemu obrotu (*trading venue*), jak OTF[395]. Podobnie, jak w przypadku MIFID i ISD MIFID II rzadko zawiera definicje poszczególnych usług maklerskich. Jednocześnie w pakiecie MIFID II pojawiło się kilka uwag, w szczególności w motywach MIFID II i w treści Rozporządzenia 565/2017, które rzuciły trochę więcej światła na zakres części usług i działalności inwestycyjnych. W szczególności:

- transakcje „back to back" (*matched principal trading*) zostały *explicite* zakwalifikowane, jako jednoczesne wykonywanie zleceń i zawieranie transakcji na własny rachunek z uwagi na motyw 24 MIFID II[396],

- określono bardziej jednoznacznie, że plasowanie instrumentów finansowych jest czynnością podejmowaną wyłącznie na rzecz emitenta a nie na rzecz oferującego[397].

MIFID II wprowadził nowe rozwiązania m.in. zarządzenie produktem (*product governance*), obowiązek obrotu instrumentami pochodnymi w systemach obrotu, ujawnienia transakcyjne (*transparency*)[398], nowe obowiązki związane z ujawnianiem informacji o kosztach, zależne i niezależne doradztwo inwestycyjne, interwencję produktową[399].

---

[394] Katalog został opracowany jako tłumaczenie własne angielskiej wersji Sekcji A Załącznika I do MIFID. Nie przywołuję literalnie polskiego tekstu MIFID II, który moim zdaniem miejscami wadliwym lub nieprecyzyjnym tłumaczeniem tekstu angielskiego. W pkt 6 *Gwarantowanie emisji instrumentów finansowych lub subemisja instrumentów finansowych z gwarancją przejęcia emisji* zastąpiłem określenie „subemisja" pojęciem „plasowanie" (*placing*). W pkt 7 *Subemisja instrumentów finansowych bez gwarancji przejęcia emisji* zaproponowałem tłumaczenie pojęcia „*placing*" analogicznie, jak w pkt 6.

[395] D. Dreyer, P. Delgado-Rodriguez, On Venue Trading und die Zukunft des OTC-Handels nach MiFID II, [w:] R. Temporale (red.) Europäische Finanzmarktregulierung. Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR, OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel, 2015 Stuttgart, s. 39-53,

[396] D. Busch, *MiFID II: Stricter…*, s. 5-7,

[397] F. Annunziata, Investment…, s. 15-16,

[398] D. Krimphove, C. Lüke, Kapitalmarketrecht, 2022 Stuttgart, s. 10-13,

[399] T. Wenzel, B. Coridaß, MiFID II…, s. 14-16,

2.7. Postępująca europeizacja prawa rynku kapitałowego UE i jej krytyka

Podejście do poziomu harmonizacji dyrektyw regulujących funkcjonowanie firm inwestycyjnych zmieniało się w czasie. Pierwsza dyrektywa (ISD) miała charakter abstrakcyjny i składała się z niewielu postanowień. Kolejne akty prawne stawały się co raz bardziej szczegółowe i konkretne (MIFID, MIFID II)[400]. Pierwsze przepisy UE harmonizujące działalność firm inwestycyjnych wymieniały katalog usług inwestycyjnych (investment services), które podlegały wzajemnemu uznawaniu w poszczególnych państwach członkowskich. Nie wiązały z nimi konkretnych obowiązków firmy inwestycyjnej np. obowiązków wobec klienta, czy obowiązków raportowych. Sfera obowiązków w dużej mierze była zależna od regulacji poszczególnych państw członkowskich (art. 10 i 11 ISD). Aktualne przepisy UE regulujące świadczenie usług inwestycyjnych i prowadzenie działalności inwestycyjnej stanowią złożony system, którego jedną z podstaw jest katalog usług i działalności inwestycyjnych zawarty w sekcji A załącznika I MIFID II. Katalog usług jest punktem wyjścia do określenia katalogu obowiązków powiązanych z poszczególnymi usługami. Ustalenie występowania lub braku występowania usługi maklerskiej, jak również rozgraniczenie poszczególnych usług maklerskich są aktualnie znacznie istotniejsze niż w przeszłości. Powyższy proces wpisuje się w trend co raz większej harmonizacji przepisów obserwowany w prawie rynku kapitałowego UE. Wiąże się on m.in. ze stosowaniem w większym stopniu rozporządzeń zamiast dyrektyw[401]. Zauważane jest przesuwanie uprawnień nadzorczych nad fragmentami rynku finansowego na europejskie organy nadzoru np. przekazanie ESMA nadzoru nad agencjami ratingowymi[402]. S. Grundmann nazywa całokształt tych zjawisk postępującą europeizacją prawa rynku kapitałowego. Wskazuje on wręcz obrazowo, że w przypadku rozporządzeń ustawodawca unijny pozostawia krajowemu punktualne wdrożenie przepisów wykonawczych, m.in. wyznaczenie właściwych organów, czy wprowadzenie przepisów sankcyjnych. W przypadku dyrektyw regulacje mają co raz częściej charakter

[400] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 48,
[401] *Ibidem*, s. 49-51,
[402] N. Moloney, The Age..., s. 260-263, J. Olszewski, Ewolucja prawa regulującego działalność agencji ratingowych w Unii Europejskiej [w:] J. Olszewski (red.), Rynek usług finansowych: inwestycyjnych, bankowych i ubezpieczeniowych – między teorią a praktyką, Legalis 2020,

kodyfikacji niż aktu prawnego określającego cele, a pozostawiającego państwom członkowskim swobodę wyboru formy i środków do realizacji celu (art. 288 zd. 3 TFUE). Jednocześnie S. Grundmann zauważa ograniczone postępy europeizacji judykatury. Wyroki TSUE w szerokiej materii rynku kapitałowego stanowią pojedyncze wyspy. Sądy krajowe, rzadko interesują się orzecznictwem lub literaturą z innych europejskich jurysdykcji. Zauważa on także opór niemieckich sądów najwyższych instancji przed zadawaniem pytań prejudycjalnych. Międzynarodowa współpraca naukowa w zakresie unijnego prawa rynku kapitałowego jest raczej wyjątkiem niż regułą[403]. Spostrzeżenia dotyczące ograniczonej europeizacji judykatury znajdują potwierdzenie w badaniach zastosowania unijnego *soft law* prowadzonych w różnych krajach UE (Finlandia, Francja, Niemcy, Włochy, Holandia, Słowenia oraz Wielka Brytania). Wynika z nich, że zastosowanie sądowe unijnego *soft law* jest w sferze faktów ograniczone, a sędziowie odnoszą się do niego z rezerwą[404].

Postępująca europeizacja prawa rynku kapitałowego jest w różny sposób określana w polskiej doktrynie np. jako zastąpienie harmonizacji prawa przez jego unifikację[405]. Jest ona poddawana krytyce. M. Fedorowicz zwraca uwagę, że przeniesienie kompetencji nadzorczych na poziom unijny oraz inflacja unijnego prawa nadzorczego mogą być nieefektywne dla zapobiegania kryzysom[406]. M. Pacak poddaje w wątpliwość skuteczność MIFIDu w zapobieganiu skutkom kryzysu gospodarczego z końca pierwszej dekady XXI wieku[407]. W doktrynie niemieckiej R. Veil z jednej strony przewiduje postęp europeizacji prawa rynku kapitałowego np. nie widzi przeszkód dla zamiany MIFID II na rozporządzenie przy kolejnej zmianie regulacji. Z drugiej strony dostrzega on zalew prawa UE oraz stawia pytania m.in. o sens procedur legislacyjnych Lamfalussy II oraz wskazuje na potrzebę zmniejszenia liczby poziomów regulacji. Ich

[403] S. Grundmann, Europäisierung…, s. 12-18,

[404] M. Avbelj (red.), J. Alberti, C. Cauffman, M. Hartlapp, E. Korkea-aho, P. Leino-Sandberg, E. Oliva, S. Post, A. Schwerdtfeger, EU Financial Regulation Soft Law in the Member States: Finland, France, Germany, Italy, the Netherlands, Slovenia and the UK, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668793, dostęp 11.06.2023, s. 17-20,

[405] M. Michalski, O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej, PPH 2008/1, s. 4,

[406] M. Fedorowicz, Reforma nadzoru nad rynkiem finansowym w Unii Europejskiej, a samodzielność krajowego nadzorcy [w:] W. Rogowski (red.), Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego. Nadzór makrostabilnościowy, nadzór bankowy SKOK, instrumenty finansowe, 2014, s. 46-47,

[407] M. Pacak, MIFID II, a MIFID – czy zmiany coś zmienią? [w:] W. Rogowski (red.), Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego. Nadzór makrostabilnościowy, nadzór bankowy SKOK, instrumenty finansowe, 2014, s. 264,

aktualna liczba to w opinii niemieckiej doktryny sześć. W aktach UE drugiego i trzeciego poziomu R. Veil dostrzega wadliwą tendencję do regulowania detali przy jednoczesnym pomijaniu centralnych pojęć i koncepcji[408]. F. Walla przyznaje, że unijne prawo rynku kapitałowego na skutek procedury Lamfalussy II stało się wysoko złożoną dziedziną prawa. Do tego stopnia złożoną, że uważa się, iż w praktyce trudno zachować uczestnikom rynku pełną zgodność z kompletem zasad wynikających zarówno z prawa unijnego, jak i krajowego. Podziela on tą krytykę w stopniu, w jakim odnosi się do uczestników rynku, którzy nie wykonują działalności w sposób paneuropejski. Jego zdaniem nie powinno to jednak generować wątpliwości co do podejścia do tworzenia prawa zaproponowanego w procedurze Lamfalussy II, lecz powinno prowadzić do przemyślanego doboru środków przez ustawodawców[409]. Wzrost obciążeń regulacyjnych na rynku finansowym UE postępował dynamicznie od początku XXI wieku. Przyspieszył on znacząco w drugiej dekadzie XXI wieku. To zjawisko jest odpowiedzialne za istotny wzrost kosztów zachowania zgodności z prawem w podmiotach rynku finansowego[410]. Obniżenia kosztów regulacyjnych poszukuje się częściowo w nowych technologiach (RegTech). Nowe technologie poza szansą na ograniczenie kosztów tworzą także ryzyko np. w obszarze cyberbezpieczeństwa[411]. Nowe technologie na obecnym etapie nie dostarczają zadowalających rozwiązań dla rozwiązywania kolizji rozbudowanego systemu prawnego UE z prawem krajowym.

T. Möllers zarzuca prawu rynku kapitałowego UE przerost. Wskazuje na istnienie sześciu poziomów aktów prawnych będących skutkiem procesu Lamfalussy II. Tysiące stron aktów prawnych sprawiają, że znalezienie właściwego przepisu jest poważnym wyzwaniem. Porównuje działania unijnego ustawodawcy do Landrechtu pruskiego (*Allgemeines Preußisches Landrecht*), który składał się z około 17 000 paragrafów i miał regulować wszystkie stosunki życiowe. Był on przestarzały już w momencie przyjęcia i nauka prawa XIX wieku chętniej korzystała z prawa rzymskiego niż z niego. Inflacja

[408] R. Veil, Rechtsquellen des Wertpapierhandelsrechts – vom nationalen Flickenteppich zur europäischen Kodifikation [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston, s. 95-99, T. Möllers, Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht. Zur Regelungskompetenz nazionaler Gerichte und Parlamente [w:] B. Gsell, C. Herresthal (red.) Vollharmonisierung im Privatrecht. Die Konzeption der Richlinie am Scheideweg?, 2009, s. 253,

[409] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European…, s. 64,

[410] I. Czajkowska, Przyrost…, s. 33-44, A. Pięta, Technologie regulacyjne szansą na obniżenie kosztów compliance, RPEiS, rok LXXX, zeszyt 2-2018, s. 241-247,

[411] A. Pięta, Technologie…, s. 250-254,

prawa byłaby do zaakceptowania, gdyby prawo to było zdolne do rozwiązywania wątpliwości i trudnych przypadków. Zdaniem T. Möllers'a tak nie jest, a wątpliwości prawne się mnożą. Druga grupa zarzutów wynika z niewystarczającego wypełniania luk. Zarzut ten wynika z faktu ograniczonego zakresu działania UE określonego w art. 5 TUE tzn. z zasad proporcjonalności i pomocniczości. Akty prawa UE tworzą niepowiązane pomiędzy sobą wyspy. Z tego powodu w przypadkach granicznych, dotyczących dwóch gałęzi prawa np. prawa rynku kapitałowego i prawa spółek, trudno poszukiwać w prawie UE wypracowanych metod rozstrzygania wątpliwości co do ważności zasad wynikających z poszczególnych gałęzi prawa. Ponadto przepisom unijnego prawa rynku kapitałowego brakuje na poziomie UE powiązań z innymi dziedzinami prawa, które umożliwiłyby efektywne ich wykonywanie. Przepisy te są kwalifikowane co do zasady jako przepisy prawa administracyjnego. Ich egzekwowanie cywilnoprawne, czy karnoprawne zależy od przepisów krajowych, które nie zawsze dają jasne odpowiedzi w tym zakresie. Trzecia kategoria zarzutów wynika ze złożoności metod prawniczych, które są używane w celu odkodowania norm z przepisów prawa rynku kapitałowego UE m.in. z nieprzewidywalnością wykładni przepisów krajowego w sposób zgodny z dyrektywą. Czwarty, podsumowujący zarzut wiąże się z nieprzydatnością prawa rynku kapitałowego UE, nietrafnością rozwiązań prawnych względem celów regulacji m.in. w związku z rosnącymi kosztami transakcyjnymi, wycofywaniem się banków z doradztwa inwestycyjnego z uwagi na jego koszty, czy z dostarczaniem konsumentom zbyt wielu informacji wśród których trudno im znaleźć te kluczowe, przydatne. Möllers proponuje zmianę podejścia do podziału materii regulowanej w zakresie rynku kapitałowego przez prawo UE i prawo krajowe. Obecnie pierwsze z nich zawiera regulację administracyjno-prawną, a drugie regulację cywilno-prawną (podział wertykalny). Zamiast tego zdaniem T. Möllers'a prawo UE powinno regulować materię, która ma znaczenie dla rynku wewnętrznego UE, a prawo krajowe przypadki, w których nie występuje takie powiązanie. Rozwiązanie to jest w jego ocenie oparte o zasadę subsydiarności z art. 5 TUE. Przewiduje ono możliwości występowania różnic w regulacjach działalności maklerskiej na poziomie krajowym[412]. Przedstawiona

[412] T. Möllers, Für..., s. 19-40, T. Möllers, Comment: Market-Conduct Regulation in Germany and Europe [w:] C. Hugo, T. Möllers (red.) Legal Certainty and Fundamental Rights, A Cross-Disciplinary Approach to

powyżej krytyka ewolucji prawa UE jest słuszna. Rozwiązanie proponowane przez T. Möllers'a jest „wywróceniem stolika" przy którym toczy się aktualnie „legislacyjna rozgrywka" i odwróceniem trendu harmonizacji. Z tego powodu wydaje się ono mieć nikłe szanse realizacji. Harmonizacja prawa rynku kapitałowego w UE jest celem UE od długiego czasu i nie widać na poziomie UE oznak zmiany podejścia[413].

Włączenie polskiej regulacji usług maklerskich w nurt prawa UE, także w formie opisanej europeizacji prawa rynku kapitałowego, ma liczne zalety. Prawo UE i *soft law* wydawany przez organy UE, wpierają zdolności regulacyjne państw członkowskich. Mogą one osiągnąć rezultaty przez przejęcie, monitorowanie i implementację reguł przygotowywanych przez organy UE[414].

3. Ewolucja regulacji usług maklerskich w prawie polskim

Polskie prawo rynku kapitałowego, w tym regulacja usług maklerskich, rozwijało się po 1989 r. obok prawa UE. Z początku był to rozwój niezależny, jednak wraz z postępującą integracją Polski z UE implementowano akty prawne opisywane w części 2 niniejszego rozdziału. M. Michalski podzielił początkowy okres ewolucji na trzy etapy: tworzenie podstawowych fundamentów infrastruktury instytucjonalnej (1990-1994), stabilizację rynku kapitałowego (1995-2000) oraz dostosowywanie regulacji do prawa wspólnotowego (2000-2004)[415]. Ten podział uwzględnia okresy pracy koncepcyjnej nad nowymi aktami prawnymi. Osobiście proponuję podział oparty o okresy obowiązywania aktów prawnych. Z uwagi na znaczną odległość czasową w perspektywie historii prawa rynku kapitałowego w III Rzeczpospolitej nie będę wnikał głębiej w proces koncepcyjny i ustawodawczy tamtego okresu.

Constitutional Principles in German and South African Law, Augsburger Rechtsstudien 89, 2020, s. 425 – 427

[413] Zielona Księga Tworzenie unii rynków kapitałowych, COM/2015/063, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015DC0063 dostęp 07.06.2023,

[414] N. Moloney, The European Union in International Financial Governance, RSF: The Russell Sage Foundation Journal of the Social Sciences , January 2017, Vol. 3, No. 1, Financial Reform: Preventing the Next Crisis, s. 141,

[415] M. Michalski, O pojęciu…, s. 4-5,

3.1. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (PPOPWFP)

PPOPWFP była pierwszą ustawą regulującą publiczny obrót papierami wartościowymi oraz funkcjonowanie przedsiębiorstw maklerskich w III Rzeczpospolitej Polskiej. Była to regulacja o charakterze rewolucyjnym podobnie, jak zdarzenia związane z powstaniem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Tak opisał je A. Chłopecki:
Historia dała nam szansę dotarcia w krótkim czasie do miejsca, do którego inni dążyli w sposób ewolucyjny, to znaczy pomijając różne etapy prowadzące w konsekwencji do dematerializacji papierów wartościowych. Problem polega na tym, że polski rynek papierów wartościowych tworzony był przez przedstawicieli różnych zawodów, wśród których niewielu było prawników. Został on więc stworzony „na miarę" zdematerializowanych papierów wartościowych, jednak bez prawnego instrumentarium pozwalającego uzasadnić praktykę. Być może więc dopiero teraz, na przekór (a raczej w celu dopasowania) istniejącej praktyki, czeka nas ewolucja systemu prawnego[416].
Powyższe stwierdzenie można odnieść nie tylko do dematerializacji papierów wartościowych, ale do całego prawa rynku kapitałowego tamtego czasu. PPOPWFP regulowała **publiczny obrót papierami wartościowymi**. Obrót ten był definiowany w art. 1 § 1 jako *proponowanie nabycia, nabywanie lub przenoszenie praw z emitowanych w serii papierów wartościowych w drodze oferty lub zaproszenia do rokowań przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli oferta lub zaproszenie do rokowań skierowane są do więcej niż 300 osób albo do nie oznaczonego adresata*. PPOPWFP wyróżniała **publiczny obrót pierwotny**, czyli *proponowanie przez emitenta nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych lub nabywanie takich praw* oraz **publiczny obrót wtórny**, czyli *proponowanie przez osoby inne niż emitent sprzedaży praw z emitowanych w serii papierów wartościowych lub sprzedaży takich praw, jeżeli papiery wartościowe zostały dopuszczone do publicznego obrotu lub oferta ma charakter publiczny*. Pojęcia te zostały uzupełnione z czasem przez **pierwszą ofertę publiczną**, *czyli oferowanie przez wprowadzającego nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych, jeżeli oferta ma charakter publiczny*. Poza wyjątkami

[416] A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym, cz. I.*, LEX, PPH 1995/8, s. 17,

określonymi w PPOPWFP wtórny obrót papierami wartościowymi odbywał się na giełdach papierów wartościowych prowadzonych przez spółki akcyjne[417]. Jeżeli papier wartościowy był już dopuszczony do publicznego obrotu, to każda transakcja tym papierem wartościowym była uznawana za publiczny obrót, niezależnie od tego, czy odbywała się na giełdzie, czy poza nią. Ustawa zawierała ograniczenia w zawieraniu transakcji papierami wartościowymi, które były dopuszczone do publicznego obrotu. Przykładowo sprzeczne z prawem i zarazem nieważne były umowy sprzedaży takich papierów wartościowych zawierane bezpośrednio (tzn. bez pośrednictwa przedsiębiorstwa maklerskiego) pomiędzy osoba fizyczną, a osobą prawną albo pomiędzy dwoma osobami prawnymi[418].

Szczególną rolę w publicznym obrocie papierami wartościowymi odgrywały przedsiębiorstwa maklerskie, ponieważ obrót taki mógł się odbywać wyłącznie za ich pośrednictwem, jeżeli ustawa nie stanowiła inaczej[419]. Podmiotem prowadzącym przedsiębiorstwo maklerskie mogła być osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej, która uzyskała zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych[420]. Podmiot prowadzący przedsiębiorstwo maklerskie nie mógł prowadzić w ramach działalności tego przedsiębiorstwa innej działalności gospodarczej[421]. **Bank** był uprawniony do podejmowania działalności maklerskiej po uzyskaniu **zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych** pod warunkiem **wydzielenia organizacyjnego i finansowego** działalności w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi[422].

Katalog czynności maklerskich, czyli tych, które w ramach przedsiębiorstwa maklerskiego miały być wykonywane przez osobę posiadającą uprawnienia maklera był zawarty w art. 21 PPOPWFP. Zawierał on następujące pozycje:

1) oferowanie papierów wartościowych w publicznym obrocie,

2) nabywanie lub sprzedaż papierów wartościowych (na zasadach określonych w art. 22),

[417] art. 54 PPOPWFP,
[418] A. Chłopecki, Usługi maklerskie w publicznym obrocie papierami wartościowymi, Warszawa 1995, s. 12-13,
[419] art. 1 § 2 PPOPWFP,
[420] art. 18 § 1 i 2 PPOPWFP,
[421] art. 18 § 6 PPOPWFP,
[422] art. 24 PPOPWFP,

3) zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie,

4) zawodowe doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi,

5) przechowywanie papierów wartościowych na zlecenie uprawnionego.

Nabywanie i sprzedaż papierów wartościowych na zasadach określonych w art. 22 dotyczyła zarówno działania w imieniu własnym na rachunek dającego zlecenie, jak również w imieniu własnym i na rachunek własny przez samo przedsiębiorstwo maklerskie. Brak było definicji legalnej oferowania papierów wartościowych w publicznym obrocie.

Nie występowała czynność maklerska podobna do PPZ. Usługa przypominająca współczesne wykonywanie zleceń tzn. nabywanie i sprzedaż papierów wartościowych mogła być wykonywana wyłącznie w formule przewidującej działanie przez przedsiębiorstwo maklerskie w imieniu własnym na rachunek klienta. Jest to podejście dużo węższe względem np. proponowanego w niniejszej pracy spojrzenia na usługi maklerskie jako oparte o konstrukcję pośrednictwa[423]. M. Romanowski ukuł pojęcie „umowy zlecenia maklerskiego", które odnosił się do *więzi prawnej łączącej dom maklerski i jego klientów (inwestorów), która polega na zobowiązaniu domu maklerskiego do sprzedaży lub zakupu oznaczonych papierów wartościowych w imieniu własnym, lecz na rachunek dającego zlecenie*[424]. Umowa ta była w niewielkim stopniu uregulowana w przepisach prawa. Romanowski zauważył, że wykazuje ona największe podobieństwo z umową komisu i z uwagi na jej znaczenie gospodarcze powinna zostać uregulowana odrębnie jako umowa nazwana[425]. Jego postulaty zostały częściowo spełnione w kolejnych regulacjach (art. 34 ust. 5 PPOPW i art. 73 ust. 4 Ustawy o obrocie) poprzez zamieszczenie przepisu, który nakazuje stosować odpowiednio przepisy KC o komisie z wyłączeniem art. 768 § 3 do zlecenia nabycia lub zbycia papierów wartościowych (instrumentów finansowych) w obrocie zorganizowanym[426].

Powyższy katalog był naturalny dla tamtego okresu z uwagi na nacisk regulacji na obrót pierwotny i wtórny obrót giełdowy. Brak było działalności podobnej do gwarantowania

[423] Vide Rozdział I pkt 3.1.2.,

[424] M. Romanowski, Charakter prawny zlecenia maklerskiego, LEX, PPH 1995/12, s.8,

[425] M. Romanowski, Zlecenie maklerskie a umowy pokrewne, PPH 1996/1, s. 14-15,

[426] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9, Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, 2018, wyd. 3, Legalis, s. 159,

emisji. Każdy podmiot mógł zawrzeć taką umowę na zasadzie swobody umów[427]. Nie występowały oczywiście działalności polegające na prowadzeniu systemów obrotu, ponieważ alternatywne systemy obrotu dopiero rozwijały się w tamtym czasie na rynku europejskim i nawet ISD nie zawierała regulacji w tym zakresie. Została wprowadzona instytucja rynku pozagiełdowego będącego poprzednikiem alternatywnego systemu obrotu (MTF). Prowadzenie takiego rynku nie było jednak działalnością maklerską, ale wyspecjalizowaną działalnością podobną do prowadzenia obrotu giełdowego. Rynek pozagiełdowy CeTO (Centralna Tabela Ofert) powstał w 1996 r., jednak nie odniósł znaczącego sukcesu[428].

Art. 29 i 30 PPOPWFP określały **ograniczenia administracyjne działalności maklerskiej**, które dzisiaj już nie występują. Aktualnie te ograniczenia mogłyby być rozpatrywane przede wszystkim w świetle przepisów o konfliktach interesów. Zakazane było posiadanie udziałów, akcji albo wkładu w więcej niż jednej spółce prowadzącej działalność maklerską, a osoby fizyczne i osoby prawne nie mogły prowadzić jednocześnie więcej niż jednego przedsiębiorstwa maklerskiego. Zakazy te nie dotyczyły Skarbu Państwa. Ponadto podmiot prowadzący przedsiębiorstwo maklerskie nie mógł świadczyć usług, których przedmiotem był obrót papierami wartościowymi emitowanymi przez podmiot, z którym pozostawał on w stosunku dominacji lub zależności. Nie mógł on również na rachunek własny dokonywać obrotu papierami wartościowymi emitowanymi przez samego siebie.

Analiza PPOPWFP pokazuje, że część rozwiązań administracyjnoprawnych z tamtego okresu przetrwało przez długi czas pomimo braku jednoznacznego umocowania w prawie UE. Są to w szczególności:

- uprawnienia maklera (później licencja maklera papierów wartościowych),
- obowiązek zatrudniania maklerów (papierów wartościowych), a także doradców wpisanych na listę maklerów (doradców inwestycyjnych) przez podmioty prowadzące działalność maklerską,
- obowiązek wydzielenia w banku prowadzącym działalność maklerską działalności w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi (działalności maklerskiej).

[427] M. Pawełczyk, Gwarantowanie…, s. 102, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 752,
[428] M. Kopyściański, Granice ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi (MTF), Wrocław 2013, s. 104-108,

3.2. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (PPOPW)

PPOPW było następcą PPOPWFP. Z punktu widzenia regulacji usług maklerskich czas obowiązywania PPOPW można podzielić na:

- okres od wejścia w życie ustawy do 1 maja 2004 r. oraz
- okres od 1 maja 2004 r. do dnia uchylenia ustawy przez Ustawę o obrocie w 2005 r.

W pierwszym okresie regulacja była rozbudowaną kontynuacją PPOPWFP, która miała dość luźny związek z obowiązującymi przepisami UE, natomiast w drugim okresie była ona regulacją krajową wdrażającą ISD.

Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi nadal było kluczowe dla polskich przepisów. Nie zmieniło się ono istotnie względem PPOPWFP poza katalogiem wyjątków[429]. Było definiowane jako proponowanie nabycia lub nabywanie emitowanych w serii papierów wartościowych, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli propozycja skierowana jest do więcej niż 300 osób albo do nie oznaczonego adresata[430]. Od tej reguły występowały liczne wyjątki[431]. Pojęcie to nie uległo istotnym zmianom w trakcie obowiązywania PPOPW. Było to znaczne ograniczenie zakresu regulacji względem współczesnych przepisów o obrocie instrumentami finansowymi. Poza zakresem regulacji pozostawał m.in. obrót papierami wartościowymi w przypadku, gdy proponowanie nabycia nie było przeprowadzane za pomocą środków masowego przekazu albo gdy było skierowane do co najwyżej 300 osób. Wpływało to także na zakres usług maklerskich, które dotyczyły publicznego obrotu papierami wartościowymi.

Publiczny obrót papierami wartościowymi przyjmował trzy formy: obrotu pierwotnego, obrotu wtórnego i pierwszej oferty publicznej. Doktryna tamtego czasu wskazywała na niespójności definicyjne tych trzech części publicznego obrotu[432].

[429] J. Olszewski, Papiery..., s. 140-141,
[430] J. Olszewski, Prawo papierów wartościowych i instytucje rynku kapitałowego, Przemyśl 2000, s. 216-217,
[431] K. Kruczalak, Prawo..., s. 100-102,
[432] M. Michalski [w:] M. Bączyk, M. H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, Papiery wartościowe, 2000, s. 655-658,

Wtórny obrót regulowany (w szczególności giełdowy) był traktowany, jak w PPOPWFP, jako obrót publiczny[433]. Dopuszczenie papieru wartościowego do publicznego obrotu sprawiało, że następczy obrót tym papierem był traktowany jako publiczny obrót[434]. Po 1 maja 2004 r. do pojęcia papieru wartościowego dołączył instrument finansowy (art. 3a PPOPW) z uwagi na konieczność wdrożenia ISD do polskiego porządku prawnego. Instrument finansowy jest pojęciem szerszym niż papier wartościowy.

PPOPW wprowadziła pojęcie domu maklerskiego w miejsce przedsiębiorstwa maklerskiego. Ponadto po 1 maja 2004 r. wprowadzono definicję firmy inwestycyjnej. Art. 30 ust. 2 (a następnie też ust. 2a) i art. 31 PPOPW zawierały katalog działalności maklerskiej oraz katalog wyjątków od wymogu uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. Zezwolenie było wydawane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Katalog czynności składających się na działalność maklerską zmieniał się z biegiem czasu. W brzmieniu obowiązującym od chwili wejścia w życie PPOPW katalog był zbieżny z tym, który znajdował się w art. 21 PPOPWFP. Bardziej wyraźnie było wyodrębnione nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych na rachunek własny celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego. Czynnością maklerską stało się pośrednictwo w nabywaniu lub zbywaniu papierów wartościowych będących w obrocie na zagranicznych rynkach regulowanych. Po 1 maja 2004 r. katalog usług maklerskich był wzorowany na katalogu z ISD. W tym okresie przesunięto do ust. 2a m.in. doradztwo inwestycyjne. Mimo, że było ono usługą dodatkową w ISD (*non-core service*), to polski ustawodawca zdecydował się zakwalifikować je jako działalność maklerską wymagającą zezwolenia[435].

W doktrynie i prawie tego okresu nie były ostro wyróżniane poszczególne rodzaje działalności maklerskiej. Czasami wręcz unikano analizy zakresu poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej, a zatrzymywano się na ich wyliczeniu[436]. Jest to

[433] M. Romanowski, Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi, PPH 1998/5, s. 14-15,
[434] M. Michalski [w:] M. Bączyk, M. H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, Papiery…, s. 657-658,
[435] Druk sejmowy Sejmu IV kadencji nr 2175, Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi wraz z projektami podstawowych aktów wykonawczych, https://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/0/4CEDDFCC0D20209DC1256DD700410EC6/$file/2175.pdf dostęp 28.06.2023, s. 9-10 uzasadnienia,
[436] K. Kruczalak, Prawo…, s. 105-109,

podejście odmienne względem obecnej doktryny i literatury[437], które charakteryzują się szerszą analizą przesłanek poszczególnych usług maklerskich. Opisywano typowe funkcje pełnione przy okazji wykonywania danej usługi, obsługi określonego procesu. Przykładowo przy okazji opisywania zakresu oferowania papierów wartościowych wspominano obok przyjmowania zapisów na papiery wartościowe także pełnienie funkcji sponsora związanej z rejestrowaniem papierów wartościowych[438] i przymusowe pośrednictwo przy składaniu wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do publicznego obrotu do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd[439]. Takie stwierdzenia są typowe dla literatury cywilnoprawnej, która skupia się na treści umów, a nie na zakresie instytucji administracyjnoprawnych np. zakresie zezwolenia. To podejście występuje także we współczesnej literaturze[440], jednak nie jest ono dominujące. Taki sposób ewolucji literatury prawniczej i podejścia do usług maklerskich wydaje się być naturalny. W pierwszej kolejności koniecznym było stworzenie i opisanie ram prawa prywatnego dla obrotu na rynku kapitałowym, żeby ten obrót był możliwy i przewidywalny pod kątem interpretacji prawnej czynności prawnych podejmowanych w tym obrocie. Braki w tym zakresie były zauważane[441]. Rozwijanie analizy publicznoprawnej nastąpiło w drugiej kolejności. Jest to zbieżne z chronologią rozwoju prawa rynku kapitałowego UE opartego na rozwiązaniach publicznoprawnych[442]. Niemieckie prawo rynku kapitałowego przeszło analogiczną ścieżkę[443]. Opisywany trend jest związany także ze zjawiskiem publicyzacji prawa prywatnego tzn. z zacieraniem granic pomiędzy prawem publicznym, a prywatnym. MIFID i MIFID II doprowadziły do ograniczenia autonomii stron i swobody zachowań[444] przez wprowadzenie m.in. przepisów zapewniających ochronę inwestora powiązanych z

[437] Przykładowo: M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8, J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 880-927,
[438] M. Michalski [w:] M. Bączyk, M. H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, Papiery…, s. 728, M. Romanowski, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, Warszawa 2003, s. 273,
[439] A. Chłopecki [w:] L. Sobolewski (red.), Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, Warszawa 1999, s. 512-514,
[440] Przykładowo: A. Zagajewska, Ustawa…, Komentarz do art. 72, 73, 74b, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 729-739,
[441] A. Chłopecki, *Obrót…*, s. 17,
[442] G. Spindler [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts…, s. 2007-2024,
[443] H. Bergmann [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts…, s. 2278-2279,
[444] J. Helios, Publicyzacja…, s. 25-26,

zakresem usług maklerskich[445]. Część z nich nie może być zniesiona przez zgodne oświadczenie stron[446].

Odnosząc się do usług opisywanych szerzej w rozdziałach IV – VII niniejszej pracy w okresie do 1 maja 2004 r. warto zwrócić uwagę, na fakt, że w katalogu działalności maklerskich:

- nie występował PPZ,
- odpowiednikiem wykonywania zleceń było świadczenie usług brokerskich, które ograniczało się do działania w imieniu własnym na cudzy rachunek (art. 34 ust. 3 w zw. Z art. 30 ust. 2 pkt 2 PPOPW),
- oferowanie papierów wartościowych było definiowane, jako pośrednictwo w zbywaniu przez emitenta lub wprowadzającego papierów wartościowych wprowadzanych do publicznego obrotu w obrocie pierwotnym albo w ramach pierwszej oferty publicznej,
- subemisja inwestycyjna i subemisja usługowa znajdowały się poza katalogiem działalności maklerskiej w art. 76 i 77 PPOPW, chociaż subemisja inwestycyjna mogła być wykonywana tylko przez bank, dom maklerski lub zagraniczną instytucję finansową z siedzibą w kraju OECD (art. 77 ust. 5 PPOPW), a doktryna uznawała subemisję usługową za rodzaj oferowania papierów wartościowych[447].

Od 1 maja 2004 r. do katalogu działalności maklerskich w art. 30 ust. 2 Ustawy o obrocie wprowadzone zostały PPZ oraz subemisja inwestycyjna i subemisja usługowa. Wprowadzono usługę wykonywania zleceń i odseparowano ją od umowy o świadczenie usług brokerskich (art. 34 PPOPW). Wykreślono z katalogu świadczenie usług brokerskich. Oferowanie papierów wartościowych zastąpiono oferowaniem instrumentów finansowych. Od tej chwili prawo UE zaczęło wywierać bezpośredni wpływ na prawo polskie w zakresie takich skutków, jak np. odpowiedzialność za niewdrożenie dyrektywy, obowiązek wykładni przepisów w zgodzie z dyrektywą, czy zasada pośredniego i bezpośredniego skutku prawa UE[448]. ISD była dyrektywą

[445] Art. 24-30 MIFID II,
[446] Np. Art. 50 ust. 1 Rozporządzenia 565/2017,
[447] M. Wierzbowski [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, 2002, s. 161,
[448] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 329-355, A. Żurawik, Wykładnia..., Rozdział IX,

minimalnej harmonizacji i nie zawierała powiązań pomiędzy poszczególnymi usługami inwestycyjnymi, a obowiązkami firmy inwestycyjnej[449].

3.3. Ustawa o obrocie

Szczegółowe zmiany przepisów Ustawy o obrocie regulujących zakres usług maklerskich zostały opisane w innych rozdziałach niniejszej pracy. Ich powtarzanie byłoby nadmiarowe. Ograniczę się do kilku uwag ogólnych.

Ustawa o obrocie weszła w życie 24 października 2005 r. i obowiązuje do chwili obecnej. Od początku obowiązywania zawierała ona implementację dyrektyw UE dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych. W początkowym okresie wdrażaną dyrektywą było ISD. Ustawa o obrocie przeszła dwie rewolucyjne zmiany związane kolejno z wdrożeniem MIFID, a następnie MIFID II. Pierwsza zmiana została wprowadzona 21 października 2009 Ustawą wdrażającą MIFID, a druga 21 kwietnia 2018 Ustawą wdrażającą MIFID II. W drugim przypadku podmioty prowadzące działalność miały czas na jej dostosowanie do nowych przepisów do 21 października 2018 r. zgodnie z art. 18 ust. 2 Ustawy wdrażającej MIFID II. Polski ustawodawca w obu przypadkach dokonał wdrożenia z opóźnieniem. Termin implementacji MIFID upływał 1 listopada 2007[450], a termin implementacji MIFID II 3 stycznia 2018 roku[451].

Opóźnienie we wdrożeniu dyrektywy generuje trudności w interpretacji przepisów wynikające w szczególności z zasady bezpośredniego skutku w stosunkach wertykalnych i obowiązku wykładni prounijnej[452]. Jedynie dla zasygnalizowania tych problemów wskażę, że jednym ze skutków opóźnionego wejścia w życie MIFID było kontrowersyjne orzecznictwo Sądu Najwyższego dotyczące wykładni prawa krajowego zgodnie z prawem unijnym w sprawach tzw. toksycznych opcji[453]. W przypadku MIFID II

[449] Vide rozdział II, pkt 2.1.,

[450] art. 70 MIFID, M. Tyniewicki, Problematyka implementacji dyrektywy MiFID w aspekcie jej skutku bezpośredniego oraz odpowiedzialności odszkodowawczej państw członkowskich [w:] E. Rutkowska-Tomaszewska (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014, s. 113-115, M. Fedorowicz, Implementacja regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego – wybrane zagadnienia teoretyczne i praktyczne [w:] E. Rutkowska-Tomaszewska (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014, s. 15-17,

[451] art. 93 ust. 1 MIFID II,

[452] M. Tyniewicki, Problematyka..., s. 115-119,

[453] Vide rozdział III pkt 1.2., P. Frątczak, Rola prawa bankowego prywatnego w regulacji działalności bankowej – analiza na podstawie wybranych konstrukcji umownych, Warszawa 2020, s. 283-307,

problem jest bardziej skomplikowany, ponieważ na tą regulację składała się nie tylko dyrektywa, ale także rozporządzenie UE, a dyrektywa była uzupełniana przez liczne i obszerne rozporządzenia delegowane, które cechują się bezpośrednią skutecznością i nie wymagają implementacji[454]. Opóźnione wdrożenie dyrektywy wpływa negatywnie na pewność prawa oraz jednolitość praktyki.

Polski ustawodawca dokonuje zmian przepisów dotyczących zakresu usług maklerskich niezależnie od ustawodawcy unijnego i rzadko przedstawia głębsze uzasadnienie tych zmian. Odnosi się to m.in. do zmian z 2018 i 2019 r. dotyczących usług: PPZ, oferowania instrumentów finansowych i gwarantowania emisji[455]. Zmiany takie wymagają analizy i ewentualnej ewaluacji, czy mają one wyłącznie charakter formalny, precyzujący, redakcyjny, czy też są realnymi zmianami zakresu usługi. W tym ostatnim przypadku pojawia się pytanie, czy podejście sprzed zmiany oraz po zmianie jest zgodne z prawem UE. Nie spotkałem się z uzasadnieniem zmian dotyczących zakresu usług maklerskich, które wskazywałyby, ze polski ustawodawca w sposób przemyślany odstąpił stosowania MIFID II albo od jej wykładni proponowanej w *soft law* UE. Sporządzenie przekonującego uzasadnienia w tym zakresie jest trudne z uwagi na maksymalną harmonizację przepisów MIFID II[456]. Polski ustawodawca wprowadza w Ustawie o obrocie rozwiązania niepochodzące z prawa UE także w otoczeniu usług maklerskich. Takimi rozwiązaniami są specyficzne ramy regulacyjne świadczenia usług maklerskich przez banki (np. wydzielenie organizacyjne biur maklerskich, czy regulacja art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie[457]) i funkcja agenta emisji z art. 7a Ustawy o obrocie. Tą ostatnią regulację oraz zmianę definicji usługi oferowania z 2018 r. łączy wspólny mianownik, którym jest reakcja na nieprawidłowości występujące na rynku kapitałowym[458]. Są to polskie przykłady zmiany prawa rynku kapitałowego na skutek

[454] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie stosowania w Polsce Dyrektywy MiFID II od 3 stycznia 2018 r., 27.12.2017, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_stosowania_MiFID_II_60535.pdf, dostęp 28.06.2023,

[455] Vide uwagi w rozdziałach IV – VII np. rozdział VI pkt 2.4., rozdział VII pkt 2.1.,

[456] T. Möllers, Juristische…, s. 61 i 76,

[457] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 832-833,

[458] M. Grześków, Status…, s. 42-50, T. Sójka, A. Rycerski, Agent…, s. 10, UKNF, *Komunikat Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie nowych przepisów dotyczących oferowania instrumentów finansowych*, Warszawa 2018, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_oferowania_instrumentow_finansowych_61575.pdf dostęp 29.06.2023 r.,

kryzysu. Takie działania powinny każdorazowo zawierać szerokie uzasadnienie co do zgodności z prawem UE, a jeżeli brak jest takiego uzasadnienia, to powinna być przedmiotem szczegółowego badania ze strony organów uczestniczących w procesie ustawodawczym[459]. Jest to uzasadnione faktem działania przez ustawodawcę w obszarze poddanym silnemu wpływowi prawa UE oraz maksymalnej harmonizacji przepisów[460].

3.4. Wzorce działania i uwarunkowania polskiego ustawodawcy jako determinanty zmiany prawa rynku kapitałowego

Podsumowując część trzecią niniejszego rozdziału koncentruję się na determinantach rozwoju przepisów regulujących granice usług maklerskich, które można wyszczególnić w polskim prawie rynku kapitałowego.

3.4.1. Krótka tradycja samodzielnego, nowoczesnego, polskiego prawa rynku kapitałowego

Polskie prawo rynku kapitałowego przez zaledwie 13 lat rozwijało się samodzielnie w nowoczesnej rzeczywistości rynku kapitałowego. Ustawodawca tworzył pierwsze zręby prawa rynku kapitałowego. Był to krótki czas na formowanie się samodzielnego polskiego prawa rynku kapitałowego. Dobrą drogą rozwoju prawa jest przejęcie regulacji rozwiniętych jurysdykcji. W związku z przebiegającym równolegle procesem akcesji do UE przyjęliśmy prawo rynku kapitałowego UE. Pojęcia wykształcone przed 2004 r. przez polskiego ustawodawcę były dostosowane do potrzeb tamtego okresu. Ograniczenia wynikające z definicji publicznego obrotu papierami wartościowymi i zawężenie horyzontu ustawodawcy co do zasady do obrotu krajowego sprawiały, że różnorodność stanów faktycznych związanych z pośrednictwem w obrocie na rynku kapitałowym nie była tak duża, jak obecnie. Pozwalało to na tolerowanie braku precyzji

[459] P. Kuczma, Procedura badania zgodności projektu ustawy z prawem UE [w:] M. Jabłoński, S. Jarosz-Żukowska, Zasada pierwszeństwa prawa Unii Europejskiej w praktyce działania organów władzy publicznej RP, Wrocław 2015, s. 133-147,
[460] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 798-799,

w definicjach usług maklerskich. Wspomniane ograniczenia i brak precyzji utrudniają odwołanie się do dotychczasowego dorobku prawa krajowego w przypadku braku precyzji lub innych trudności wynikających z prawa UE. Z tego powodu przepisy tego okresu dotyczące zakresu usług maklerskich mogą podlegać użytecznemu zapomnieniu[461].

3.4.2. Działanie w obszarze prawa podlegającym silnej i postępującej europeizacji

Zadanie polskiego ustawodawcy prawa rynku kapitałowego jest trudne. Działa on w przestrzeni, która znajduje się pod silnym wpływem prawa UE. Z jednej strony jest on zobowiązany do zapewnienia zgodności krajowych przepisów z obszernymi przepisami UE[462]. Z drugiej strony stara się on w tej przestrzeni, z różnych względów, wykazywać samodzielną inicjatywę. To ostatnie zadanie jest szczególnie trudne z uwagi na postępującą europeizację prawa rynku kapitałowego[463] oraz zasady obowiązywania prawa UE, w tym pierwszeństwo stosowania, bezpośredni skutek dyrektyw w stosunkach wertykalnych, zasadę efektywności[464] oraz obowiązek prounijnej wykładni przepisów[465]. Prawo UE jest uzupełniane i wyjaśniane przez obszerny *soft law* UE. Wytyczne i zalecenia ESMA korzystają z zasady „zastosuj albo wytłumacz" (*comply or explain*)[466]. Pozostały *soft law* należy odczytywać w kontekście wyroku w sprawie Grimaldi[467]. Pomimo istnienia mechanizmów, które mają zapewniać zgodność prawa polskiego z prawem UE[468] konieczna jest analiza dyrektyw UE oraz, w miarę potrzeby, wykładnia prounijna przepisów prawa krajowego.

[461] P. Szreniawski, Zapominanie a administracja [w:] P. Szreniawski, Grzeczne notatki o państwie i administracji, Lublin 2015, s. 99-106,
[462] T. Möllers, Für..., s. 24,
[463] S. Grundmann, Europäisierung..., s. 6-12,
[464] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50,
[465] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., s. 1043-1048,
[466] art. 16 ust. 3 Rozporządzenia 1095/2010,
[467] P. Staszczyk [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., Rozdział XXIII, Nb. 36-42,
[468] P. Kuczma, Procedura..., s. 133-147,

3.4.3. Opóźnienia we wdrożeniu prawa Unii Europejskiej

Polski ustawodawca z reguły spóźnia się z wdrożeniem aktów prawa rynku kapitałowego UE. Opóźnienia dotyczyły wdrożenia MIFID i MIFID II. Nie jest to wyjątkiem na tle innych aktów rynku kapitałowego ostatnich lat. Opóźnienia dotknęły m.in. implementacji AIFMD[469] oraz wdrożenia Rozporządzenia Prospektowego[470]. Taka praktyka generuje trudności dla podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym. Po pierwsze w okresie pomiędzy zakładaną implementacją aktu prawnego, a wejściem w życie przepisów implementujących dyrektywę powstaje skomplikowany stan prawny. Ma on korzenie w prawie UE, które wypracowało takie zasady, jak: pierwszeństwo prawa UE, bezpośrednia skuteczność dyrektyw w relacjach wertykalnych i pośrednia skuteczność dyrektyw przejawiająca się obowiązkiem wykładni obowiązującego prawa w taki sposób, by osiągnięte zostały cele niewdrożonej dyrektywy. Ta ostatnia zasada ma pewne granice, którymi są tzw. ogólne zasady prawa m.in. zakaz działania prawa wstecz, czy zakaz wykładni prawa wbrew jego literalnej treści[471]. Określenie jednoznacznej treści przepisów przy obowiązku

[469] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie skutków nieimplementowania do dnia 22 lipca 2013 r. do polskiego porządku prawnego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 1.07.2011, str. 1 z późn. zm.), 21.08.2013, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_UKNF_w_srawie_nieimplementowania_Dyrektywy_ZAFI_w%20terminie_35385.pdf, dostęp 29.06.2023, UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie skutków wejścia w życie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (Dz. Urz. UE L z 19 maja 2015 r. Nr 123, str. 98) w sytuacji braku implementacji do polskiego porządku prawnego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 1.07.2011, str. 1 z późn. zm.), 26.01.2016, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ELTIF_i_ZAFI_44408.pdf, dostęp 29.06.2023,

[470] UKNF, Stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE, 11.07.2019, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_rozporzadzenia_prospektowego_66497.pdf dostęp 29.06.2023,

[471] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie stosowania…, M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 1043-1048,

stosowania wykładni prounijnej jest skomplikowane[472]. Trudności wynikają też z konstrukcji przepisów UE jako pakietu na który składają się dyrektywa, rozporządzenie, akty delegowane i wykonawcze. Brak implementacji dyrektywy nie uchyla obowiązku stosowania zazębiających się z nią aktów prawnych, które mają status rozporządzenia. Po drugie akty prawa UE obowiązują w Polsce krócej, przez co uczestnicy rynku mają krótszą praktykę ich stosowania. Mając na względzie zmienność prawa UE[473] zanika pewność prawa rozumiana jako pewna powtarzalność decyzji stosowania prawa, *możliwość przewidywania działań organów państwa i związanych z nimi zachowań obywateli*[474]. Można sformułować przypuszczenie, że MIFID II wszedł w życie zanim ukształtowane zostało w Polsce ugruntowane orzecznictwo do MIFIDu.

Przeciwną postawę prezentuje ustawodawca niemiecki, który wdraża prawo rynku kapitałowego UE przed terminem wyznaczonym przez ustawodawcę unijnego[475]. Z jednej strony można podziwiać aktywność niemieckiego ustawodawcy, inicjatywę i przygotowanie do kolejnych wdrożeń. Z drugiej strony pojawiają się głosy w niemieckiej doktrynie, że ta aktywność jest rozwiązaniem kosztownym i ekonomicznie mało efektywnym. Prowadzi ono do podwyższenia kosztów transakcyjnych uczestników rynku. Są oni zmuszeni w krótkich odstępach czasu dostosowywać działalność do nowych przepisów. Ledwo pojawią się nowe przepisy, a już są modyfikowane. Mówi się wręcz, że branża finansowa stała się królikiem doświadczalnym[476].

4. Wnioski do rozdziału II

1. **Występuje ciągłość regulacji UE dotyczącej zakresu usług inwestycyjnych. Prawo rynku kapitałowego, w tym zakres usług maklerskich, są podatne na zmiany**. Katalog usług inwestycyjnych zawartych w ISD, MIFID i MIFID II ulegał dotychczas rozszerzeniu. Obowiązki regulacyjne powiązane z usługami

[472] T. Möllers, Für..., s. 27-28,
[473] T. Möllers, European Legislative Practice 2.0: Dynamic Harmonisation of Capital Markets Law — MiFID II and PRIIP, 31 Banking & Finance Law Review, 2015, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2732522, dostęp 22.5.2024, s. 146,
[474] M. Wojciechowski, Pewność..., Rozdział 5.4.,
[475] S. Grundmann, Europäisierung..., s. 9,
[476] T. Möllers, Für..., s. 25,

inwestycyjnymi rzadko były ograniczane. Część obecnych obowiązków jest rozwinięciem katalogu obowiązków z art. 10 i 11 ISD. Cele MIFID i MIFID II powtarzają się. Są to: stworzenie jednolitego rynku usług finansowych, ochrona inwestorów, efektywność i integralność rynków. W przypadku przyszłych zmian regulacyjnych można spodziewać się zachowania podobnego jądra regulacji. Występują liczne determinanty rozwoju prawa rynku kapitałowego. Silną determinantą są kryzysy, przesilenia rynkowe[477]. Innymi determinantami są m.in. rozwój prawa rynku kapitałowego w innych rozwiniętych jurysdykcjach[478] oraz rozwój rynków i technologii[479].

2. **Postępuje europeizacja prawa rynku kapitałowego, chociaż napotyka na ograniczenia i krytykę**. Występuje tendencja do wzmacniania roli prawa UE w regulacji rynku kapitałowego. Ustawodawca unijny w co raz większym stopniu korzysta z rozporządzeń zamiast z dyrektyw. Nowe dyrektywy nie pozostawiają krajowemu ustawodawcy wiele miejsca na dowolność przy wdrożeniu[480]. Wzrasta rola ESMA kosztem krajowych organów nadzoru. *Soft law* wydawany przez ESMA ogranicza możliwości rozbieżnej wykładni prawa UE[481]. Ten kierunek ewolucji odbiera co raz więcej kompetencji organom państw członkowskich i przenosi je na poziom UE. W doktrynie prognozuje się, że kolejna unijna regulacja usług inwestycyjnych może składać się wyłącznie aktów prawnych o randze rozporządzenia[482]. Postępująca europeizacja jest widoczna w regulacji zakresu usług inwestycyjnych. MIFID (dyrektywa) został zastąpiony przez pakiet regulacyjny MIFID II składający się z dyrektywy MIFID II, rozporządzenia MIFIR i licznych aktów delegowanych i wykonawczych (często w formie rozporządzenia). Rozszerzony został katalog usług i działalności inwestycyjnych, zwiększył się zakres obowiązków firm inwestycyjnych. Stale powiększa się *soft law* wydawany przez organy UE, zwłaszcza ESMA, dotyczący

[477] K. Zacharzewski, Prawo..., s. 43-48, A. B. Laby, Reforming..., s. 401, 439-440, H. Fleischer, Y. Chatard, Wertpapierhandelsrechts-Geschichten [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston, s. 101-102 i 127-128,
[478] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 86-87,
[479] E. Avgouleas, H. Marjosola [w:] E. Avgouleas, H. Marjosola (red.) Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2022, V-VI,
[480] S. Grundmann, Europäisierung..., s. 6-12,
[481] R. Veil, Rechtsquellen..., s. 95-98,
[482] *Ibidem*, s. 98,

zakresu usług inwestycyjnych[483]. Krajowe prawo rynku kapitałowego składa się w dużej części z prawa rynku kapitałowego będącego pod wpływem UE. Około 80% niemieckiego prawa rynku kapitałowego pochodzi z prawa UE[484]. Dostrzegane są ograniczone postępy europeizacji judykatury. Wyroki TSUE w szerokiej materii rynku kapitałowego stanowią pojedyncze wyspy. Sądy krajowe rzadko interesują się orzecznictwem lub literaturą z innych europejskich jurysdykcji. Międzynarodowa współpraca naukowa w zakresie unijnego prawa rynku kapitałowego jest raczej wyjątkiem niż regułą[485]. Sądownictwo krajowe przejawia niższe skłonności do stosowania unijnego *soft law* niż właściwe organy państw członkowskich[486]. Istnieją nadal trudności legislacyjne, których rozwiązanie doktryna postuluje jeszcze od czasów MIFIDu np. brak jednolitego reżimu odpowiedzialności cywilnej za naruszenia norm zawartych w prawie rynku kapitałowego UE oraz występują różnice interpretacyjne w państwach członkowskich dotyczące nieostrych sformułowań zawartych w dyrektywach[487]. Ten ostatni problem występuje także w zakresie granic usług inwestycyjnych do chwili obecnej. Postępująca europeizacja prawa rynku kapitałowego napotyka na krytykę. Dotyczy ona m.in. przenoszenia kompetencji na poziom UE[488], wielostopniowego systemu aktów prawnych, który jest rezultatem procedury Lamfalussy II[489]. Jest to system skomplikowany, cechujący się olbrzymią ilością aktów prawnych. Przepisy są rozsiane po wielu aktach prawnych różnego rzędu[490]. Regulowane są detale przy jednoczesnym pomijaniu centralnych pojęć i koncepcji[491]. Prawo jest kosztowne w stosowaniu i zapewnieniu pełnej zgodności uczestników rynku z jego postanowieniami[492]. Nieliczni krytycy postulują odwrócenie trendu

[483] N. Moloney, The Age..., s. 155-157,
[484] P. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht..., s. 9,
[485] S. Grundmann, Europäisierung..., s. 13-18,
[486] M. Avbelj (red.), J. Alberti, C. Cauffman, M. Hartlapp, E. Korkea-aho, P. Leino-Sandberg, E. Oliva, S. Post, A. Schwerdtfeger, EU..., s. 17-20
[487] L. Enriques, M. Gatti, Is..., s. 75-80,
[488] M. Fedorowicz, Reforma..., s. 46-47,
[489] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 55-64,
[490] T. Möllers, Für..., s. 24-25 i 27-28,
[491] R. Veil, Rechtsquellen..., s. 95-99
[492] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 63-64,

europeizacji oraz dokonanie znacznych zmian w systemie prawa UE[493]. Rozwój tej krytyki jest trudny do przewidzenia. Zależy m.in. od uciążliwości aktualnie przyjętego modelu stanowienia i stosowania prawa.

3. **Aktywność polskiego ustawodawcy w prawie rynku kapitałowego**. Zadanie polskiego ustawodawcy prawa rynku kapitałowego jest trudne. Działa on w przestrzeni, która znajduje się pod silnym wpływem prawa UE. Z jednej strony jest on zobowiązany do zapewnienia zgodności krajowych przepisów z obszernymi przepisami UE[494]. Z drugiej strony stara się on w tej przestrzeni wykazywać samodzielną inicjatywę pomimo postępującej europeizacji prawa rynku kapitałowego[495] oraz konieczności zapewnienia zgodności z prawem UE. Kryzysy finansowe wymuszają na politykach szybkie działanie przy ograniczonych danych. Legislacja kryzysowa cechuje się ponadprzeciętną restrykcyjnością i trwałością[496]. Polski ustawodawca wprowadza rozwiązania niepochodzące z prawa UE w otoczeniu usług maklerskich np. specyficzne ramy regulacyjne świadczenia usług maklerskich przez banki (wydzielenie organizacyjne biur maklerskich, art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie[497]) i funkcja agenta emisji (art. 7a Ustawy o obrocie). Ta ostatnia regulacja była reakcją na nieprawidłowości występujące na rynku kapitałowym[498]. Takie działania powinny każdorazowo zawierać szerokie uzasadnienie co do zgodności z prawem UE. Jeżeli brak jest takiego uzasadnienia, to zmiana powinna być przedmiotem szczegółowego badania ze strony organów uczestniczących w procesie ustawodawczym[499]. Jest to uzasadnione faktem działania przez ustawodawcę w obszarze poddanym silnemu wpływowi prawa UE oraz maksymalnej harmonizacji przepisów[500]. Prawo unijne zawiera szereg zasad, które mają zapewnić jego stosowanie, w tym pierwszeństwo stosowania, bezpośredni skutek dyrektyw w stosunkach wertykalnych, zasadę

[493] T. Möllers, Für..., s. 30-39,
[494] T. Möllers, Für..., s. 24,
[495] S. Grundmann, Europäisierung..., s. 6-12,
[496] R. Romano, Regulating..., s. 1-6, 14-16 i 31, R. Romano, Are..., s. 3-11 i 44-46,
[497] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5c..., s. 832-833,
[498] M. Grześków, Status..., s. 42-50, T. Sójka, A. Rycerski, Agent..., s. 10,
[499] P. Kuczma, Procedura..., s. 133-147,
[500] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5c..., s. 798-799,

efektywności[501] obowiązek prounijnej wykładni przepisów[502]. Ze względu na nie konieczna jest analiza dyrektyw UE oraz, w miarę potrzeby, wykładnia prounijna przepisów prawa krajowego.

[501] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50,
[502] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., s. 1043-1048,

III. ŹRÓDŁA PRZESŁANEK INTERPRETACYJNYCH DOTYCZĄCYCH ZAKRESU USŁUG MAKLERSKICH

W tym rozdziale zostaną przedstawione główne źródła przesłanek interpretacyjnych wykorzystanych pracy. Celowo piszę o źródłach przesłanek interpretacyjnych, a nie o źródłach prawa, źródłach powstawania prawa[503], czy katalogu źródeł prawa z art. 87 Konstytucji. Źródła przesłanek interpretacyjnych nie obejmują jedynie tekstu prawa, ale odnoszą się także do innych przesłanek, które mogą stanowić podstawę orzeczenia (decyzji interpretacyjnej), a które nie zawsze są ujawniane[504]. Z tego powodu przedmiotem zainteresowania niniejszego rozdziału są m.in. *soft law*, orzecznictwo, decyzje administracyjne, stanowiska organów i urzędów. Pomijam opis doktryny i literatury prawniczej jako źródeł przesłanek interpretacyjnych. Do tej kwestii odniosłem się we wstępie.

Skupiam się na przypadkach kolizji pomiędzy różnymi rodzajami przepisów regulujących zakres usług maklerskich. Kolizje rozumiem jako sprzeczność lub brak spójności treściowej w ramach systemu prawa. Występują w przypadkach, gdy normy prawne są niezgodne i pozostają względem siebie w takim stosunku, że spełnienie jednej uniemożliwia zrealizowanie drugiej lub też skutek spełnienia jednej z norm niweluje konsekwencje zachowania zgodnego z drugą[505]. Rozstrzygnięcie niektórych kolizji jest możliwe przy zastosowaniu odpowiednich reguł kolizyjnych[506]. Istotne jest zebranie licznych źródeł przesłanek interpretacyjnych oraz wskazanie metod rozstrzygania kolizji pomiędzy nimi. Staram się stosować w pracy pełny kanon wykładni, który jest fundamentem strategii holizmu interpretacyjnego. *Przepis prawa, stanowiący przedmiot sporu lub przewidywaną podstawę rozstrzygnięcia, powinien być interpretowany w świetle maksymalnej liczby przesłanek interpretacyjnych. Oznacza to, że konieczne jest najpierw wyróżnienie możliwych alternatywnych znaczeń opartych na języku przepisu, a następnie wybór tego znaczenia, które da się jednocześnie pogodzić z intencją prawodawcy, celem regulacji, zasadami ogólnymi prawa, w tym zasadami*

[503] G. Maroń, Wstęp..., s. 45-46,
[504] M. Matczak, Summa..., s. 77-78,
[505] A. Szot [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa..., s. 185,
[506] M. Matczak, *Summa...*, s. 26-27, G. Maroń, Wstęp..., s. 126-130, T. Möllers, Juristische..., s. 58-77,

konstytucyjnymi i zasadami prawa wspólnotowego, oraz wcześniejszymi rozstrzygnięciami sądowymi, a także wypowiedziami literatury. Ostatecznie, uzasadnienie rozstrzygnięcia powinno wykazywać zgodność przyjętej interpretacji przepisu stanowiącego przedmiot sporu co najmniej z jedną z każdej grupy przesłanek interpretacyjnych (standardów), wyróżnionych w prologu, to jest z jedną przesłanką o charakterze wewnętrznym (np. tekst przepisu, wykładnia systemowa lub wcześniejszy wyrok sądu), jedną przesłanką o charakterze zewnętrznym (np. intencją ustawodawcy lub celem regulacji) oraz – koniecznie – przesłanką konstytucyjną i, jeśli ma zastosowanie, przesłanką zaczerpniętą z prawa wspólnotowego.[507]

Konieczność uwzględniania zasad, norm i wartości wypływających z Konstytucji oraz interpretowania aktów prawnych w zgodzie z prawem UE jest także postulatem doktryny i orzecznictwa[508].

Rozdział ten jest podzielony na pięć części, z których pierwsze cztery odpowiadają grupom przesłanek interpretacyjnych wyodrębnionym przez M. Matczaka uszeregowanym od najbardziej ogólnych do szczegółowych:

1) przesłanki unijne – grupa przesłanek wewnętrznych i zewnętrznych wynikających z członkostwa Polski w Unii Europejskiej;
2) przesłanki konstytucyjne – grupa przesłanek wewnętrznych i zewnętrznych wyróżniona ze względu na umieszczenie ich w akcie prawnym o szczególnym charakterze, jakim jest konstytucja;
3) przesłanki zewnętrzne – grupa przesłanek o charakterze substancjalnym np. zgodność z intencją ustawodawcy, zgodność z rolą społeczną jaką ma spełniać dana regulacja;
4) przesłanki wewnętrzne – grupa przesłanek o charakterze formalnym, do których zalicza się w szczególności pierwszeństwo stosowania wykładni literalnej prawa, czy spójność systemową prawa[509];
5) a piąta zawiera najważniejsze wnioski.

[507] *Ibidem*, s. 217-218,
[508] K. Kiczka, Z zagadnień..., s. 452-454,
[509] M. Matczak, *Summa...*, s. 37-39,

Nie jest moim celem wyliczenia w tym rozdziale wszystkich źródeł przesłanek interpretacyjnych, które są przydatne przy określaniu granic usług maklerskich. Jeżeli poszczególne źródła są przydatne, to to cytuję je w innych rozdziałach.

Poziom trudności w stosowaniu poszczególnych źródeł przesłanek interpretacyjnych jest różny. Łatwiejsze dla prawników jest sięganie po przesłanki wewnętrzne niż inne rodzaje przesłanek[510]. Nadmierne przywiązanie do literalnego brzmienia treści przepisów i kazuistycznych, szczegółowych reguł nazywane jest nadmiernym formalizmem[511], a nawet niewyrafinowanym formalizmem[512].

Przy okazji opisu źródeł przesłanek unijnych wspominam o źródłach prawa krajowego z Wielkiej Brytanii i Niemiec, z których korzystam w kolejnych rozdziałach. Nie mają one mocy wiążącej w Polsce, ale pozwalają na dokonywanie wykładani komparatystycznej prawa polskiego poprzez porównywanie przepisów wdrażających prawo UE w różnych państwach członkowskich[513].

1. Źródła przesłanek pochodzących z prawa unijnego

Z przesłanek pochodzących z prawa Unii Europejskiej należy korzystać, jeżeli tylko mają one zastosowanie[514]. Wymaga to od prawnika stosującego przepisy prawa zakorzenione w prawie UE jednoczesnej znajomości przepisów prawa polskiego implementujących dyrektywę i przepisów samej dyrektywy, płynnego poruszania się w polskim i unijnym porządku prawnym oraz krytycznej analizy krajowej implementacji przepisów. Obowiązek korzystania z prawa Unii Europejskiej jest zakorzeniony w zasadach obowiązywania i stosowania tych przepisów. Tymi zasadami są: zasada bezpośredniego obowiązywania, zasada bezpośredniego stosowania, zasada bezpośredniego skutku, zasada pierwszeństwa i zasada efektywności prawa UE (*effet utile*), wymóg wykładni prawa krajowego zgodnej z prawem UE, odpowiedzialność

[510] *Ibidem*, s. 122-126,
[511] *Ibidem*, s. 63,
[512] E. Łętowska, *Sądów, które interpretują prawo zawężająco, rozgrzeszać nie wolno*, dziennik.pl, 06.11.2022, https://wiadomosci.dziennik.pl/opinie/artykuly/858065 2,profesor-ewa-letowska-spylandum-est-opinia.html, dostęp 24.11.2022,
[513] M. Zirk-Sadowski [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa…, s. 52,
[514] M. Matczak, *Summa…*, s. 218,

państwa za naruszenie prawa UE[515]. Prawo UE cechuje się autonomią względem prawa krajowego wyrażającą się m.in. w niezależności jego obowiązywania od obowiązywania przepisów prawa krajowego, czy w braku zależności reguł interpretacyjnych prawa UE od prawa krajowego Powinno ono być w sposób jednolity stosowane i interpretowane we wszystkich państwach członkowskich[516].

Akty prawa unijnego mają charakter hierarchiczny[517]. Prawo pierwotne jest istotniejsze niż prawo wtórne i w przypadku sprzeczności znajdzie ono zastosowanie[518]. Akty wykonawcze i delegowane (nieustawodawcze) powinny się cechować odpowiednim poziomem zgodności z przepisami ustawodawczymi. Akty prawne o charakterze soft law nie powinny być sprzeczne z aktami typu hard law[519]. Akty nieustawodawcze powinny być zgodne z zasadami ich wydania określonymi w akcie ustawodawczym zgodnie z art. 290 ust. 1 TFUE. Przekroczenie tych granic skutkuje nieważnością wydanego aktu nieustawodawczego[520].

Szczególnym rodzajem źródeł przesłanek interpretacyjnych, a nawet źródłem prawa są orzeczenia TSUE[521]. Jedną z przesłanek wznowienia postępowania administracyjnego

---

[515] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50, D. Kornobis-Romanowska, Mechanizm obowiązywania prawa wspólnotowego w prawie wewnętrznym państw członkowskich, B. Mikołajczyk, J. Nowakowska-Małusecka (red.) Prawo międzynarodowe, europejskie i krajowe – granice I wspólne obszary. Księga jubileuszowa dedykowana Profesor Genowefie Grabowskiej, Katowice 2009, s. 288-292, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 329-355, A. Żurawik, Wykładnia..., Rozdział IX,

[516] E. Dynia, Zasada autonomii prawa wspólnotowego [w:] B. Mikołajczyk, J. Nowakowska-Małusecka (red.) Prawo międzynarodowe, europejskie i krajowe – granice I wspólne obszary. Księga jubileuszowa dedykowana Profesor Genowefie Grabowskiej, Katowice 2009, s. 202-204, G. Maroń, Wstęp..., s. 220-221, R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 70, T. Möllers, Die Rolle des Rechts im Rahmen der europäischen Integration [w:] T. Möllers, F.-C. Zeitler, Europa als Rechtsgemeinschaft – Währungsunion und Schuldenkrise, 2013, https://opus.bibliothek.uni-augsburg.de/opus4/frontdoor/index/index/docId/66886, dostęp 20.05.2024, s. 3-4,

[517] A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 264-265,

[518] Ibidem, s. 223,

[519] M. Cesarz [w:] A. Pacześniak, M. Klimowicz, Procesy..., s. 188-196,

[520] Wyroku TSUE (piąta izba) z dnia 17 marca 2016 r. w sprawie C-286/14, Parlament Europejski przeciwko Komisji Europejskiej,

[521] P. Marcisz, Orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej jako źródło prawa powszechnie obowiązującego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej [w:] T. Giaro (red.) Źródła prawa. Teoria i praktyka, Lex 2016, P. Marcisz [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., s. 1128-1154, P. Marcisz, Koncepcja tworzenia prawa przez Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej, LEX 2015, Rozdział III, M. Koszowski, Granice związania orzecznictwem Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej [w:] S.M. Grochalski (red.) Granice państwa jako granice jurysdykcji w Unii Europejskie, Dąbrowa Górnicza 2012, https://depot.ceon.pl/bitstream/handle/123456789/2964/Granice%20zwi%20zania%20orzecznictwemTrybuna%20u%20Sprawiedliwo%20ci%20Unii%20Europejskiej%20-%20dr%20Maciej%20Koszowski.pdf?sequence=1, dostęp 18.04.2024, s. 35-54, European Union, EUR-LEX, Sources Sources of European Union law, https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/summary/sources-of-european-union-law.html, dostęp 18.04.2024,

jest wydanie orzeczenia TSUE, które ma wpływ na treść wydanej decyzji (art. 145aa KPA). Takie rozwiązanie wynika z orzecznictwa TSUE, a możliwość jego zastosowania była podnoszona w doktrynie jeszcze przed wejściem w życie art. 145aa KPA w 2021 roku[522]. Orzeczenia TSUE stanowią niestety pojedyncze wyspy w obszarze prawa rynku kapitałowego UE[523]. Do zakresu usług maklerskich odnosi się przede wszystkim orzeczenie w sprawie Khorassani[524].

Przy wykładni przepisów prawa rynku kapitałowego należy ustalić wpierw, czy wykładany przepis pochodzi z prawa UE, czy też jest przepisem o pochodzeniu krajowym, niezharmonizowanym na poziomie UE[525]. Akty prawa UE cechują się specyficznymi zasadami wykładni. Przy ich interpretacji wykorzystywane są metody interpretacji znane z prawa krajowego (wykładnia literalna, systemowa, celowościowa, funkcjonalna) oraz z prawa międzynarodowego. TSUE korzysta z pełnej palety metod wykładni[526]. Trybunał określa model interpretacji dla konkretnych aktów prawnych, przykładowo dla MIFID II. Jest on właściwy dla danego rozporządzenia, czy dyrektywy i nie musi zostać powtórzony przy wykładni innych aktów prawa wtórnego[527]. TSUE stosuje koncepcje *acte clair* i *acte éclairé* zakorzenione w zasadzie *clara non sunt interpretanda*. Pierwsza zakłada, że tekst zasadniczo nie podlega wykładni, jeżeli jest on jasny w jego naturalnym, potocznym znaczeniu. Druga określa, że wykładni nie podlega tekst, który nie jest jasny, ale wątpliwości dotyczące jego znaczenia zostały rozstrzygnięte w dotychczasowym orzecznictwie TSUE[528].

Przepisy określające granice usług maklerskich budują części norm karnych zabraniających wykonywania działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi bez wymaganego zezwolenia[529]. Przepisy karne wymagają wyższej staranności przy tworzeniu w uwagi na zasadę *nullum crimen sine lege*, a szczególnie

[522] K. Kiczka, Administracja gospodarcza w warunkach Unii Europejskiej, Wrocław 2015, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3661, Przegląd Prawa i Administracji C/1, s. 318,
[523] S. Grundmann, Europäisierung…, s. 13-14,
[524] Wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2017 r., w sprawie C-678/15 Mohammad Zadeh Khorassani przeciwko Kathrin Pflanz,
[525] P. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht…, s. 10,
[526] B. Liżewski [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa…, Rozdział III Nb. 86,
[527] *Ibidem*, Rozdział III Nb. 96-103,
[528] J. Helios, W. Jedlecka, Wykładnia…, s. 65-108,
[529] art. 178 Ustawy o obrocie,

nullum crimen sine lege certa[530]. Nie stoi to co do zasady na przeszkodzie zasadom obowiązywania i stosowania prawa UE, w tym obowiązkowi stosowania wykładni prounijnej (pośrednia skuteczność prawa UE). Do tego problemu szerzej odnosi się aktualna doktryna prawa karnego[531].

1.1. Wielojęzyczność prawa Unii Europejskiej

Analizując akty prawa UE oraz unijny *soft law* korzystam najczęściej z angielskiej wersji językowej. Polskie wersje językowe unijnych dokumentów dotyczących rynku finansowego relatywnie często gubią powiązania, które występują w tekście angielskim, lub zawierają błędy względem angielskiej wersji językowej. Przykładowo w rozdziale II pkt. 2.1., 2.3. i 2.6. przywołuję katalogi usług i działalności inwestycyjnych zawarte w ISD, MIFID i MIFID II. Z tekstu polskiego tych dyrektyw można wysnuć wniosek, że nazwy usług inwestycyjnych z czasem ulegały istotnym zmianom. Poza tym katalogi ulegały granulacji (podział jednej usługi na dwie odrębne) oraz uzupełnieniu o nowe usługi i działalności. Jednocześnie angielskie wersje językowe pokazują, że zmiany nazw usług były kosmetyczne i nie występowały tak często, jak w polskiej wersji językowej. Podział usług w katalogu oraz dodawanie nowych pozycji były widoczne w obu wersjach językowych. Przyjmowane przeze mnie w badaniach podejście nie jest klasycznym podejściem do wielojęzyczności aktów prawa UE. Nie zakładam w pierwszym kroku równości wszystkich wersji językowych przyjmowanej przy wykładni prawa UE. Zamiast tego wysuwam podejrzenia co do jakości tłumaczenia. Jest to założenie robocze, warsztatowe, ułatwiające odbiór aktów prawa UE i *soft law* UE. Nie kwestionuję przy tym zasad wykładni prawa UE związanych z jego wielojęzycznością[532]. Generalna zasada określa, że wszystkie wersje językowe

[530] A. Zoll [w:] W. Wróbel, A. Zoll (red.) Kodeks karny. Część ogólna. Tom I. Cześć I. Komentarz do art. 1-52, wyd. V, LEX 2016, Komentarz do art. 1, Nb. 51,

[531] M. Rams, O sposobach..., s. 61-85, P. Kardas, Rola i znaczenie wykładni prowspólnotowej w procesie dekodowania norm prawa karnego. Uwagi na marginesie uchwały Sądu Najwyższego z 3 marca 2009 r. (I KZ P 30/08), Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych, Rok XIII: 2009, z. 2, s. 7-31, M. Rams, Specyfika wykładni prawa karnego w kontekście brzmienia i celu prawa Unii Europejskiej, LEX 2016, A. Cahn, Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston, s. 41-52,

[532] A. Nowak-Far, Prawo Unii Europejskiej. Języki, struktury, działanie w praktyce, Legalis 2021, Rozdział IV pkt 1, 3.1, 3.2, 3.3, Rozdział VI pkt 1,

traktatów oraz aktów prawnych drugiego stopnia (dyrektyw i rozporządzeń) są w równym stopniu tekstami autentycznymi tych aktów prawnych. Trudności powstają w przypadku rozbieżności znaczeniowych pomiędzy różnymi tekstami autentycznymi. W takim przypadku TSUE nakazuje porównywanie wersji językowych. Należy interpretować pojęcia w kontekście innych aktów prawa Unii Europejskiej oraz mieć na względzie cel założony przez ustawodawcę[533]. W praktyce istnieje zawsze tekst źródłowy, który jest najczęściej tekstem angielskim, oraz tłumaczenia tego tekstu[534]. Nie wszystkie dokumenty są tłumaczone na języki narodowe, dlatego znajomość angielskiego jest kluczowa przy ich analizie[535]. Proces Lamfalussy II wzmacnia preferencję posługiwania się angielską wersją językową. Językiem roboczym, w którym są tworzone akty prawa UE, jest angielski. Dotyczy to aktów pierwszego, drugiego i trzeciego poziomu. Przy tworzeniu tekstu prawnego pierwszego poziomu organy legislacji pochylają się nad angielską wersją projektu. Następnie ESMA przygotowując standardy techniczne i wytyczne bazuje na wersji angielskiej aktów wyższego poziomu. Standardy techniczne i soft law przygotowywane przez ESMA są przedstawiane do zatwierdzenia lub przyjmowane przez ESMA w angielskiej wersji językowej. Ostatecznie każdy z tych aktów prawnych jest tłumaczony na wszystkie języki urzędowe UE. Mając na uwadze liczbę i złożoność powiązań językowych, jakie występują typowo w aktach prawnych, jest bardzo prawdopodobnym, że co najmniej część wskazówek interpretacyjnych wprowadzonych z rozmysłem przez osoby tworzące podstawowy, angielski tekst aktu prawnego zostanie zagubionych w tłumaczeniu. S*oft law* UE ma pozytywny wpływ na jednolitość stosowania prawa UE pomimo jego wielojęzyczności[536]. Trudnością w tłumaczeniu jest m.in. fakt, że językiem rynków finansowych jest język angielski. Polskie odpowiedniki angielskich pojęć nie zawsze są intuicyjne i popularne. Problem jakości tłumaczeń nie jest wyłącznie domeną

[533] R. Mańko, Legal aspects of EU multilingualism, 2017, https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595914/EPRS_BRI(2017)595914_EN.pdf, dostęp 28.02.2023, s. 7-8,

[534] Ł. Biel, I. Pytel, Corrigenda of EU Legislative Acts as an Indicator of Quality Assurance Failures: A Micro-Diachronic Analysis of Errors Rectified in the Polish Corrigenda [w:] Fernando Prieto Ramos (red.) Institutional Translation and Interpreting: Assessing Practices and Managing for Quality, New York, 2021, https://eurolekt.ils.uw.edu.pl/files/2020/12/08_Biel-and-Pytel_rev_pre-final-lb.pdf, dostęp 28.02.2023, s. 1-2,

[535] T. Möllers, European Legislative..., s. 171,

[536] A. Nowak-Far, Prawo..., Rozdział VI pkt 7,

polskich wersji językowych[537]. Jest on zauważany m.in. w doktrynie niemieckiej[538]. Słabość tłumaczeń traktuję jako czynnik, który może prowadzić lokalnie do błędnej wykładni prawa UE.

1.2. MIFID II – zasada minimalnej i maksymalnej harmonizacji oraz *gold-plating*

Przepisy analizowane na potrzeby niniejszej pracy obejmują przede wszystkim tzw. pakiet regulacji MIFID II tzn. MIFID II, MIFIR, akty delegowane i wykonawcze do wymienionej dyrektywy i rozporządzenia oraz soft law powstały na gruncie tych przepisów. Kluczowe postanowienia dotyczące zakresu usług maklerskich znajdują się przede wszystkim w MIFID II. W celu ustalenia zakresu związana ustawodawcy polskiego jej przepisami należy określić stopień harmonizacji przewidziany przez dyrektywę. Wyróżniane są różne poziomy harmonizacji od minimalnej do maksymalnej (pełnej). Minimalna harmonizacja zakłada określenie minimalnego standardu regulacyjnego w danym obszarze dla państw członkowskich. Dopuszczalne jest przyjmowanie środków surowszych w przepisach krajowych. Maksymalna harmonizacja zakłada ustalenie ścisłej regulacji określonej materii w UE. Państwa członkowskie nie są uprawnione do przyjmowania odmiennych regulacji. Działalność legislacyjna krajowych ustawodawców jest możliwa poza zakresem dyrektywy[539]. Minimalna harmonizacja sprzyja konkurencji pomiędzy systemami prawnymi poszczególnych państw członkowskich UE. Pełna harmonizacja zapobiega arbitrażowi regulacyjnemu[540]. Harmonizacja minimalna jest najpopularniejszym z rodzajów

[537] M. Wilk, A critical mistake in translation of MiFID II causes concerns among Polish retail investors, 2018, https://comparic.com/critical-mistake -translation-mifid-ii-causes-concerns-among-polish-retail-investors/, dostęp 14.06.2023, J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów..., s. 1373-1374,
[538] T. Möllers, Für..., s. 25,
[539] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., Rozdział XXI, Nb. 25-34, M. Jabłoński, The danger of so-called regulatory 'gold plating' in transposition of EU law – lessons from Poland, Studia Iuridica LXXI Warszawa 2017, s.74-76, M. Loos, Full harmonisation as a regulatory concept and its consequences for the national legal orders. The example of the Consumer rights directive, Centre for the Study of European Contract Law, Working Paper Series No. 2010/03, https://www.researchgate.net/publication/228245729_Full_Harmonisation_as_a_Regulatory_Concept_and_its_Consequences_for_the_National_Legal_Orders_The_Example_of_the_Consumer_Rights_Directive, dostęp 20.05.2024, s. 3-6, S. Weatherill, The Fundamental Question of Minimum or Maximum Harmonisation, 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3660372, dostęp 20.05.2024, s. 1-9,
[540] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 49, 556,

harmonizacji częściowej. Poza nią wyróżnia się harmonizację opcjonalną (fakultatywną) i harmonizację alternatywną[541].

W doktrynie pojawia się stanowisko, że zarówno MIFID, jak i MIFID II są dyrektywami opartymi co do zasady na koncepcji maksymalnej harmonizacji. Oznacza to, że państwa członkowskie powinny je transponować dokładnie do swoich porządków prawnych tzn. bez dodawania i ujmowania praw i obowiązków[542]. Podobnie kwestię tą rozstrzygnął brytyjski FCA przy implementacji MIFID II do prawa krajowego. FCA zauważa, że generalną zasadą jest maksymalna harmonizacja, jednak niektóre przepisy MIFID II, np. art. 16 i 24, pozwalają literalnie na wdrożenie dodatkowych rozwiązań krajowych[543]. Pełna harmonizacja przez MIFID dotyczy przepisów nadzorczych, publicznoprawnych, ale nie dotyczy przepisów cywilnoprawnych[544]. Poglądy te są spójne z treścią dyrektywy, która nie zawiera wielu przepisów dopuszczających odstępstwa od jej treści, ani nie wskazuje wprost na generalny minimalny zakres harmonizacji. Występują pojedyncze przepisy wskazujące standard minimalnej harmonizacji np. art. 70 ust. 3 MIFID II który określa zakres sankcji administracyjnych. Teza o maksymalnej harmonizacji jest wspierana przez motywy MIFID II, w szczególności motyw 58, który dotyczy minimalizowania dyskrecjonalności państw członkowskich UE w zakresie prawa usług finansowych. Wskazanie przez unijnego ustawodawcę, że celem dyrektywy jest unikanie arbitrażu regulacyjnego jest argumentem za maksymalną harmonizacją[545]. Taki cel jest określony m.in. we wspomnianym motywie 58 MIFID II. Ponadto art. 34 ust. 1 zakazuje państwom członkowskim nakładać dodatkowych wymogów na firmy inwestycyjne korzystające ze swobody świadczenia usług inwestycyjnych[546].

---

[541] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 1004-1011, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje…, s. 279,

[542] M. Hobza, A. Vondráčková, The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II, 2020, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, https://ssrn.com/abstract=3725997 dostęp 17.02.2022, s. 11, M. Tison, The Civil…, s. 11-12, M. Pacak, MIFID II…, s. 266, T. Möllers, Juristische…, s. 61 i 76, D. Busch, Why…, s. 1-2,

[543] FCA, Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Policy Statement II, PS17/14, July 2017, https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-14.pdf, dostep 10.11.2022, s. 9-14,

[544] G. Spindler [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts…, s. 2016-2021, T. Sójka, The…, s. 26-27, F. Annunziata, MiFID II…, s. 52-56,

[545] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European…, s. 51,

[546] T. Möllers, Vollharmonisierung…, s. 256,

Dyrektywa wymaga dla pełnej skuteczności jej implementowania w krajowym porządku prawnym. Implementacja jest zjawiskiem wielowymiarowym, które nie może być sprowadzone wyłącznie do uchwalenia właściwych przepisów prawa krajowego realizujących cel dyrektywy. Ta czynność to transpozycja albo implementacja *sensu stricto.* Implementacją sensu largo jest całość działań podejmowanych przez organy państwa w celu osiągnięcia celu zakładanego przez dyrektywę. Obok transpozycji jest to także stosowanie przepisów prawa krajowego wydanych na podstawie dyrektywy i ich egzekwowanie[547]. Implementacja w procesie stosowania prawa wiąże się z obowiązkiem prounijnej wykładni prawa krajowego, zasadą pośredniego skutku przepisów UE (w tym dyrektyw) oraz zasadą pierwszeństwa stosowania prawa UE przed prawem krajowym. Wykładnia prounijna może polegać zarówno na przyznaniu praw, jak i nałożeniu obowiązków wynikających z prawa UE. Granicami wykładni prounijnej jest zasada pewności prawa i zakaz działania prawa wstecz. Nie jest dozwolona wykładnia prawa krajowego wbrew jego literalnej treści, ani rozszerzanie odpowiedzialności karnej w drodze wykładni prounijnej. Zasada pierwszeństwa prawa UE jest regułą kolizyjną, pozwalającą na ustalenie sposobu interpretacji prawa w przypadku kolizji pomiędzy prawem UE, a prawem krajowym[548]. Zagadnienie implementacji, w tym implementacji w procesie stosowania prawa jest zagadnieniem obszernym i dobrze opracowanym w doktrynie[549]. Doktryna niemiecka przez wiele lat spierała się, gdzie leżą granice zakazu wykładni prawa UE *contra legem*[550]. T. Möllers proponuje by patrzeć na ten zakaz nie z perspektywy niezgodności z pojedynczym przepisem prawa krajowego. Dostrzega on możliwość celowościowej redukcji pojedynczych postanowień z uwagi na generalną wolę organu ustawodawczego by implementować prawo UE wyrażoną w ustawie. Pozwala to na uniknięcie konsekwencji nieimplementowania przepisów prawa UE przez państwo członkowskie. Takie rozwiązanie czerpie demokratyczną legitymację z faktu głosowania nad dyrektywą Radę i Parlament Europejski. Interpretacją *contra legem* zdaniem T. Möllers'a byłaby interpretacja prounijna w przypadku, gdy krajowy organ legislacyjny rozmyślnie nie

[547] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 1017-1019, M. Fedorowicz, Implementacja…, s. 13-15,
[548] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 1043-1048 i 1060-1062,
[549] *Ibidem*, s. 1014-1064,
[550] T. Möllers, The Principle of Directive-Compliant Development of the Law and the Contra Legem Limit, European Review of Contract Law, 2020, vol. 16 (4), s. 469,

implementuje prawa UE, gdy intencja implementacji nie jest wyrażona w krajowym akcie ustawodawczym (brak decyzji krajowej legislatury) lub gdy sankcja karna miałaby być oparta o nieimplementowaną dyrektywę[551].

Wady procesu implementacji są dzielone na: brak implementacji (nieterminową implementację) oraz nieprawidłową implementację[552]. Braki, które opisuję w innych rozdziałach pracy stanowią co do zasady nieprawidłową implementację.

Z wdrażaniem dyrektyw UE do krajowego porządku prawnego jest związany problem tzw. *gold-platingu*. Pojęcie to bywa różnie definiowane. Najczęściej wskazuje się, że jest to wprowadzanie w procesie transpozycji prawa Unii Europejskiej wymogów lub procedur, których prawo to nie wymaga. Czasami określa się tym mianem nadmiar norm, wskazań i procedur nagromadzonych na poziomie krajowym, regionalnym lub lokalnym, które zakłócają osiągnięcie celów wskazanych w prawie unijnym[553]. *Gold-plating* jest zjawiskiem co do zasady niepożądanym, ponieważ m.in. zwiększa obciążenie administracyjne. Nie jest on jednak niezgodny z prawem UE. Zjawisko *gold-platingu* występuje przede wszystkim w przypadku dyrektyw o minimalnym stopniu harmonizacji. W takim przypadku ustawodawca jest uprawniony do wprowadzenia środków o charakterze bardziej restrykcyjnym. W przypadku dyrektyw o maksymalnym stopniu harmonizacji *gold-plating* występuje rzadziej np. w przypadku wdrożenia takiej dyrektywy przed terminem. Takie działanie ustawodawcy jest możliwe wyłącznie poza zakresem normowania dyrektywy o maksymalnym stopniu harmonizacji. Wprowadzenie przez krajowego ustawodawcę przepisów bardziej restrykcyjnych niż wymaga dyrektywa o maksymalnym stopniu harmonizacji stanowi naruszenie dyrektywy[554].

Pomimo deklaracji organów administracji publicznej o potrzebie ograniczenia *gold-platingu*[555] wprowadzane są nowe rozwiązania tego typu, a dotychczas wdrożone są bronione[556]. Odnoszę wrażenie, że prowadzone działania i rozważania pomijają fakt, że

[551] Ibidem, s. 465-488,
[552] A. Trubalski, Prawne aspekty implementacji prawa UE do systemu prawnego RP, Legalis 2016, Rozdział I, § 4 pkt II, M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 1063,
[553] K. Kaczor, Gold-plating – problem nadtranspozycji dyrektyw unijnych do krajowego porządku prawnego, Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis, 2022 vol. 11 (1), s. 78-80, M. Jabłoński, The…, s.76,
[554] K. Kaczor, Gold-plating…, s. 86-93, M. Jabłoński, The…, s.76-78,
[555] Rada Ministrów, Strategia…, s.38,
[556] C. B. Martysz, A. Sienkiewicz, Ocena…, s. 208, Pełnomocnik Ministra Finansów ds. Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, Sprawozdanie z realizacji Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, 2023, podstrona

MIFID II jest dyrektywą o co do zasady maksymalnym stopniu harmonizacji i odstępstwa od jego treści nazywane *gold-platingiem* mogą być co najmniej częściowo naruszeniem dyrektywy[557].

1.3. MIFID II – dopuszczalność występowania różnic w zakresie usług inwestycyjnych w różnych państwach członkowskich

Zakres usług inwestycyjnych wyznaczają nazwy usług zawarte w Załączniku I Sekcji A MIFID II oraz definicje niektórych usług inwestycyjnych zawarte w art. 4 ust. 1 MIFID II np. wykonywanie zleceń na rachunek klientów (art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID II). Z uwagi na powyżej sygnalizowaną zasadę maksymalnej harmonizacji trudno jest dopuścić możliwość różnego wdrożenia przepisów o zakresie usług i działalności inwestycyjnych. Są to przepisy podstawowe określające zakres działalności firm inwestycyjnych, a zatem pośrednio zakres obowiązków nałożonych przez MIFID II związanych z usługami i działalnością inwestycyjną np. obowiązków z zakresu ochrony inwestorów, czy obowiązków sprawozdawczych. Świadczenie usług maklerskich i prowadzenie działalności maklerskiej jest dopuszczalne w innych państwach członkowskich poprzez oddział, jak również bez otwierania oddziału na zasadach określonych w MIFID II. Nie wymaga ono uzyskiwania dodatkowego zezwolenia w innych państwach członkowskich. Trudnym do przyjęcia byłoby stwierdzenie, że firma inwestycyjna jest uprawniona do wykonywania innych czynności w innych jurysdykcjach na podstawie jednego zezwolenia. Usługi i działalności inwestycyjne podlegają wspólnym zasadom udzielania zezwolenia (*authorisation*) oraz nadzoru (*supervision*). Brak maksymalnej harmonizacji granic usług inwestycyjnych prowadziłby do obniżenia poziomu harmonizacji licznych innych przepisów MIFID II.

Zarówno w okresie obowiązywania MIFID, jak i MIFID II wydawane były przez organy UE akty typu *soft law* mające na celu doprecyzowanie definicji części usług i działalności

Ministerstwa Finansów w serwisie rządowym: https://www.gov.pl/web/finanse/rok-20238, dostęp 23.10.2023, s. 27-31, Ministerstwo Finansów, Stanowisko Ministerstwa Finansów w sprawie przykładów gold-platingu zgłoszonych przez uczestników rynku kapitałowego, 2022, https://www.gov.pl/attachment/19f9f13e-4462-4bed-b3fe-6a60c9274266, dostęp 15.11.2023,

[557] M. Jabłoński, The…, s.76-78,

inwestycyjnych[558]. TSUE wydał wyrok, który odrzucił rozszerzającą wykładnię zakresu wybranych usług maklerskich dokonywaną w części jurysdykcji krajowych[559]. Sposób uregulowania zakresu usług maklerskich przez ustawodawcę unijnego pozostawia wiele do życzenia. Posłużenie się samą nazwą usługi dla określenia jej zakresu[560] jest niewystarczające dla wykorzystania przepisu w codziennej praktyce. Rodzi to z jednej strony pokusę, a z drugiej potrzebę uregulowania na poziomie krajowym. Należy pamiętać, że brak takiej definicji nie stanowi luki w prawie. Z. Ziembiński napisał o tym zjawisku w następujących słowach:

Czasami potocznie mówi się o „luce w prawie" już nawet wtedy, gdy jakieś zagadnienie normują przepisy niejasne czy wieloznaczne, których dana osoba nie umie jednoznacznie zinterpretować[561].

Jest to tzw. luka *intra legem* (wewnątrz prawa) polegającą na braku precyzji i lakoniczności regulacji, która nie jest luką prawną w sensie ścisłym[562]. T. Möllers na przykładzie sprawy Schrempp (Daimler) pokazuje, że niedookreślone pojęcia prawa UE powinny być interpretowane zgodnie z zasadą autonomicznej wykładni prawa UE, a w przypadku wypełnienia przesłanek powinny być przedmiotem zapytania do TSUE[563].

Ministerstwo Finansów odnosząc się do art. 72 Ustawy o obrocie i zawartego w nim zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych stwierdza:

Regulacje MiFID nie definiują tego pojęcia, co pozwala krajowemu regulatorowi na jego doprecyzowanie[564].

Ten pogląd jest błędny. Istnieje wzorzec zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych zawarty w prawie UE. Jest on opisany przy pomocy przepisów, które są niejasne. Może on być precyzowany przez orzecznictwo TSUE i *soft law* wydawany przez organy UE. Pomocniczo może być precyzowany także przez przepisy prawa krajowego i stanowiska krajowego organu nadzoru, o ile działania te prowadzone są

[558] Przykładowo: European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 20-22, ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter, 28 stycznia 2022, ESMA70-156-4978, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4978_consultation_paper_on_the_opinion_on_trading_venue_perimeter.pdf dostęp 25.03.2022, s. 9

[559] Wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2017 r., w sprawie C-678/15...,

[560] Załącznik I sekcja A pkt 6 i 7 MIFID II,

[561] Z. Ziembiński, Podstawy sporów o "luki w prawie", Państwo i Prawo, luty 1966, s. 212,

[562] G. Maroń, Wstęp..., s. 123-126,

[563] T. Möllers, Vollharmonisierung..., s. 259-264,

[564] Ministerstwo Finansów, Stanowisko Ministerstwa Finansów w sprawie przykładów..., s. 1,

przy zachowaniu zgodności z prawem UE. Określony przez polskiego ustawodawcę zakres usługi maklerskiej może być kwestionowany przed TSUE. Zakres ten powinien być przedmiotem pytania prejudycjalnego za każdym razem, gdy zależy od niego rozstrzygnięcie w sprawie sądowej, a przepis krajowy jest autorskim „doprecyzowaniem" MIFID II przez polskiego ustawodawcę oraz gdy spełnione są inne przesłanki skierowania takiego pytania[565]. Oprócz pytań prejudycjalnych należy wykorzystywać inne mechanizmy pozwalające na zachowanie zgodności z prawem UE w procesie stosowania prawa m.in. wykładnię prounijną, wyrok w sprawie Grimaldi dotyczący unijnego soft law[566] i zasadę *comply or explain* dotyczącą wytycznych ESMA. Zauważalne są różnice w implementacji zakresu usług w poszczególnych państwach członkowskich[567]. Staram się podkreślać w dalszych rozdziałach tej pracy zauważane różnice pomiędzy polską, a niemiecką lub brytyjską implementacją MIFID II. Część z tych rozbieżności może mieć charakter dopuszczalny, ponieważ:

1) Nie naruszają one zakresu normowania MIFID II[568], który w analizowanym zakresie obejmuje zasadniczo świadczenie usług maklerskich i prowadzenie działalności maklerskiej w zakresie instrumentów finansowych. Przykładem takich działań ustawodawczych było rozszerzenie w jurysdykcji brytyjskiej zastosowania MIFID lub MIFID II na działalność podmiotów, które nie są objęte regulacją tych dyrektyw w celu uniknięcia arbitrażu regulacyjnego np. na zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i spółki zarządzające UCITS[569]. Podmioty, na które rozszerzono obowiązki wynikające z MIFID II w prawie krajowym nie stają się na skutek takiej regulacji firmami inwestycyjnymi w rozumieniu MIFID, czy MIFID II, nie podlegały całości regulacji MIFID II np. uprawnieniom w zakresie paszportowania działalności w innych państwach członkowskich (w okresie, kiedy Wielka Brytania była członkiem UE).

[565] R. Grzeszczak, Pytania prejudycjalne w obszarze praw człowieka. Podręcznik praktyczny dla sędziów, Warszawa 2019, s. 33-34 i 39-40, A. Frąckowiak-Adamska, P. Bańczyk, Formułowanie pytań prejudycjalnych do Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej. Praktyczny przewodnik, LEX 2020, rozdział I pkt 2.4.3. i rozdział II pkt 1.,
[566] P. Staszczyk [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, Rozdział XXIII, Nb. 36-42,
[567] M. Hobza, A. Vondráčková, The New…, s. 12 i 14,
[568] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, Rozdział XXI, Nb. 28,
[569] FCA, Markets…, s. 9-11,

2) Wynikają ze specyfiki rynku albo systemu prawnego[570]. Jednocześnie takie różnice powinny być możliwie niewielkie i powinny zapewniać wdrożenie MIFID II co do celu[571]. Wydaje się, że przykładem takiej różnicy jest podział usługi wykonywania zleceń w Niemczech na Finanzkomissionsgeschäft i Abschlussvermittlung, opisany w dalszej części pracy, mający zakorzenienie w krajowym prawie prywatnym[572].

Innego rodzaju rozbieżności w określaniu zakresu usług maklerskich w różnych państwach członkowskich sugerują, że co najmniej jedna z interpretacji jest wadliwa. Jeżeli zakres definicji usługi maklerskiej ulega rozszerzeniu albo zawężaniu w prawie krajowym albo w praktyce krajowych nadzorców względem pakietu MIFID II, to zasadnym jest wskazanie powodów takiego zabiegu. Ułatwia to analizę działań organów krajowych, w tym badanie ich zgodności z prawem UE.

Jedynym argumentem przeciwko maksymalnej harmonizacji zakresu usług maklerskich jest ograniczona regulacja tego obszaru w MIFID II. Niewiele przepisów odnosi się do tego problemu wprost, brakuje definicji części usług inwestycyjnych. Z uwagi na liczne argumenty za maksymalną harmonizacją precyzja przepisów dyrektywy nie jest w tym wypadku decydująca.

1.4. Unijny soft law

Soft law występujący w obszarze prawa rynku kapitałowego jest bardzo różnorodny. Co wynika z szerokich kompetencji w tym zakresie przyznanych organom UE. Organem uprawnionym do wydawania soft law jest aktualnie przede wszystkim ESMA. Do kategorii prawa miękkiego wydawanego przez ESMA można zaliczyć m.in. wytyczne, Q&A (pytania i odpowiedzi, art. 16b Rozporządzenia 1095/2010), zawiadomienia o niepodejmowaniu działań (no action letters, art. 9a Rozporządzenia 1095/2010), czy akty z art. 29 Rozporządzenia 1095/2010. Wymieniony *soft law* ma różną moc wiążącą, przesłanki wydawania i cele stosowania. Historycznie miękkie prawo dotyczące MIFID

[570] Motyw 7 MIFID II,
[571] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., Rozdział XXI, Nb. 12,
[572] vide rozdział V pkt 3,

wydawane były przede wszystkim przez CESR oraz KE[573]. Soft law na rynku finansowym ma długą tradycję i jest użytecznym narzędziem. Złożoność prawa w tym obszarze przyczynia się do popularności tego narzędzia. Może być ono korzystne dla uczestników rynku, ponieważ precyzuje oczekiwania nadzorcze i zwiększa poziom pewności[574].

Cechami łączącymi prawo miękkie wydawane przez organy UE w obszarze prawa rynku kapitałowego jest dość duża szczegółowość i brak mocy wiążącej charakterystycznej dla *hard law*. Brak mocy wiążącej nie powinien być przy tym interpretowany w opozycji do *hard law*. *Soft law* są wypowiedziami związanymi z prawem, które mogą mieć wpływ na prawo np. mogą wskazywać sposób jego interpretacji[575]. *Soft law* uruchamia stosowanie zasady ochrony zaufania (zasady uzasadnionych oczekiwań) funkcjonującej w orzecznictwie TSUE[576]. Uzasadnionym jest oczekiwanie przez jednostki, że organ, który wydaje soft law nie odstąpi od nich bez naruszenia wspomnianej zasady[577]. Jest to jedna z zasad ogólnych prawa Unii Europejskiej tzn. wzorców postępowania uznanych przez TSUE za stanowiące fundament unijnego systemu prawnego opartego na rządach prawa. Zasady te są właściwe dla całego porządku prawnego UE, a nie tylko dla prawa rynku wewnętrznego, czy prawa rynku kapitałowego[578]. Aby uzasadnione oczekiwania powstały niezbędne jest by soft law był niesprzeczny z prawem UE[579]. Zgodność soft law z prawem UE może być badana przez TSUE na podstawie art. 267 TFUE przy rozpatrywaniu pytań prejudycjalnych[580]. W drodze wyjątku także na podstawie art. 263 TFUE[581].

---

[573] T. Möllers, Sources of Law in European Securities Regulation - Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosière, 2010, European Business Organization Law Review, Vol. 11, 2010, https://ssrn.com/abstract=1725778, dostęp 08.11.2022, s. 382-384, 399-400,

[574] F. Annunziata, The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni, EBI Working Paper Series, 2021, nr 106, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3966980, dostęp 17.11.2023, s. 18,

[575] T. Nieborak, Soft lex, sed lex? On new regulatory instruments for the EU financial market, Przegląd Zachodni 2018: Europe and Its Traditions – a New Outlook, s. 48-51,

[576] D. Miąsik, Zasady i prawa podstawowe. System Prawa Unii Europejskiej tom 2, 2022, Legalis, Rozdział III, Nb. 110,

[577] Szerzej: *Ibidem*, Rozdział III, Nb. 110-145, dokładnie Nb 136

[578] *Ibidem*, Rozdział III, Nb. 1,

[579] *Ibidem*, Rozdział III, Nb. 139,

[580] Wyrok TSUE z dnia 15 lipca 2021 r., C-911/19, Fédération bancaire française (FBF) przeciwko Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), F. Annunziata, The Remains…, s. 33,

[581] H. Marjosola, Shadow…, D. II.,

Soft law tworzony przez ESMA powinien być nie tylko niesprzeczny z prawem UE, ale powinien być doprecyzowaniem prawa wtórnego. Naruszenie tej zasady sprawia, że soft law zmienia się w kryptolegislację. Dobry i szanowany soft law może się zmienić w wiążący akt prawny, jednak wymagane jest do tego dopełnienie procedury legislacyjnej. Przykładowo zasady handlu wysokiej częstotliwości (*HFT – high frequency trading*) opracowane przez ESMA zostały włączone do MIFID II. Potwierdza to maksymę: *soft law of today becomes the hard law of tomorrow* (dzisiejszy soft law staje się hard law jutra)[582]. Do czasów wyroku w sprawie Fédération bancaire française[583] przyjmowano, że *soft law* (szczególnie wytyczne) Europejskich Urzędów Nadzoru powinny mieć umocowanie w konkretnym przepisie prawa UE leżącego w zakresie kompetencji danego organu. Niekoniecznie musiała być to delegacja do wydania soft law. Na skutek wspomnianego wyroku doktryna zauważa, że czasami *soft law* (szczególnie wytyczne) może być wydawany w oparciu o cele jakie realizuje Europejski Urząd Nadzoru, który wydaje *soft law*[584].

Jeżeli nie istnieją szczegółowe przepisy dotyczące mocy wiążącej określonego rodzaju soft law, to należy odwoływać się do wyroku Trybunału Sprawiedliwości w sprawie Grimaldi. Zgodnie z jego treścią zalecenia nie mają mocy wiążącej. Jednocześnie sądy krajowe są zobowiązane brać zalecenia pod uwagę przy rozstrzyganiu sporów[585]. Orzeczenie to, w ocenie doktryny, dotyczy każdego rodzaju soft law. Nie dotyczy ono jedynie sądów, ale także organów administracji[586].

Badania z innych państw UE wskazują, że soft law wydawane przez Europejskie Urzędy Nadzoru jest niemal nieużywanym źródłem przesłanek interpretacyjnych w rozstrzygnięciach sądowych. Jednocześnie soft law jest uznawane przez pracowników administracji państwowej państw UE za ważny, korzystny i stosowany instrument prawny[587]. Świadczy to o potencjale rozwoju stosowania soft law w praktyce orzeczniczej. Soft law jest też jednym z przejawów rozszerzania kompetencji unijnych

[582] *Ibidem*, D. I.,
[583] Wyrok TSUE z dnia 15 lipca 2021 r., C-911/19, Fédération bancaire française (FBF) przeciwko Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR),
[584] F. Annunziata, The Remains..., s. 22-27,
[585] Wyrok TSUE z dnia 13 grudnia 1989 r., C-322/88, Salvatore Grimaldi przeciwko Fonds des maladies professionnelles,
[586] P. Staszczyk [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., Rozdział XXIII, Nb. 36-42,
[587] M. Avbelj (red.), J. Alberti, C. Cauffman, M. Hartlapp, E. Korkea-aho, P. Leino-Sandberg, E. Oliva, S. Post, A. Schwerdtfeger, EU..., s. 19-23

organów nadzorczych kosztem nadzorców krajowych. Jest to przejaw integracji i centralizacji rynku kapitałowego w Unii Europejskiej, który służy m.in. zapewnieniu jednolitości w stosowaniu prawa w UE[588].

1.4.1. Wytyczne i zalecenia ESMA

Wytyczne i zalecenia ESMA są uregulowane w art. 16 Rozporządzenia 1095/2010. Ich regulacja sięga początków wspomnianego rozporządzenia. Są one najistotniejszym rodzajem soft law wydawanego przez ESMA. Ich stosowanie jest wzmocnione przez zasadę „przestrzegaj albo wytłumacz" (*comply or explain*) z art. 16 ust. 3 Rozporządzenia 1095/2010. Jest to jedyny rodzaj *soft law* wydawanego przez ESMA, którego dotyczy zasada *comply or explain*[589]. Właściwe organy poszczególnych państw członkowskich zobowiązane są do każdorazowego zadeklarowania względem ESMA, czy będą stosować dane wytyczne lub zalecenia. W przypadku odmowy stosowania właściwe organy powinny przekazać uzasadnienie takiej decyzji. Odpowiedź do ESMA w przedmiocie stosowania wytycznych lub zaleceń powinna być przesłana w terminie trzech miesięcy od wydania wytycznej lub zalecenia[590]. Wytyczne i rekomendacje wydawane przez poprzednika ESMA, tzn. CESR, nie miały zagwarantowanego wprost statusu *comply or explain*, jednak prezentowane były stanowiska, że mają one wyższy status niż niewiążące *soft law* tzn. powinny być one stosowane przez właściwe organy w przypadku braku powodów do ich niestosowania[591]. Obserwowany jest szybki przyrost ilości wytycznych wydawanych przez ESMA, który wydaje się nie mieć końca. ESMA otrzymuje nowe upoważnienia do wydawania wytycznych w aktach prawnych UE, a ponadto tworzy część wytycznych z własnej inicjatywy[592]. KNF co do zasady deklaruje ESMA, że stosuje lub będzie stosował kolejne wytyczne. KNF zadeklarował dotychczas, że nie stosuje dwóch spośród pięćdziesięciu sześciu wytycznych wydanych przez ESMA[593]. Wspomniane dwa dokumenty nie dotyczą przedmiotu pracy.

[588] M. Fedorowicz, Reforma..., s. 36-38 i 46-47,
[589] H. Marjosola, Shadow..., B. l.,
[590] D. Krimphove, C. Lüke, Kapitalmarketrecht..., s. 15-16,
[591] T. Möllers, Sources..., s. 391-392,
[592] N. Moloney, The Age..., s. 149,
[593] ESMA, Compliance with guidelines, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-110-812_compliance_with_guidelines_overview_table.xlsx, dostęp 15.11.2023,

1.4.2. Soft law inne niż wytyczne i zalecenia ESMA

W 2019 r. doszło do zmiany Rozporządzenia 1095/2010, która wprowadziła bardziej szczegółowe podstawy prawne dla kilku rodzajów *soft law* ESMA, stosowanych przez nią wcześniej. Dodano przepisy regulujące wydawanie Q&A (art. 16b Rozporządzenia 1095/2010) i zawiadomień o niepodejmowaniu działań (art. 9a Rozporządzenia 1095/2010). Ustawodawca unijny dodając te podstawy prawne wskazywał, że ESMA powinna zawsze opierać się na aktach ustawodawczych wymienionych w art. 1 ust. 2 Rozporządzenia 1095/2010 i powinna zawsze pozostawać w granicach swoich uprawnień[594]. Przed tą zmianą Q&A były traktowane jako instrumenty służące zwiększaniu konwergencji nadzorczej z art. 29 ust. 2 Rozporządzenia 1095/2010. Q&A mają wysokie praktyczne znaczenie[595].

Do katalogu *soft law* zalicza się akty z art. 29 Rozporządzenia 1095/2010. Były one uregulowane od początku istnienia ESMA. Wspomniany przepis pozwala na wydawaniu dokumentów kierowanych do krajowych nadzorców, które mają na celu tworzenie wspólnej unijnej kultury nadzoru i spójnych praktyk nadzorczych, a także w zapewnianie jednolitych procedur i spójnych podejść na terytorium UE. Wspólną cechą soft law ESMA innych niż wytyczne i zalecenia jest brak wsparcia ich obowiązywania przez zasadę *comply or explain*[596].

W obrocie funkcjonują soft law wydawane przez poprzedników ESMA w szczególności przez CESR. Istnieją też soft law wydane przez KE dotyczące MIFID[597]. W Interactive Single Rulebook ESMA, w sekcji dotyczącej art. 4 MIFID II można znaleźć odniesienia do dokumentów CESR np. *Questions & Answers Understanding the definition of advice under MiFID*[598], co świadczy o ich aktualności. W niemieckim porządku prawnym

[594] Motyw 5 Rozporządzenia 2019/2175,
[595] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 62,
[596] H. Marjosola, Shadow..., B. I.,
[597] Przykładowo: European Commission, Questions...,
[598] ESMA, Interactive Single Rulebook, MIFID II, strona internetowa ESMA: https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii, dostęp 22.11.2023, CESR, Questions & Answers Understanding the definition of advice under MiFID, 2010, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf, dostęp 09.11.2022,

Związkowy Sąd Administracyjny uznał, że opiniom CESR przysługuje domniemanie poprawności interpretacji prawa[599].

1.5. Prawo i stanowiska nadzorców z innych jurysdykcji niż Polska

Odwołuję się do prawa niemieckiego i stanowisk niemieckiego organu nadzoru (BaFin) dotyczących zakresu odpowiedników usług maklerskich celem porównania niemieckiego podejścia do implementacji przepisów MIFID II o zakresie usług inwestycyjnych z podejściem prezentowanym przez polskiego ustawodawcę i nadzorcę. Wykładania komparatystyczna może być stosowana jako metoda wykładni prawa polskiego poprzez porównywanie przepisów wdrażających prawo UE w różnych państwach członkowskich[600]. Zbieżne podejście do zakresu usług maklerskich wzmacnia dany sposób interpretacji, a rozbieżności nakazują zastanowić się nad poprawnością interpretacji MIFID II dominującej w obu jurysdykcjach. Ani prawo niemieckie, ani stanowiska BaFin nie są źródłami prawa w Polsce. Stanowiska BaFin traktowane są w niemieckim prawie jako przepisy administracyjne mające na celu interpretację norm. Są one prawem wewnętrznym, które nie jest powszechnie obowiązującym źródłem prawa w Republice Federalnej Niemiec. Jako przepisy wewnętrzne mają na celu wyrażenie stanowiska organu nadzoru dot. niedookreślonych terminów prawnych oraz zapewnienie jednolitej praktyki administracyjnej. Brak jest wyraźnej podstawy prawnej dla wydawania stanowisk przez BaFin, jednak nie przemawia to przeciwko wydawaniu stanowisk przez BaFin. Są one uznawane za jedno z działań nadzorczych wczesnego reagowania. Mają one na celu oddziaływać na nieprawidłową praktykę przez działalność informacyjną. Używanie przez nadzór wyłącznie intensywnych środków nadzorczych po przekroczeniu wysoko postawionego progu tolerancji wydaje się być mniej efektywne[601].

Korzystam także z dokumentów sporządzonych przez brytyjski organ nadzoru (FCA) dotyczących zakresu usług inwestycyjnych. Wielka Brytania od czasu Brexit'u nie jest

[599] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 61, Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 26.03.2010, sygn. 7 C 6.10..., pkt 26 uzasadnienia,
[600] M. Zirk-Sadowski [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa..., s. 52,
[601] C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht, Kolonia 2018, s. 163-164,

już państwem członkowskim UE. Wielka Brytania była państwem o znaczącym wpływie na prawo rynku kapitałowego UE w okresie obecności w UE. Obowiązek stosowania prawa UE w Wielkiej Brytanii trwał zgodnie z art. 126 i 127 Umowy o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej do końca okresu przejściowego tzn. do 31 grudnia 2020[602]. Po tym terminie Wielka Brytania nadal pozostaje pod wpływem legislacji unijnej w zakresie prawa rynku kapitałowego. Świadczą o tym m.in. brak odrzucenia MIFID II po Brexicie, stopniowe, umiarkowane wprowadzanie zmian do krajowych aktów prawnych implementujących MIFID II, obserwacja zmian w otoczeniu legislacyjnym UE, a nawet przedstawianie swojej legislacji w zakresie rynków instrumentów finansowych jako „UK MIFID"[603]. FCA wydał nawet wskazówki (*guidance*) nakazujące co do zasady dalsze stosowanie po 31 grudnia 2020 r. aktów typu *soft law* wydawanych przez Europejskie Urzędy Nadzoru[604]. Argument jednolitego stosowania MIFID II w Wielkiej Brytanii i w Polsce z uwagi na cel harmonizacji przepisów w UE jest osłabiony przez Brexit i dotyczy tylko historycznych stanów prawnych. Wykorzystywany w niniejszej pracy Handbook'a FCA jest nadal doceniany w literaturze prawa rynku kapitałowego UE[605].

2. Źródła przesłanek konstytucyjnych

Źródłem przesłanek konstytucyjnych jest przede wszystkim Konstytucja. Przepisy regulujące materię konstytucyjną mogą zostać ulokowane przez ustawodawcę w aktach prawnych o niższym statusie. Ich oddziaływanie na inne gałęzie prawa będzie ograniczone z uwagi na brak hierarchicznej zależności norm. Normy konstytucyjne

[602] ESMA, ESMA: update on governance and reporting obligations following the UK's withdrawal from the European Union, 31.01.2020, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma90-368-186_public_statement_-_brexit_update_-_january_2020.pdf, dostęp 19.10.2022,
[603] FCA, Changes to UK MIFID's conduct and organisational requirements. Consultation Paper CP21/9, April 2021, https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-9.pdf, dostęp 19.10.2022, s. 4-5, FCA, Improving Equity Secondary Markets. Consultation Paper CP22/12, July 2022, https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-12.pdf, dostęp 19.10.2022, s. 7-9, R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 83-84,
[604] FCA, Brexit: our approach to EU non-legislative materials, październik 2020, https://www.fca.org.uk/publication/corporate/brexit-our-approach-to-eu-non-legislative-materials.pdf, dostęp 19.10.2022,
[605] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 83-84,

cechują się znacznie większą ogólnością, a zarazem statycznością niż normy prawa administracyjnego[606].

Na prawo rynku kapitałowego, w tym granice usług maklerskich mają wpływ zasady konstytucyjne dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej, w szczególności zasada społecznej gospodarki rynkowej (art. 20 Konstytucji) oraz zasada wolności działalności gospodarczej (art. 22 Konstytucji)[607]. Ograniczenie wolności działalności gospodarczej, w tym nałożenie obowiązku uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, wymaga spełnienia warunków z art. 31 ust. 3 Konstytucji[608]. Zasada społecznej gospodarki rynkowej ze względu na znamię „społeczna" m.in. upoważnia państwo do dokonywania ingerencji w mechanizmy wolnorynkowe przy spełnieniu wymogów przewidzianych w Konstytucji[609]. Taka ingerencja (interwencjonizm) następuje w szczególności przez wykorzystanie mechanizmów charakterystycznych dla publicznego prawa gospodarczego: reglamentacji, regulacji i policji administracyjnej[610]. Wspomnianą ingerencją jest wymóg uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, czy nadzór KNF nad podmiotami, które uzyskały takie zezwolenie. Zakładam w tym miejscu, zgodnie z uwagami poczynionymi w rozdziale I, że działalność maklerska stanowi działalność gospodarczą[611]. Jeżeli działalność ta nie stanowiłaby działalności gospodarczej, to należałoby w inny sposób analizować tą działalność i jej ograniczenia z konstytucyjnego punktu widzenia[612].

---

[606] P. Szreniawski, Ocena przydatności kryteriów oddzielenia prawa konstytucyjnego i administracyjnego, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio G, 2017, VOL. LXIV (1), s. 85-86,

[607] A. Powałowski, Wartości związane z prawem działalności gospodarczej [w:] A. Powałowski (red.), Aksjologia publicznego prawa gospodarczego, Legalis 2022, pkt 2, A. Powałowski, Wprowadzenie do aksjologii prawa gospodarczego publicznego, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3977, PRAWO CCCXXIX, Wrocław 2019, s. 228-229, K. Kiczka, Orzecznictwo sądowe w społecznej gospodarce rynkowej, Wrocław 2015, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3695, Przegląd Prawa i Administracji CIII, s. 52-57, P. Tuleja [w:] P. Tuleja (red.) Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz, LEX 2021, komentarz do art. 22, Nb. 1 i 3,

[608] M. Zdyb, Aksjologiczne podstawy ingerencji państwa w sferę gospodarki rynkowej [w:] A. Powałowski (red.) Prawne instrumenty oddziaływania na gospodarkę, 2016, Legalis,

[609] K. Kiczka, Znaczenie..., s. 178, T. Długosz, Społeczna gospodarka rynkowa jako kryterium organizacji gospodarki, 2017, Gdańskie Studia Prawnicze, Tom XXXVII, s. 19-20,

[610] A. Powałowski, Rozdział I..., s. 4-5,

[611] vide rozdział I pkt 2.2.,

[612] K. Kiczka, Władza sądownicza w społecznej gospodarce rynkowej, Gdańskie Studia Prawnicze, tom XXXVII, 2017, s. 210,

Społeczna gospodarka rynkowa, to nie tylko prawo ingerencji w mechanizmy wolnorynkowe, ale także inne działania realizujące społeczny charakter gospodarki[613]. Jednym z fundamentów społecznej gospodarki rynkowej jest współpraca pomiędzy grupami społecznymi, partnerstwo którego podstawą jest m.in. dialog pomiędzy partnerami społecznymi. Najczęściej dialog partnerów społecznych jest kojarzony z dialogiem związanym z kwestiami zatrudnienia pomiędzy organizacjami pracowników, organizacjami pracodawców i przedstawicielami rady ministrów. Nie jest to jedyna przestrzeń, w której partnerstwo społeczne i dialog społeczny mogą być realizowane[614]. W przypadku prawa rynku kapitałowego taki dialog odbywa np. przy okazji procesu tworzenia prawa w związku z udziałem w tym procesie organizacji zrzeszających podmioty prowadzące działalność maklerską, emitentów i inwestorów[615]. Współdziałanie jednostek w podejmowaniu decyzji publicznych w tym przeprowadzanie konsultacji społecznych w procesie tworzenia prawa jest też realizacją idei *good governance*[616]. J. Olszewski trafnie zwraca uwagę na ograniczony charakter, a nawet fikcyjność procedur opartych na dialogu w Polsce. Proponuje m.in. normatywne wzmocnienie dialogu przez wprowadzenie form prawnych podtrzymujących, a nawet wymuszających komunikację pomiędzy stronami[617]. Takie metody mogłyby być narzędziem korygującym resortową metodę projektowania prawa, w szczególności prawa rynku kapitałowego[618].

---

[613] A. Powałowski, Społeczna gospodarka rynkowa w prawie polskim, 2017, Gdańskie Studia Prawnicze tom XXXVII, s. 51-61; J. Olszewski, Obowiązki informacyjne w gospodarce jako element zwiększania konkurencji, Rzeszów 2020, s. 76-80,

[614] A. Barczewska-Dziobek, Partnership and Social Dialogue in the Axiological and Administrative-Legal Perspective, Przegląd Prawa Konstytucyjnego nr 5 (57)/2020, s. 229-233, J. Olszewski, Społeczna…, s. 46-47, K. Kiczka, L. Kieres, T. Kocowski, M. Szydło [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne… Tom 8A…, s. 671-684,

[615] Przykładowo: Minister Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej, Pismo przekazujące do uzgodnień zewnętrznych projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, 20.07.2021, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12349203/12803512/12803514/dokument513519.pdf, dostęp 16.11.2023,

[616] A. Barczewska-Dziobek, Participation of individuals in public decisions in Poland in the polish legal system – the outline [w:] P. Hájek, O. Vít (red.), CBU International Conference on Innovations in Science and Education 2020 (social sciences), 2020, s. 21 i 23, A. Barczewska-Dziobek, „Kooperacyjna" administracja publiczna – zarys problematyki, Opolskie Studia Administracyjno-Prawne nr XVI/1 (2), Opole 2018, s. 8-13,

[617] J. Olszewski, Konstytucyjny obowiązek wykonywania dialogu w praktyce [w:] R. Grabowski (red.) XXV lat Konstytucji Rzeczypoospolitej Polskiej. Księga jubileuszowa dedykowana Profesor Halinie Ziębie-Załuckiej z okazji 70. rocznicy urodzin, Toruń 2022, s. 431-446,

[618] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 723-725 i 790-791,

Dostrzegana jest w doktrynie możliwość analizowania konstytucyjnych zasad funkcjonowania gospodarki, w tym rynku kapitałowego, z perspektywy zasady niezbywalnej godności człowieka (art. 30 Konstytucji) oraz art. 1 Konstytucji („Rzeczpospolita Polska jest dobrem wszystkich obywateli"). Te przepisy są celem i fundamentem ładu publicznego, w tym także ładu gospodarczego[619]. Godność człowieka jest fundamentem porządku konstytucyjnego i ideałem, do którego powinien dążyć ustawodawca[620].

Mając na uwadze sposób skonstruowania przepisów prawnych określających zakres usług inwestycyjnych w MIFID II oraz sposób ich transpozycji do polskiego prawa można powziąć wątpliwość, czy nie doszło do naruszenia zasady pewności prawa. Zasada ta jest różnie rozumiane. Ponadto można kwestionować jej istotność względem innych wartości np. sprawiedliwości, słuszności, wolności[621]. Trybunał Konstytucyjny posługuje się w swoich orzeczeniach pojęciem pewności prawa i wywodzi jej stosowanie z art. 2 Konstytucji[622]. W niektórych orzeczeniach określa ją jako możliwość przewidywania działań organów państwa i związanych z nimi zachowań obywateli, a w innych z określonością i jasnością stanowionych przez prawodawcę przepisów prawa[623]. Ustawodawca wymienia pewność prawa w preambule Prawa przedsiębiorców i nazywa ją jedną z zasad konstytucyjnych[624]. Doktryna podkreśla istotną wartość pewności prawa posługując się często znaczeniem nadanym temu pojęciu przez Trybunał Konstytucyjny[625]. Zasada pewności prawa występuje także w prawie UE i ma charakter zasady ogólnej prawa. Jej treść jest powiązana z jakością

[619] M. Zdyb, Aksjologiczne..., M. Zdyb, Kryzys gospodarczy czy kryzys zaufania do państwa i prawa, [w:] J. Supernat (red.), Między tradycją a przyszłością w nauce prawa administracyjnego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Janowi Bociowi, Wrocław 2009, s. 804-806,

[620] S. Nitecki, Godność jako podstawowa wartość prawa socjalnego, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Iuridica, Numer specjalny, 2023, s. 235-237,

[621] J. Stelmach, Czy interpretacja prawnicza może być gwarantem pewności prawa?, Forum Prawnicze, listopad 2011, s. 17-22, M. Wojciechowski, Pewność..., Rozdział 1. i 5.1.,

[622] V. Serzhanova, The Origin..., s. 121-122,

[623] M. Wojciechowski, Pewność..., Rozdział 5.4.,

[624] A. Żurawik, Preambuła..., pkt 1 i 2,

[625] J. Zegarlicki, Pewność prawa jako istotna wartość państwa prawnego, Filozofia Publiczna i Edukacja Demokratyczna, tom 6, 2017 nr 2, s. 153-163, M. Zdyb, Pewność prawa, Teka Komisji Prawniczej PAN Oddział w Lublinie, t. XI, 2018, nr 1, s. 436-441, J. Kochanowski, Wystąpienie dr Janusza Kochanowskiego, Rzecznika Praw Obywatelskich na konferencji naukowej „Język polskiej legislacji, czyli zrozumiałość przekazu a stosowanie prawa", 2006, https://bip.brpo.gov.pl/pl/content/j%C4%99zyk-polskiej-legislacji-czyli-zrozumia%C5%820%C5%9B%C4%87-przekazu-stosowanie-prawa-wyst%C4%85pienie-rpo-na, dostęp 16.11.2023,

prawa, w tym jasnością i precyzją przy konstruowaniu prawa, oraz z postulatem przewidywalności prawa[626].

W niniejszej rozprawie staram się skupiać na usługach maklerskich i ich zakresie. Jest to podejście zawężające mające na celu ograniczenie rozmiarów pracy i zachowanie jej czytelności. W kontekście przesłanek konstytucyjnych należy mieć na uwadze konieczność szerokiego spojrzenia na granice usług maklerskich. Usługi maklerskie są determinantami obowiązków ciążących na firmie inwestycyjnej, w tym obowiązków mających na celu ochronę inwestora. Te obowiązki mogą być słusznie uznane za realizację norm konstytucyjnych. W doktrynie podnosi się, że wprowadzenie przez ustawodawcę obowiązków informacyjnych w gospodarce, a następnie spełnianie w odpowiedni sposób obowiązków informacyjnych w gospodarce jest wzmacnianiem społecznej gospodarki rynkowej[627]. Obowiązki te powinny podnosić poziom wiedzy rynkowej w społeczeństwie[628]. Taką rolę można przypisać obowiązkom informacyjnym firm inwestycyjnych wypełnianym m.in. wobec klientów usług maklerskich. Brak objęcia określonej czynności definicją usługi maklerskiej może być rozpatrywany jako ewentualne naruszenie jednej z norm konstytucyjnych. W takim przypadku doszłoby zapewne do konfliktu z konstytucyjną zasadą wolności gospodarczej, który wymagałby zastosowania reguły kolizyjnej[629].

Wolności gwarantowane przez Konstytucję nie są wartościami absolutnymi. Jedne wartości są limitowane innymi wartościami konstytucyjnymi. Abstrakcyjny charakter naruszenia wartości konstytucyjnej sprawia, że w praktyce częściej i łatwiej sięga się po zarzuty natury formalnej np. wadliwego trybu wprowadzenia określonego ograniczenia. Naruszenia poszczególnych wolności należy badać odrębnie. Naruszeniem wolności konstytucyjnej będzie przede wszystkim takie ograniczenie, które uniemożliwi realizację funkcji danego prawa. W przypadku wolności działalności

[626] D. Miąsik, Zasady…, s. 204-206,
[627] J. Olszewski, Obowiązki…, s. 77-78,
[628] *Ibidem*, s. 95,
[629] M. Safjan, L. Bosek [w:] M. Safjan, L. Bosek (red.), Konstytucja RP. Tom I. Komentarz do art. 1–86, 2016, Legalis, Wprowadzenie Nb. 27,

gospodarczej może to być np. całkowity lub czasowy zakaz albo podjęcie takich działań, których suma doprowadzi do braku opłacalności danej działalności[630].

W sądowej praktyce orzeczniczej stosowanie Konstytucji jest rzadkie. W przypadku sądów zastosowanie Konstytucji ma umocowanie w art. 178 ust. 1 Konstytucji, zgodnie z którym sędziowie podlegają wyłącznie Konstytucji i ustawom. W przypadku organów administracji brak jest przepisu analogicznego do art. 178 ust. 1 Konstytucji, który zachęcałby w do bezpośredniego powoływania Konstytucji. Zastosowanie Konstytucji w decyzjach występuje wyjątkowo, przede wszystkim gdy we wniosku inicjującym postępowanie wskazano jako podstawę prawną przepis Konstytucji[631].

3. Źródła przesłanek zewnętrznych, cele ustawodawcy oraz zasady prawa rynku kapitałowego

Przesłankami zewnętrznymi w rozumieniu przytaczanym przez M. Matczaka są standardy substancjalne takie jak intencja ustawodawcy, cel lub funkcja prawa. Nazywane są one zewnętrznymi, ponieważ nie pochodzą ze świata instytucjonalnego, jakim jest prawo, lecz z innych obszarów, w szczególności z polityki[632]. Standardy zewnętrzne mogą wystąpić w dwóch porządkach prawnych: polskim i unijnym. Skupię się poniżej przede wszystkim na standardach zewnętrznych występujących porządku prawnym UE, ponieważ powinny one być także kluczowe dla polskiego porządku prawnego. Wynika to z zasad bezpośredniego obowiązywania, bezpośredniego stosowania, bezpośredniego skutku, pierwszeństwa i efektywności prawa UE[633] oraz podnoszonej w doktrynie zasady maksymalnej harmonizacji MIFID II[634].

[630] R. Uliasz, *Wolność działalności gospodarczej a pandemia COVID-19. Uwagi w kontekście konstytucyjnego zakazu naruszania istoty wolności i praw (art. 31 ust. 3 zd. 2 Konstytucji RP)*, Przegląd Prawa Konstytucyjnego nr 5/2021, s. 176-178 i 182-184,

[631] L. Leszczyński [w:] R. Hauser, A. Wróbel, Z. Niewiadomski, Wykładnia w prawie administracyjnym System Prawa Administracyjnego Tom 4, 2015, Legalis, Rozdział II, Nb. 99-107 i 117-127,

[632] *Ibidem*, s. 13,

[633] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50,

[634] M. Tison, The Civil..., s. 11-12, M. Hobza, A. Vondráčková, The New..., s. 11, T. Möllers, Juristische..., s. 61 i 76,

3.1. Cele MIFID II oraz prawa rynku kapitałowego

Przesłanki zewnętrzne w postaci intencji ustawodawcy, celu lub funkcji prawa są wyrażane w uzasadnieniu aktu prawnego. W przedmiocie niniejszej pracy warto sięgnąć po motywy MIFID II. Zgodnie z utrwalonym orzecznictwem motywy, pomimo że są przedstawiane w jednym dokumencie z właściwą treścią aktu prawnego, to nie mają wiążącej mocy prawnej. Nie mogą one służyć do uchylania postanowień obowiązującego aktu prawnego lub do dokonywania interpretacji tego aktu w sposób oczywiście sprzeczny z jego literalnym brzmieniem. W przypadku, gdy motyw jest jasny, a postanowienie aktu prawnego jest niejasne, to motyw może pomóc w wyjaśnieniu niejasności. Motywy mogą być pomocne przy wyjaśnianiu celów i intencji, jakie stały za aktem prawnym, co może w konsekwencji pomóc w ustaleniu zakresu aktu prawnego[635]. Traktowanie opisanych celów jako przesłanek zewnętrznych lub motywów jako źródeł przesłanek zewnętrznych może spotkać się z krytyką, ponieważ co najmniej część celów określonych w motywach MIFID II jest powtórzonych lub doprecyzowanych w tekście właściwym dyrektywy. Przykładowo cel ochrony inwestorów opisany w motywach MIFID II można powiązać z sekcją 2 Rozdziału 2 MIFID II, która jest zatytułowana „Przepisy zapewniające ochronę inwestora" oraz z postanowieniami art. 16 ust. 11 i art. 24 ust. 12 MIFID II, w których pojęcie ochrony inwestorów występuje wprost. Nie uznaję tej okoliczności za przeszkodę w opisie poniższych źródeł przesłanek i przesłanek, które, m.in. ze względu na swoją wagę i ogólność, mogą być używane i bywają używane przy interpretacji przepisów dot. zakresu czynności maklerskich w sposób odbiegający od ich literalnej treści (tzn. w sposób nie wynikający z prawa).

Motyw 164 MIFID II, który określa, że celem tej dyrektywy jest:

1) utworzenie zintegrowanego rynku finansowego,
2) na którym inwestorzy są skutecznie chronieni,

[635] M. den Heijer, T. van Os van den Abeelen, A. Maslyka, On the Use and Misuse of Recitals in European Union Law (August 30, 2019). Amsterdam Law School Research Paper No. 2019-31, Amsterdam Center for International Law No. 2019-15, https://ssrn.com/abstract=3445372, dostęp 20.10.2022, s. 5, T. Klimas, J. Vaiciukaite, The Law of Recitals in European Community Legislation (July 14, 2008). ILSA Journal of International & Comparative Law, Vol. 15, 2008, https://ssrn.com/abstract=1159604, dostęp 20.10.2022, s. 11-16,

3) a efektywność i integralność całego rynku są zabezpieczone.

Motyw 7 MIFID II uzupełnia, że celem tej regulacji jest harmonizacja krajowych przepisów dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych i prowadzenia działalności inwestycyjnej w UE, w tym przepisów regulujących zezwolenia na prowadzenie działalności, korzystanie ze swobody przedsiębiorczości oraz swobody świadczenia usług, warunki działalności firm inwestycyjnych w celu zapewnienia ochrony inwestorów, uprawnienia organów nadzoru macierzystego państwa członkowskiego i przyjmującego państwa członkowskiego. Powyższe cele powtarzane są m.in. w motywie 86 i 119 MIFID II.

W doktrynie wskazuje się następujące cele prawa rynku kapitałowego:

1) utworzenie wspólnego rynku (single market), którego częścią jest rynek kapitałowy,
2) zapewnienie równych reguł gry (*level playing field*),
3) efektywność rynków kapitałowych (ochrona rynków),
4) ochrona inwestorów i ochrona konsumentów,
5) stabilność finansowa,
6) zrównoważony rozwój[636].

Cele MIFID II wpisują się w powyższe cele. Cele związane ze zrównoważonym rozwojem były włączane do prawa UE po 2015 roku[637], a MIFID II został przyjęty w 2014 r. Zakres usług maklerskich w załączniku I sekcji A MIFID II nie zmienił się od wejścia w życie MIFID II. Trudno dopatrywać się w zakresie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej wypełnienia celów w zakresie zrównoważonego rozwoju.

Cele prawa rynku kapitałowego i cele MIFID II pokrywają się w dużym stopniu z celami ESMA określonymi w art. 1 ust. 5 Rozporządzenia 1095/2010. Dotyczy to poprawności funkcjonowania wspólnego rynku, zapobiegania arbitrażowi regulacyjnemu i propagowania równych warunków konkurencji, zapewniania integralności, przejrzystości, efektywności i prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych oraz wzmocnienia ochrony klientów i inwestorów[638].

---

[636] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 29-35, T. Möllers, Für..., s. 22-23, A. Lichosik, Zasada administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym [w:] Z. Duniewska, A.Krakała, M. Stahl (red.), Zasady w prawie administracyjnym. Teoria, praktyka, orzecznictwo, LEX 2018, pkt 3,

[637] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European..., s. 33-35,

[638] N. Moloney, The Age..., s. 7-8,

3.1.1. Utworzenie zintegrowanego rynku finansowego

Zasady dotyczące usług i działalności inwestycyjnych tworzone w UE mają na celu promowanie rynków finansowych, które są sprawiedliwe, przejrzyste, efektywne i zintegrowane[639]. Utworzenie zintegrowanego, wspólnego rynku finansowego jest uznawane za cel Unii Europejskiej od czasu traktatu z Maastricht z 1993. Przepływ dóbr, usług, ludzi i kapitału na wspólnym rynku miał być w pełni wolny. Integracja finansowa jest określana w sposób pozytywny, np. jako stworzenie wspólnych ram regulujących integrację finansową, albo w sposób negatywny np. zniesienie barier, które utrudniają integrację finansową. Jedna z trafnych, pozytywnych definicji integracji na rynku usług inwestycyjnych wskazuje, że: rynek jest zintegrowany dla danego zestawu instrumentów finansowych lub usług finansowych, jeżeli potencjalni uczestnicy tego rynku, którzy posiadają takie same istotne cechy (1) podlegają temu samemu zbiorowi zasad, gdy decydują się zajmować tymi samymi instrumentami finansowymi lub usługami finansowymi, (2) mają taki sam dostęp do wspomnianego zestawu usług finansowych lub instrumentów finansowych oraz (3) są równo traktowani, gdy podejmują czynności na tym rynku[640]. Trudno uznać integrację finansową w UE za zadanie zakończone. Granice integracji są określane w kolejnych, szczegółowych regulacjach prawnych. Epoka aktów prawnych wydawanych po FSAP (Financial Services Action Plan) i raporcie Lamfalussy'ego nie osiągnęła założonego celu stworzenia zintegrowanego rynku finansowego m.in. poprzez oparcie się w dużej mierze na dyrektywach i ich krajowej implementacji[641]. Utworzenie zintegrowanego rynku finansowego będące celem MIFID II powinno być interpretowane jako cel, który

[639] Komisja Europejska, Investment services and regulated markets - Markets in financial instruments directive (MiFID), https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_pl, dostęp 17.10.2022,

[640] K. Gnath, B. Große-Rüschkamp, C. Kastrop, D. Ponattu, J. Rocholl, M. Wortmann, Financial market integration in the EU: A practical inventory of benefits and hurdles in the Single Market, 2019, https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/EZ_Financial_Market_Integration_2019_ENG.pdf, dostęp 18.10.2022, s. 7-8,

[641] H. Marjosola, Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach, LSE Research Online, January 2017, http://eprints.lse.ac.uk/68717/1/Marjosola_Regulating%20fiancail%20markets1.pdf, dostęp 17.10.2022, s. 11-13,

założył ustawodawca, a którego ewentualne nieosiągnięcie jest ograniczone np. z uwagi na niedostosowanie użytych narzędzi do założonego celu. Cel określony przez MIFID II należy rozumieć jako osiągnięcie zintegrowanego rynku instrumentów finansowych, a nie całego rynku finansowego UE (motyw 119 MIFID II).

W kontekście powyższego celu zakres usług inwestycyjnych powinien być interpretowany jednolicie w poszczególnych państwach członkowskich. Brak jednolitości sprawi, że podmioty świadczące usługi inwestycyjne nie będą w tych samych warunkach podlegały temu samemu zbiorowi zasad, co będzie utrudniało osiągnięcie celu zintegrowanego rynku finansowego.

Jednym z przejawów zintegrowanego rynku finansowego jest zasada równych warunków regulacyjnych (*level playing field*) oraz unikania konkurencji pomiędzy systemami prawnymi. Jest to cel osadzony w dyrektywach (np. motyw 58 MIFID II), który powinien być uwzględniany przy implementacji. Pomimo tego celu systemy prawne państw członkowskich różnią m.in. ze względu na wolność formułowania przepisów transponujących dyrektywy oraz z uwagi na różnice w krajowym podejściu do niezharmonizowanych przepisów prawa prywatnego[642]. Jednym z wyzwań tworzenia wspólnego rynku kapitałowego są trudności w harmonizacji krajowych porządków prawnych wywodzących się częściowo z tradycji angloamerykańskiej, a częściowo z tradycji kontynentalnej[643].

3.1.2. Ochrona inwestorów

Cel ochrony inwestorów jest jednym z głównych argumentów podnoszonych przez nadzorców krajowych przy uzasadnianiu restrykcyjnej wykładni przepisów prawa rynku kapitałowego. Taką tendencję można znaleźć np. w stanowiskach UKNF dotyczących zakresu usług maklerskich, które wprost odwołują się do ochrony klientów[644]. Przy jego stosowaniu należy pamiętać, że o zakazie wykładni przepisów prawa UE w sposób

[642] E. Wymeersch, Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union, EBI Working Paper Series, 2019, nr 36, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3360540, dostęp 24.05.2023, s. 5-6,

[643] W. Kilian, D. H. Wendt, Europäisches Wirtschaftsrecht, 2019, Baden-Baden, s. 310,

[644] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 6 i 14,

sprzeczny z brzmieniem literalnym przepisów z uwagi na cel zawarty w motywie[645]. TSUE rozstrzygnął taki dylemat w kontekście zakresu usług inwestycyjnych. W Niemczech uznawano, że pośrednictwo w zawieraniu umów zarządzania portfelem stanowi świadczenie usługi PPZ. Taka interpretacja nie wynikała z literalnego brzmienia MIFID, ale została przyjęta m.in. przez niemieckiego nadzorcę z uwagi na cel ochrony inwestorów. TSUE stwierdził, że wspomniana interpretacja jest błędna na gruncie MIFID. Dał on pierwszeństwo literalno-kontekstualnej wykładni dyrektywy przed jej celem[646].

3.1.3. Zabezpieczenie efektywności i integralności rynku

Celem MIFID II jest zabezpieczenie efektywności i integralności rynku (*efficiency and integrity of overall market*). Określenie rynku efektywnego pochodzi z nauk ekonomicznych i związane jest z tzw. hipotezą rynku efektywnego. Rynek jest efektywny, gdy ceny aktywów na nim odzwierciedlają istotne informacje[647]. P. Wajda wyróżnia trzy elementy, które składają się na efektywność rynku: efektywność rynku w ujęciu alokacyjnym, transakcyjnym i informacyjnym. Efektywność w ujęciu alokacyjnym wiąże się z przepływem kapitału do tych emitentów, którzy zagwarantują najlepszy rezultat rozumiany jako kompromis pomiędzy ryzykiem a stopą zwrotu. Efektywność w ujęciu transakcyjnym odnosi się do szybkości zawierania transakcji i ich kosztów. W tym ujęciu rynek efektywny powinien cechować się niskimi kosztami i wysoką szybkością zawierania transakcji związaną m.in. z płynnością tego rynku. Efektywność w ujęciu informacyjnym wiąże się z szybkością obiegu informacji pomiędzy uczestnikami rynku oraz z szybkością wpływu tych informacji na ceny[648].

---

[645] M. den Heijer, T. van Os van den Abeelen, A. Maslyka, On…, s. 5,

[646] Wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2017 r., w sprawie C-678/15 Mohammad Zadeh Khorassani przeciwko Kathrin Pflanz, pkt 21, 41 – 43, M. Hobza, ECJ Khorassani Case: (Re)Defining the Scope of MIFID II Regulated Distribution?, 2019, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2019/III/1, https://ssrn.com/abstract=3464156 dostęp 25.04.2022, s. 3-5,

[647] V. Le Tran, T. Leirvik, A Simple but Powerful Measure of Market Efficiency, Finance Research Letters 29 (2019), https://nordopen.nord.no/nord-xmlui/bitstream/handle/11250/2659023/Tran.pdf?sequence=1&isAllowed=y, dostęp 23.10.2022, s. 141-142,

[648] P. Wajda, Efektywność informacyjna rynku giełdowego, LEX 2011, pkt 1.4.1.,

Integralność rynku nie jest definiowana w MIFID II. Pojęcie to jest rozumiane w sposób nienormatywny dość ogólnie, jako rynek solidny, stabilny (sound), nienaruszony (*unimpaired*)[649]. W ujęciu normatywnym pojęcie to jest powiązane z usuwaniem nierówności informacyjnych pomiędzy uczestnikami rynku. Bywa ono definiowane wąsko przez powiązanie go ze zwalczaniem nadużyć rynkowych takich jak *insider trading*, manipulacja na rynku, czy *front running*[650]. W takim kontekście do zachowania integralności rynku walnie przyczynia się MAR[651]. Bywa ono też określane szeroko poprzez wskazanie potrzeby dostępu wszystkich mających zamiar handlowania do rynku w sposób pozbawiony przymusu, niedyskryminujący, pozwalający na handlowanie w sposób prosty i po tym samym koszcie. Z tej perspektywy zwalczanie nadużyć jest tylko wstępem do zapewnienia integralności rynku. Powinno być ono uzupełnione m.in. o przejrzystość rynku (*market transparency*) w szczególności dostęp przed transakcją do informacji o cenach instrumentów finansowych oraz głębokości popytu i podaży[652]. Nie spotkałem się z użyciem tych celów MIFID II w kontekście zakresu usług maklerskich. Wskazuję na te cele porządkowo, dla kompletności opisu. W kontekście przywoływanych wyżej zasad wykładni motywów w orzecznictwie TSUE wykorzystanie celu integralności i efektywności rynku przy wykładni postanowień MIFID II o zakresie usług maklerskich wydaje się być mało prawdopodobne, jednak nie jest niemożliwe. Efektywność rynku w kontekście zakresu usług maklerskich i obowiązków z nimi związanych możne być czasem odczytywana jako przeciwieństwo ochrony inwestorów. Nawarstwiające się obowiązki w zakresie ochrony inwestorów sprawiają, że ceny usług maklerskich nadmiernie wzrosną (efektywność transakcyjna, kosztowa)[653].

[649] J. Austin, What Exactly is Market Integrity? An Analysis of One of the Core Objectives of Securities Regulation, William & Mary Business Law Review Volume 8 (2016-2017) Issue 2, February 2017, https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1126&context=wmblr, dostęp 23.10.2022, s. 219,
[650] J. Austin, What..., s. 231-239,
[651] European Commission, Ensuring the integrity of securities markets, https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/ensuring-integrity-securities-markets_en, dostęp 29.11.2022,
[652] J. Austin, What..., s. 231-239,
[653] T. Möllers, Für..., s. 29-30,

3.2. Zasady prawa rynku kapitałowego i generalne klauzule odsyłające

Na potrzeby niniejszej pracy i zastosowanego podziału traktuję zasady prawa i generalne klauzule odsyłające (klauzule generalne) jako źródła przesłanek o charakterze wewnętrzno-zewnętrznym. Nie jest to jedyna możliwa kwalifikacja, a rozróżnienie głębiej zakorzenionej w systemie prawa zasady prawa od klauzuli generalnej, która odsyła poza system prawny może stanowić istotny problem praktyczny[654]. Klauzule generalne mają umocowanie w systemie prawa, ale odsyłają do aksjologii spoza systemu prawnego np. sprawiedliwość, słuszność, zwyczaje. Przy wykładni zasad prawa powinno sięgać się do wykładni celowościowej i funkcjonalnej, a część zasad prawa, np. zasada ochrony praw słusznie nabytych, nie ma bezpośredniego odwzorowania w tekście prawnym[655]. Za zasadę prawa uznawana jest dyrektywa postępowania o szczególnej doniosłości, którą da się wyinterpretować z tekstu prawnego lub wywnioskować z norm prawnych wyinterpretowanych z niego i która jest prawnie wiążąca (zasada prawna *sensu stricto*). Jednocześnie zauważa się występowanie zasad-postulatów tzn. dyrektyw postępowania uznawanych w doktrynie za należące do systemu prawa lub dające się z niego wywieść w inny sposób, niż ma to miejsce w przypadku zasad *sensu stricto*[656]. Czasami ten podział nazywa się podziałem na zasady prawa skodyfikowane i niespisane[657].

W teorii prawa zauważa się, że zasady prawa pełnią rolę porządkującą daną dziedzinę lub system prawa, stanowią wytyczne kierunkowe działalności legislacyjnej i rządzenia państwem oraz są dyrektywami interpretacji lub stosowania prawa lub – co najmniej – stanowią podstawę do formułowania takich dyrektyw[658]. Zasady prawa cechują się

[654] L. Leszczyński, G. Maroń, Pojęcie i treść zasad prawa oraz generalnych klauzul odsyłających. Uwagi porównawcze, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio G, 2013, VOL. LX (2), s. 88-91, L. Leszczyński, G. Maroń, Zasady prawa i generalne klauzule odsyłające w operatywnej wykładni prawa, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio G, 2013, VOL. LX (2), s. 146, G. Maroń, Zasady prawa. Pojmowanie i typologie a rola w wykładni prawa i orzecznictwie konstytucyjnym, Poznań 2011, s. 90-94,

[655] L. Leszczyński, G. Maroń, Pojęcie..., s. 84-85, M. Kordela, Zasady prawa jako normatywna postać wartości, RPEiS, rok LXVIII, zeszyt 1-2006, s. 41-42 i 45-53,

[656] J. Olszewski, Obowiązki..., s. 90, G. Maroń, Wstęp..., s. 94-98,

[657] T. Möllers, I. Brosig, Law-Enforcement in Turbulent Times – How to Work with Principles in Capital Markets Law [w:] C. Hugo, T. Möllers (red.) Legality and Limitation of Powers, Values, Principles and Regulations in Civil Law, Criminal Law, and Public Law, Augsburger Rechtsstudien 88, 2019, s. 142 – 147

[658] S. Wronkowska, M. Zieliński, Z. Ziembiński, „Zasady prawa" w perspektywie teorii prawa oraz szczegółowych nauk prawnych, RPEiS, 1974, nr 2, s. 8-9,

szczególną doniosłością. Ta cecha odróżnia je od innych norm prawnych[659]. Są one szczególnie przydatne przy rozstrzyganiu przypadków, w których identyfikowana jest luka w prawie. Sędzia ma obowiązek rozstrzygnięcia sporu pomimo braku przepisu. Argumentacja oparta o zasady prawa zyskuje moc przekonywania przez samo odwołanie do tych zasad. Zasady prawa wzmacniają pewność prawa, jego stabilność i transparentność[660]. Zasady prawa determinują sposób korzystania z luzów decyzyjnych[661]. Istnieją różne postacie luzów decyzyjnych pozwalających na dyskrecjonalne działania administracji publicznej. Część z nich wynika z zamierzonych działań ustawodawcy, a część powstaje niezależnie od niego. Za luzy zależne od ustawodawcy uznaje się m.in. pojęcia nieostre i klauzule generalne[662].

Przedstawiciele doktryny prawa rynku kapitałowego formułują m.in. następujące zasady: zasada dematerializacji papierów wartościowych i dematerializacji obrotu papierami wartościowymi, zasada przymusowego pośrednictwa firm inwestycyjnych na rynku giełdowym, zasada wyłączności firm inwestycyjnych w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, zasada administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym[663]. Wymienione zasady mają ograniczony wpływ na interpretację zakresu działalności maklerskiej.

A. Nadolska formułuje **zasadę stabilności finansowej**. W istotnym stopniu zasada ta pokrywa się z celami MIFID II opisanymi powyżej. Autorka ta stawia tezę, że jest ona naczelną zasadą prawa rynku finansowego. Proponuje ona rozumienie stabilności finansowej jako metazasady, stanowiącej podstawę do formułowania wielu innych zasad ogólnych tego prawa. Z zasady stabilności finansowej można w jej ocenie wyodrębnić: zasadę bezpieczeństwa rynku finansowego, zasadę zaufania do rynku finansowego, zasadę ochrony nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego, zasadę efektywności oraz zasadę integralności[664]. MIFID II wspomina o stabilności

[659] A. Lichosik, Zasada…, pkt 2,
[660] T. Möllers, I. Brosig, Law-Enforcement…, s. 138 – 139
[661] L. Leszczyński, G. Maroń, Pojęcie…, s. 82,
[662] E. Ura, Luz decyzyjny w działaniach administracji publicznej [w:] J. Korczak (red.) Administracja publiczna pod rządami prawa. Księga pamiątkowa z okazji 70-lecia urodzin prof. zw. dra hab. Adama Błasia, Wrocław 2016, s. 518,
[663] A. Chłopecki, M. Dyl, Prawo…, s. 15-22, A. Lichosik, Zasada…, pkt 5, M. Dyl [w:] A. Szumański (red.), Prawo…, s. 761-763,
[664] A. Nadolska, Soft law w regulacji rynku finansowego w Polsce: rekomendacje, wytyczne i lista ostrzeżeń publicznych KNF, 2021, Legalis, Rozdział I § 3,

systemu finansowego i rynków finansowych odpowiednio w przypadku obowiązku uzyskania zezwolenia na wykonywanie usług inwestycyjnych i działalności inwestycyjnej (motyw 38) oraz w odniesieniu do publikacji decyzji sankcyjnych właściwych organów (motyw 146 i art. 71 ust. 1). Zasada wskazywana przez A. Nadolską jest wywodzona z wyroków, które dotyczą m.in. uprawnień interwencyjnych ESMA z art. 28 Rozporządzenia 236/2012[665]. Podobne uprawnienia, warunkowane m.in. przesłanką zagrożenia dla stabilności systemu finansowego, występują w art. 40 ust. 2 MIFIR i art. 9 ust. 5 Rozporządzenia 1095/2010 dotyczących interwencji produktowych ESMA. Z uwagi na zakotwiczenie stabilności systemu finansowego w motywach MIFID II oraz wspomniane wyżej przepisy nie można wykluczyć użycia zasady lub celu stabilności rynku finansowego przy wykładni zakresu usług maklerskich. Jedocześnie nie znalazłem przykładów takiego użycia. Przeważające podejście do pojęcia stabilności finansowej jest węższe od proponowanego przez A. Nadolską[666]. Jest ono definiowane jako zdolność systemu do wypełniania podstawowych zadań pomimo niekorzystnych warunków[667]. Zdaniem KE stabilność finansowa związana jest z *wzmacnianiem systemu finansowego, by był w stanie wytrzymać wstrząsy i pojawiające się nierównowagi finansowe, jak również stymulować wzrost gospodarczy*[668]. Takie podejście jest wspierane przez treść przepisów m.in. art. 40 ust. 2 MIFIR i art. 9 ust. 5 Rozporządzenia 1095/2010, które osobno wyszczególniają przesłanki stabilności systemu finansowego, ochrony inwestorów, efektywności rynku i jego integralności.

Zasadą, która może mieć wpływ na zakres czynności maklerskich jest **zasada licencjonowania** (*licensing principle*). Zgodnie z tą zasadą każdy podmiot zamierzający wykonywać działalność na rynku finansowym powinien być uprzednio uzyskać zezwolenie właściwego organu w celu zapewnienia, że szczególne regulacje rynku finansowego zostały przez ten podmiot spełnione i będą spełniane w sposób ciągły. Zasada licencjonowania nie ma charakteru absolutnego i jest ona regularnie podawana

[665] Wyrok TSUE z dnia 22 stycznia 2014 r., w sprawie C-270/12 Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej przeciwko Parlamentowi Europejskiemu i Radzie Unii Europejskiej, A. Nadolska, Soft…, Rozdział I § 3,

[666] R. Veil [w:] R. Veil (red.) European…, s. 32-33,

[667] Bank of England, What is financial stability?, 2020, https://www.bankofengland.co.uk/knowledgebank/what-is-financial-stability, dostęp 30.10.2022,

[668] European Commission, The European Securities and Markets Authority (ESMA), https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma_en, dostęp 30.10.2022,

w wątpliwość, testowana zarówno praktyce (np. przez wykonywanie działalności tradycyjnie przypisanej np. bankom przez podmioty niepodlegające obowiązkowi zezwolenia), jak i w teorii[669]. Nie każda działalność na rynku finansowym wymaga uzyskania zezwolenia. Istnieją wyjątki od tej zasady. Z tego powodu odwołania do zasady licencjonowania następują czasami przez porównanie analizowanej działalności z innymi rodzajami działalności na rynku finansowym, które tradycyjnie podlegają obowiązkowi uzyskania zezwolenia[670]. Stosowanie zasady licencjonowania jest skomplikowane, ponieważ trudne jest ustalenie istnienia podobieństwa pomiędzy dwoma rodzajami działalności wymagającego zastosowania takiej samej regulacji. Różne konstrukcje prawne i biznesowe mogą mieć podobne skutki ekonomiczne[671].

Przy stosowaniu zasad prawa i klauzul generalnych do zakresu usług maklerskich należy zachować szczególną ostrożność. Jest to obszar, który co najwyżej w ograniczonym stopniu pozwala na stosowanie zasad prawa. Ustawodawca polski, ani unijny nie wskazał *explicite* zasad prawa lub klauzul generalnych dotyczących zakresu usług maklerskich. Słusznie stwierdzają L. Leszczyński i G. Maroń, że *problemem pozostaje tzw. samodzielne zastosowanie kryterium otwartego przez podmiot podejmujący decyzję w oparciu o przepisy, które klauzul nie zawierają. Modelowo taka sytuacja (swoistego „dotworzenia" klauzuli generalnej lub jej zapożyczenia z innego przepisu) nie da się utrzymać w kanonie praworządnego stosowania prawa, zwłaszcza w przypadku stosowania przepisu normującego obowiązki (np. prawo karne czy podatkowe)*[672]*.* Stosowanie klauzul generalnych i zasad prawa odsyłających do pojęć ocennych, jest związane z luzami decyzyjnymi i dyskrecjonalnością administracji. Takie rozwiązania powinny być stosowane przez ustawodawcę z wyczuciem, by nie naruszyć konstytucyjnie chronionych praw jednostki[673].

Zasada neutralności technologicznej została opisana w rozdziale I[674].

[669] F. Mendes Correia, The Licensing…, s. 12 i 14, T. Padoa-Schioppa, Lecture by Tommaso Padoa-Schioppa Member of the Executive Board of the European Central Bank, Washington D.C., 24 September 1999, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1999/html/sp990924_1.en.html dostęp 18.12.2023, pkt 6 i 10-12,
[670] E. Macchiavello, The Licensing…, s. 48,
[671] F. Mendes Correia, The Licensing…, s. 14-16,
[672] L. Leszczyński, G. Maroń, Zasady…, s. 149,
[673] E. Ura, Luz…, s. 511-512,
[674] Rozdział I pkt 2.3.2.,

4. Źródła przesłanek wewnętrznych

Źródłami przesłanek wewnętrznych są przede wszystkim odczytywane w sposób literalny i systemowy przepisy prawa krajowego oraz orzecznictwo krajowe. Można je podzielić w następujący sposób:

1) zastosowanie wykładni językowej,
2) poprzestanie na literalnym wyniku wykładni (zakaz interpretacji tekstu niebudzącego wątpliwości),
3) wykładnia systemowa (wewnętrzna i zewnętrzna),
4) racjonalność prawodawcy (argumentum ad absurdum),
5) niesprzeczność systemu prawnego,
6) reguły kolizyjne związane ze szczegółowością/ogólnością przepisów prawnych (lex specialis derogat legi generali),
7) istota (natura) regulacji,
8) odwołanie do poprzednich rozstrzygnięć sądowych,
9) odwołania do literatury prawniczej (komentarze, artykuły, glosy),
10) inne standardy wewnętrzne.

Są to standardy najłatwiejsze do zastosowania przez prawników, ponieważ są one stosowane przez nich w codziennej pracy. Spora część literatury prawniczej, którą prawnicy posługują się w pracy odnosi się do tych standardów[675].

4.1. Przepisy prawa polskiego

Aktem prawnym istotnym dla zakresu usług maklerskich jest przede wszystkim Ustawa o obrocie, która zawiera katalog usług maklerskich (art. 69) oraz definicje części usług maklerskich (art. 72, art. 73 ust. 1 i 2, art. 74b oraz art. 178 Ustawy o obrocie). Przy definiowaniu usługi gwarantowania emisji użyteczne są dodatkowo art. 4 pkt 13a oraz art. 14a Ustawy o ofercie. Elementy definiujące poszczególne usługi są także rozsiane w innych miejscach Ustawy o obrocie i aktów wykonawczych do tej ustawy np. pojęcie

[675] M. Matczak, *Summa…*, s. 37,

„instrumentu finansowego" jest w art. 2 ust. 1 Ustawy o obrocie, a pojęcie „zlecenia" w § 2 pkt 17 r.w.s.t.p.

Istotne są przepisy ustawowe lub przepisy rozporządzeń krajowych, w których ustawodawca przesądza, że określona czynność stanowi określoną czynność maklerską. Przykładowo art. 27 ust. 1 Ustawy o funduszach wskazuje, że dystrybucja certyfikatów inwestycyjnych wymaga zezwolenia na wykonywanie usługi oferowania instrumentów finansowych, a dystrybucja jednostek uczestnictwa zezwolenia na PPZ. § 3 i 4 Rozporządzenia wezwaniowego kwalifikują czynności związane z przyjęciem i realizacją zapisu w ramach wezwania na sprzedaż papierów wartościowych jako PPZ. W dalszej części pracy badane jest, czy nie występują kolizje takich przepisów z ustawowymi definicjami usług maklerskich[676]. Ze względu na hierarchiczny charakter aktów prawnych akty wykonawcze (rozporządzenia) powinny być zgodne z obowiązującymi ustawami. Brak takiej zgodności podważa legalność rozporządzenia. Nie może ono zmieniać ustawy[677]. Przy tworzeniu przepisów precyzujących zakres usług maklerskich należy weryfikować zgodność projektów aktów prawnych z przepisami umieszczonymi wyżej w hierarchii aktów prawnych. Rozsądnym byłoby ograniczenie, a nawet zrezygnowanie przez ustawodawcę z praktyki kazuistycznego precyzowania kwalifikacji usług maklerskich w określonych stanach faktycznych. Kwalifikacja powinna wynikać z definicji usług maklerskich, ewentualnie z ich wykładni. Wykładnia definicji powinna być dokonywana przez UKNF lub KNF w stanowiskach. Dotychczasowy sposób działania podważa autorytet polskiego ustawodawcy z uwagi na możliwość łamania zasady hierarchiczności w procesie tworzenia prawa[678].

M. Romanowski zauważa zjawiska niepożądane związane ze zwiększeniem roli krajowego nadzorcy w procesie stanowienia i interpretacji prawa sektorowego. Nadzorca wydaje się mieć monopol na projektowanie (art. 7 ust. 2 i 3 Ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym) i wykładnię przepisów w dziedzinie, która polega jego nadzorowi. Jednym z jej fundamentów jest tzw. resortowa metoda projektowania prawa, w której organy administracji odgrywają kluczową rolę[679]. Jest to trafna ocena

[676] Vide m.in. rozdział IV pkt 2.5. i 2.10. oraz rozdział VI pkt 1.5. i 2.11.,
[677] R. Blicharz, J. Grabowski [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.) Publiczne… Tom 8A…, s. 36-37,
[678] M. Matczak, *Summa…*, s. 25-29,
[679] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 723-725 i 790-791,

funkcji legislacyjnej wykonywanej przez KNF[680]. Działalność KNF jest w ograniczonym stopniu kontrolowana przez sądownictwo administracyjne[681]. Działania KNF doznają ograniczenia przez postępującą europeizację prawa rynku kapitałowego[682] i reguły stosowania prawa UE[683].

Istnieje trend kazuistycznego i restrykcyjnego precyzowania przepisów polskiego prawa rynku kapitałowego. Tendencja do tworzenia restrykcyjnego prawa jest aktualnie cechą rozwoju prawa rynku kapitałowego globalnie. Wynika to z faktu, że prawo to stanowione jest często w sposób dynamiczny w reakcji na nadużycia, kryzysy, czy przesilenia rynkowe[684]. Ta tendencja nakłada się na dostrzeganą w doktrynie generalną tendencję tworzenia w Polsce prawa o niskiej jakości[685]. Przepisy zawierają często szczątkowe uzasadnienie, co utrudnia interpretację ich treści, szczególnie w początkowym okresie ich stosowania, gdy brak jest praktyki oraz orzecznictwa. Reguły kazuistyczne cechują się niższym okresem funkcjonowania niż reguły generalne. Wymagają dużej precyzji przy formułowaniu[686]. *De lege ferenda* regulacje wprowadzane na skutek kryzysów, przesileń w polskim prawie rynku kapitałowego powinny być opatrzone szerokim uzasadnieniem przedstawiającym okoliczności wprowadzenia regulacji i cele ustawodawcy.

[680] R. Blicharz, Rozdział XII Nadzór państwa nad rynkiem kapitałowym [w:] A. Powałowski, Publiczne prawo gospodarcze, 2020, s. 293,

[681] A. Zapała, wypowiedź w: Czy w Polsce potrzebny jest specjalistyczny sąd rynku kapitałowego? - debata ekspercka, 4.6.2020, strona Kancelarii SPCG: https://spcgblog.pl/regulatory/czy-w-polsce-potrzebny-jest-specjalistyczny-sad-rynku-kapitalowego/ oraz serwis YouTube: https://www.youtube.com/watch?v=UZLcRHzNHEA, dostęp 20.12.2023, od 26:00 do 29:30, A. Famirski, wypowiedź w: Czy w Polsce potrzebny jest specjalistyczny sąd rynku kapitałowego? - debata ekspercka, 4.6.2020, strona Kancelarii SPCG: https://spcgblog.pl/regulatory/czy-w-polsce-potrzebny-jest-specjalistyczny-sad-rynku-kapitalowego/ oraz serwis YouTube: https://www.youtube.com/watch?v=UZLcRHzNHEA, dostęp 20.12.2023, od 1:08:30 do 1:10:30,

[682] Vide rozdział II pkt 2.7.,

[683] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50, D. Kornobis-Romanowska, Mechanizm..., s. 288-292, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 329-355,

[684] K. Zacharzewski, Prawo..., s. 43-48, A. Pięta, Technologie..., s. 242-247,

[685] Z. Truszkiewicz, O istocie prawa w kontekście nieważności czynności prawnej, [w:] S. Jankiewicz, K. Maj, (red.) Trzydziestolecie Izby Notarialnej w Krakowie, 2021, http://www.kin.pl/files/textpage/editor/9_O_ISTOCIE_PRAWA.pdf, dostęp 29.11.2022, s. 113-114,

[686] M. Matczak, *Summa...*, s. 17,

4.2. Orzecznictwo

W przedmiocie pracy istnieją wyroki sądów polskich, z reguły sądów pierwszej i drugiej instancji. Stosunkowo rzadko występuje orzecznictwo Sądu Najwyższego. Orzeczenia sądowe są uznawane za nieformalne źródło prawa[687]. Pomimo tego orzecznictwo sądów polskich nie wyznacza standardów interpretacji zakresu usług maklerskich.

Istnieje stosunkowo niewiele orzeczeń sądów polskich dotyczących przedmiotu niniejszej pracy, co potwierdza analiza baz prawniczych LEX i Legalis. W dniu 12 lipca 2023 r. w bazie LEX znalazłem 62 orzeczenia przypisane do przepisów Ustawy o obrocie i Ustawy o ofercie wymienionych w akapicie pierwszym punktu 1.1. niniejszego podrozdziału. 8 spośród tych orzeczeń zostało podjętych przez sądy najwyższej instancji (SN i NSA), w tym 4 dotyczyły kwestii podatkowych. W tym samym dniu w bazie Legalis znalazłem 94 orzeczenia przypisane do przepisów Ustawy o obrocie i Ustawy o ofercie wymienionych w akapicie pierwszym punktu 1.1. niniejszego podrozdziału. 7 spośród tych orzeczeń zostało podjętych przez sądy najwyższej instancji (SN i NSA), w tym 2 dotyczyły kwestii podatkowych. Wśród tych liczb znajdują się duplikaty orzeczeń wewnątrz baz oraz pomiędzy bazami. Część orzeczeń z jednej bazy występuje też w drugiej. Część orzeczeń w ramach jednej bazy przypisanych np. do art. 69 Ustawy o obrocie jest też przypisana do innych artykułów Ustawy o obrocie (np. art. 72). Spora część z tych wyroków nie odnosi się w sposób istotny do kwalifikacji określonych czynności jako usług maklerskich np. wyłącznie powtarza treść przepisu. Część wyroków sądów niższych instancji nie zawiera uzasadnienia. Wyroki rzadko zawierają treści określane w kulturze anglosaskiej jako *obiter dicta*, czyli analizy i spostrzeżenia sądu poczynione przy okazji dokonywania rozstrzygnięcia, które mogą być pomocne przy rozstrzyganiu spraw przez inne sądy w przyszłości. W konsekwencji niewielkiej ilości wyroków i ich ograniczonej treści w niewielkim stopniu wykształciły się linie orzecznicze, które mogłyby być przydatne przy interpretacji przepisów dot. zakresu usług maklerskich. Jeden z tych wyroków posługuje się w odesłaniami do prawa UE[688]. Żaden z tych wyroków nie odwołuję się do unijnego *soft law*.

[687] K. Kiczka, Orzecznictwo..., s. 67-68,

[688] Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie - X Wydział Karny Odwoławczy z dnia 16 grudnia 2013 r. X Ka 1118/13, Legalis nr 2123560,

KNF i UKNF tworząc stanowiska dotyczące usług maklerskich nie odwołują się do orzecznictwa sądów polskich, w przeciwieństwie np. do niemieckiego BaFin, który część swoich stanowisk dotyczących zakresu niemieckich usług bankowych (Bankgeschäfte) i usług finansowych (Finanzdienstleistungen) opiera na wyrokach sądów niemieckich[689]. Żadne ze stanowisk KNF i UKNF dotyczących zakresu usług maklerskich cytowanych w niniejszej pracy nie zawiera referencji do orzecznictwa sądów polskich. Nie odnoszą się one też do orzecznictwa TSUE.

Orzeczenia sądów polskich dotyczące prawa rynku kapitałowego bywają kontrowersyjne. Przykładem jest linia orzecznicza Sadu Najwyższego dotycząca umów opcji walutowych wymagająca od firm inwestycyjnych stosowania wobec klientów wymogów wzorowanych na MIFID także w okresie, w którym Polska opóźniała się z implementacją dyrektywy[690]. Sąd Najwyższy uznaje, że taki pogląd jest uzasadniony z uwagi na obowiązek wykładni prounijnej. Poglądy doktryny w tym przedmiocie były mieszane – od aprobujących po dogłębnie krytykujące[691]. Sąd Najwyższy uzasadniał swój pogląd orzecznictwem TSUE dotyczącym wykładni prounijnej m.in. wyrokiem w sprawie Adeneler C-212/04[692]. Sąd Najwyższy pominął sformułowane w tym wyroku granice wykładni zgodnej z dyrektywą:

> *Spoczywający na sądzie krajowym obowiązek odniesienia się do treści dyrektywy przy dokonywaniu wykładni i stosowaniu odpowiednich przepisów prawa krajowego jest ograniczony przez ogólne zasady prawa, w szczególności zasadę pewności prawa i braku retroaktywności prawa, i nie może służyć jako podstawa dla dokonywania wykładni prawa krajowego contra legem (zob. podobnie wyrok z dnia 16 czerwca 2005 r. w sprawie C-105/03 Pupino, Rec. p. I-5285, pkt 44 i 47)*[693].

Przed wdrożeniem MIFID brak było przepisów, które pozwalałyby na wyinterpretowanie obowiązków informacyjnych podobnych do tych, które przewidywał MIFID[694]. Sąd Najwyższy w analizowanym wyroku nie wskazuje przepisu

[689] przykładowo: BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_100318_tatbestand_finanzkommgeschaeft.html dostęp 04.08.2023,

[690] jej początkiem jest: SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 16 lutego 2012 r. IV CSK 225/11, Legalis nr 473521,

[691] P. Frątczak, Rola..., s. 289-307,

[692] SN, wyrok z 8 września 2017 r., II CSK 845/16, Legalis nr 1673917,

[693] wyrok TSUE z dnia 4 lipca 2006 r., C-212/04, Konstantinos Adeneler i in. przeciwko Ellinikos Organismos Galaktos (ELOG), ECLI:EU:C:2006:443, Nb. 110,

[694] P. Frątczak, Rola..., s. 292-293,

prawa krajowego, którego wykładni dokonuje przy odniesieniu się do treści dyrektywy. Ze stanu faktycznego wynika, że do transakcji doszło w okresie pomiędzy uchwaleniem, a wejściem w życie Ustawy wdrażającej MIFID[695]. Doszło do naruszenia zasady pewności prawa, zakazu retroaktywności oraz zakazu wykładni *contra legem*. Nawet z perspektywy postępowego i ograniczonego podejścia T. Möllers'a do zakazu wykładni *contra legem* doszło do złamania tego zakazu. Nie istniał akt prawny, który wyrażał wolę implementacji dyrektywy w momencie zdarzenia[696]. Akt prawny był wtedy skierowany do Trybunału Konstytucyjnego więc nie wszedł w życie. W podobnych sprawach w przyszłości powinno dojść do oddalenia powództwa. Pozwany powinien rozważyć wniosek o złożenie zapytania prejudycjalnego[697]. K. Zacharzewski sugeruje, że przepisem prawa polskiego, który odpowiadał chociaż częściowo treści art. 19 nieimplementowanej MIFID był art. 83a ust. 3 Ustawy o obrocie. Zgodnie z tym przepisem *firma inwestycyjna jest obowiązana świadcząc usługę maklerską brać pod uwagę najlepiej pojęty interes klienta*[698]. Gdyby nawet przyjąć takie założenie, to należy zwrócić uwagę, że implementował on tylko pierwszy z dziesięciu ustępów wspomnianego przepisu MIFID. Z tak ogólnego przepisu nie można wnioskować szczegółowych obowiązków wywiedzionych przez sąd.

Orzeczeń tych nie może lekceważyć żaden podmiot prowadzący działalność maklerską. Ta linia orzecznicza była wskazywana przy okazji wprowadzania MIFID II jako źródło potencjalnych konsekwencji dla firm inwestycyjnych związanych z brakiem implementacji dyrektywy na czas[699]. Obniżają one autorytet sądów, które je wydają, a także mogą wzbudzać obawę podmiotów rynku kapitałowego, w tym podmiotów zagranicznych przed korzystaniem z jurysdykcji sądów polskich w sprawach, w których nie jest to konieczne. Może to tworzyć błędne koło. Niewielka liczba spraw i orzeczeń może wpływać na niskie doświadczenie sędziów w sprawach rynku kapitałowego i niewielką liczbę sędziów specjalizujących się w tej dziedzinie. Prowadzi to do

[695] SN – Izba Cywilna, wyrok z 8 września 2017 r., II CSK 845/16, Legalis nr 1673917,
[696] T. Möllers, The Principle…, s. 465-488,
[697] R. Grzeszczak, Pytania…, s. 33-34 i 39-40,
[698] K. Zacharzewski, Toksyczne opcje walutowe. Glosa do wyroku SN z dnia 16 lutego 2012 r., IV CSK 225/11, LEX, Przegląd Sądowy 2012 nr 9, pkt VI,
[699] T. Szela [w:] Rozdział 6. Próba uregulowania rynku instrumentów finansowych jako odpowiedź Unii Europejskiej na globalny kryzys finansowy [w:] J. Barcik, M. Półtorak, Unia Europejska w przededniu Brexitu, Legalis 2018, § 3,

niestabilnego orzecznictwa i występowania wyroków kontrowersyjnych. Niestabilne orzecznictwo i kontrowersyjne wyroki mogą generować awersję uczestników rynku do wdawania się w spory sądowe przed sądami polskimi, a w konsekwencji niewielką liczbę orzeczeń. Przykładowo profesjonalni uczestnicy rynku mogą korzystać z arbitrażu, sądów państw trzecich (np. przez klauzule prorogacyjne) lub polubownych form zakończenia sporu.

Z uwagi na znaczącą inflację prawa w obszarze rynku kapitałowego na przestrzeni ostatnich 20 lat dochodziło do tego, że przed wypracowaniem rozwiązań orzeczniczych dotyczących wątpliwości w przepisach dochodziło do uchylenia przepisów.

Istnieje przekonanie podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym oraz organów administracji państwowej o nieefektywności rozstrzygania przez sądy powszechne i administracyjne spraw z zakresu prawa rynku kapitałowego. Dowodem tej nieufności jest powracający postulat utworzenia sądu rynku kapitałowego. Argumentami za tym rozwiązaniem są złożoność prawa rynku finansowego i obowiązujących na nim praktyk, doświadczenia i rozwiązania przyjęte w najbardziej rozwiniętych państwach europejskich oraz poprawa egzekwowania przepisów chroniących inwestorów[700]. Sądy administracyjne rozpatrując skargi na decyzje KNF skupiają się przede wszystkim na kwestiach formalnych, procesowych. Co do zasady sądy unikają oceny materialnoprawnej w skomplikowanym środowisku prawnym rynku kapitałowego, na które składają przez przepisy prawa polskiego, unijnego oraz polski i unijny *soft law*[701]. Sędziowie sądów administracyjnych mają ograniczoną wiedzę w zakresie przepisów prawa rynku kapitałowego. Ten stan jest trudny do zmiany z uwagi na ilość tych przepisów oraz bardzo szeroką kognicję sądów administracyjnych. Izba, która zajmuje się prawem rynku kapitałowego zajmuje się też licznymi innymi kategoriami spraw m.in. prawem budowlanym, czy prawem geologicznym[702]. Przedstawicielom branży maklerskiej zdarzają się dosadne wypowiedzi dotyczące sądownictwa:

Waldemar Markiewicz, prezes IDM[703], wskazuje, że obecnie ci, co rozstrzygają przypadki łamania prawa na rynku kapitałowym nie mają wiedzy na ten temat, a procesy ciągną się

[700] Rada Ministrów, Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego, 2019, Załącznik do uchwały nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. (Dz.U. z 2019 r., poz. 1027), s. 40,
[701] A. Zapała, wypowiedź w: Czy..., od 26:00 do 29:30,
[702] A. Famirski, wypowiedź w: Czy..., od 1:08:30 do 1:10:30,
[703] Izba Domów Maklerskich;

po kilkanaście lat. - Aby zaś rynek kapitałowy odegrał większą rolę w finansowaniu potrzeb kapitałowych innowacyjnych przedsiębiorstw, musi zdobyć zaufanie rynku. Potrzebne są dobre regulacje chroniące przed nadużyciami, skuteczna egzekucja prawa i nieuchronność kary - mówi Waldemar Markiewicz. IDM proponuje, by specjalistyczny sąd działał przy Sądzie Okręgowym w Warszawie[704].

Postulat utworzenia sądu rynku kapitałowego jest godny rozważenia z uwagi na potrzebę specjalizacji oraz zachowania jednolitości orzecznictwa w obszernej dziedzinie prawa, jaką jest prawo rynku kapitałowego. Pomysły na tworzenie wyspecjalizowanych jednostek zajmujących się prawem rynku kapitałowego nie są jedynie polską domeną. W niemieckiej literaturze pojawiają się postulaty utworzenia niemieckiego urzędu prokuratorskiego wyspecjalizowanego w sprawach rynku kapitałowego[705], a nawet stworzenia sądu unijnego zajmującego się wyłącznie takimi sprawami[706]. W polskiej doktrynie pojawiają się opracowania, które wskazują liczne zalety i wyzwania wynikające z utworzenia wyspecjalizowanego sądu[707].

W amerykańskim systemie prawnym instytucje finansowe rzadko skarżą decyzje organów nadzoru (regulacyjnych), a jeżeli już to robią, to ze świadomością, że sądy podchodzą z dużą dozą szacunku do decyzji organów regulacyjnych. W Stanach Zjednoczonych np. wykształcone zostało przekonanie, że decyzja o odmowie udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności bankowej (*bank charter*) nie musi zostać uzasadniona przez organ regulacyjny. Okoliczność, która w najwyższym stopniu powstrzymuje amerykańskie podmioty nadzorowane (regulowane) przed skarżeniem decyzji nadzorcy (regulatora) jest przekonanie, że takie działanie spotkania się z odwetem ze strony nadzorcy (regulatora) wyposażonego w potężne narzędzia prawne.

---

[704] J. Ojczyk, Ruszają prace nad koncepcją sądu dla rynku kapitałowego, 17.06.2019, https://www.prawo.pl/biznes/czy-powstanie-sad-rynku-kapitalowego,432794.html, dostęp 24.11.2022,

[705] T. Möllers, Comment…, s. 425 – 427

[706] T. Möllers, Für…, s. 27,

[707] A. Grzesiak, S. Jelonek, Sąd rynku kapitałowego może wykorzystać doświadczenia wydziału frankowego – ale czy powinien? https://spcgblog.pl/financial-litigation/sad-rynku-kapitalowego-moze-wykorzystac-doswiadczenia-wydzialu-frankowego-ale-czy-powinien/, dostęp 30.09.2022, J. Dybiński, A. Szumański, O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawnoporównawcza (część 1), Legalis, Studia Prawa Prywatnego, 2019 nr 1, s. 49 i nast., J. Dybiński, A. Szumański, O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawnoporównawcza (część 2), Legalis, Studia Prawa Prywatnego, 2019 nr 2, s. 3 i nast., A. Radwan, Założenia do ustawy o sądzie rynku kapitałowego, Głos Prawa, Przegląd Prawniczy Allerhanda, 2019, t. 2 nr 1 (3), s. 95-134,

Powstrzymanie się od skarżenia decyzji nadzorcy przed co do zasady nieprzychylnym sądem jest postrzegane jako okazja na pozostanie z nadzorcą (regulatorem) w „dobrych relacjach"[708]. Wydaje się, że w Polsce podobny mechanizm nie jest tak mocny, ale nie da się zaprzeczyć jego istnieniu. Poziom dyskrecjonalności organu nadzoru wbudowany w system prawa administracyjnego i orzecznictwo jest niższy niż w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie obawa podmiotów nadzorowanych przed ewentualnymi działaniami odwetowymi nadzorcy wydaje się być realna. Z tego powodu wpływ ewentualnych skarg lub środków odwoławczych dotyczących działań KNF do sądu rynku kapitałowego byłby w pewnym stopniu ograniczony.

Z uwagi na przedmiot pracy istotne jest orzecznictwo szerokiego spektrum sądów: od administracyjnych po cywilne i karne. W przedmiocie kognicji każdego z tych sądów może pojawić się spór, czy dana czynność jest, czy też nie jest usługą maklerską. Zainteresowanie mogą wzbudzić wybrane orzeczenia dotyczące m.in.:

- odpowiedzialności karnej z art. 178 Ustawy o obrocie,
- odpowiedzialności cywilnej związanej z niewykonaniem obowiązków właściwych dla czynności maklerskich, ponieważ sąd rozstrzygający w takiej sprawie może być zobowiązany do ustalenia, że wykonywana czynność powinna zostać zakwalifikowana jako określona usługa maklerska,
- skargi na decyzje KNF np. skargi dot. decyzji sankcyjnych z art. 167 Ustawy o obrocie.

4.3. Praktyka administracyjna, w tym stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego i Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego

Przy relatywnie niewielkim znaczeniu orzecznictwa sądowego oraz niejednoznacznych, rozbudowanych przepisach prawa rynku kapitałowego, w tym przepisach dotyczących zakresu usług maklerskich, istotną rolę odgrywa praktyka administracyjna. Składają się na nią w szczególności decyzje organów administracji oraz stanowiska tych organów (przede wszystkim KNF) dotyczące wykładni przepisów prawa. Najważniejszymi przejawami praktyki administracyjnej są w zakresie analizowanego tematu:

[708] D. Zaring, The Corporatist Foundations of Financial Regulation, Iowa Law Review, Vol. 108:1303, 2023, s. 1322-1324,

1) Stanowiska UKNF i KNF oraz
2) Decyzje KNF.

4.3.1. Stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego i Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, a rekomendacje Komisji Nadzoru Finansowego

Należy rozróżnić stanowiska UKNF od rekomendacji wydawanych przez KNF m.in. na podstawie art. 137 ust. 1 pkt 5 Prawa bankowego:

Art. 137.

1. Komisja Nadzoru Finansowego:

5) może wydawać rekomendacje dotyczące dobrych praktyk ostrożnego i stabilnego zarządzania bankami.

Rekomendacje mają wyraźną podstawę prawną. Obok art. 137 ust. 1 pkt 5 Prawa bankowego wskazuje się także na art. 62 ust. 2 Ustawy o SKOK, art. 102 ust. 2 i art. 132z ust. 5 Ustawy o usługach płatniczych[709], art. 365 Ustawy o działalności ubezpieczeniowej[710]. Brak jest przepisów prawnych przewidujących wydawanie przez KNF rekomendacji w zakresie działalności maklerskiej i nie są one w tym obszarze wydawane[711]. W doktrynie i orzecznictwie występują rozbieżne stanowiska dotyczące mocy prawnej rekomendacji. Rozważane są stanowiska przyznające rekomendacjom moc aktu prawa powszechnie obowiązującego, wewnętrznego aktu prawa z art. 93 Konstytucji wewnętrznego albo żadnego z dwóch wymienionych[712]. Prawidłowe jest w mojej ocenie to ostatnie stanowisko. Przemawia za tym brak rekomendacji w katalogu powszechnie obowiązujących źródeł prawa w art. 87 Konstytucji oraz brak podległości, o której mowa w art. 93 ust. 1 Konstytucji, pomiędzy KNF, a podmiotami

[709] Z. Ofiarski, Rola soft law regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.) Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka, Lex 2016, cz. III, 3 Geneza, podstawy prawne oraz istota rekomendacji wydawanych przez Komisję Nadzoru Finansowego;

[710] P. Wajda, Rekomendacje Komisji Nadzoru Finansowego dla rynku ubezpieczeń i reasekuracji – soft law w wersji hard? [w:] T. Giaro (red.) Źródła prawa. Teoria i praktyka, Lex 2016,

[711] P. Izdebski, Akty prawa miękkiego jako współczesny instrument nadzoru nad rynkiem finansowym - rola oraz charakter prawny, cz. 1, LEX, Przegląd Prawa Publicznego 2021 nr 3, s. 78-90,

[712] G. Włodarczyk, Obowiązki…, Rozdział IV, Z. Ofiarski, Rola…, 1 Wprowadzenie,

nadzorowanymi[713]. Taka sama jest kwalifikacja innych *soft law* wydawanych przez KNF i UKNF[714].

4.3.2. Stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego i Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego – moc wiążąca i funkcje

KNF i UKNF wydają stanowiska dotyczące prawa rynku kapitałowego. Mają one podobny charakter. Brak jest przepisu określającego wprost wydawanie tych stanowisk. W przypadku stanowisk KNF uzasadnieniem prawnym dla ich wydawania jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego oraz działalność edukacyjna i informacyjna w zakresie rynku kapitałowego (art. 4 oraz art. 7 ust. 1 pkt 2 i 4 Ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym). UKNF jest urzędem zapewniającym obsługę organu administracji, jakim jest KNF. Stanowisko UKNF jest zatem stanowiskiem urzędu, a nie organu. Brak jest przepisu przewidującego wydanie stanowisk przez UKNF. Stanowiska mają walor edukacyjno-informacyjny[715].

W doktrynie toczone są dyskusje, jakie jest źródło kompetencji do wydawania *soft law* przez organy administracji publicznej[716]. Przyjmuje się, że stanowią one pogląd podmiotu wydającego dotyczący interpretacji określonych przepisów prawa. Stanowiska nie mogą być samodzielną podstawą rozstrzygnięcia dokonywanego przez KNF w sprawach indywidualnych oraz nie powinny tworzyć obowiązków, które nie wynikają z przepisów prawa[717]. Stanowiska KNF i UKNF powinny być niesprzeczne z prawem i *soft law* UE do którego stosowania zobowiązany jest podmiot wydający. W przypadku takiej sprzeczności jej powód powinien być wyjaśniony w stanowisku.

KNF pisząc o stanowiskach UKNF w większym stopniu kładzie nacisk na potrzebę ich stosowania i podkreśla zalety stanowisk, a w mniejszym stopniu wspomina o ich ograniczonej mocy wiążącej. W 2015 r. wydane zostało stanowisko podpisane przez Przewodniczącego KNF przypominające o roli, jaką w procesie świadczenia usług

[713] G. Włodarczyk, Obowiązki..., Rozdział IV, Z. Ofiarski, Rola..., 1 Wprowadzenie,
[714] P. Izdebski, Akty prawa miękkiego jako współczesny instrument nadzoru nad rynkiem finansowym - rola oraz charakter prawny, cz. 2, LEX, Przegląd Prawa Publicznego 2021 nr 4, s. 84-99,
[715] G. Włodarczyk, Obowiązki..., Rozdział V, UKNF, Stanowisko UKNF przypominające...,
[716] P. Izdebski, Akty..., cz. 2..., s. 84-99,
[717] G. Włodarczyk, Obowiązki..., Rozdział V,

maklerskich przez firmy inwestycyjne pełnią stanowiska Urzędu Komisji. Stwierdzono w nim, że:

- ich celem jest „zapewnienie prawidłowego działania podmiotów nadzorowanych, w szczególności w zakresie ochrony interesów klientów",
- „pozwalają na lepsze zrozumienie otoczenia regulacyjnego, co w konsekwencji ułatwia przygotowanie i wprowadzenie zmian w istniejących praktykach w zakresie świadczenia usług maklerskich, w szczególności w zakresie ochrony najlepiej pojętego interesów klientów firm inwestycyjnych",
- celem stanowisk jest „wskazanie podmiotom nadzorowanym właściwego sposobu wypełniania obowiązków nałożonych przez przepisy prawa",
- „stanowiska przyczyniają się (...) do upowszechniania jednolitego sposobu rozumienia oraz wykonywania obowiązków administracyjnych, co sprzyja realizacji jednego z celów funkcjonowania KNF – bezpieczeństwa rynku",
- „praktyka przygotowywania stanowisk sprzyja (...) zachowaniu zasad równej konkurencji pomiędzy podmiotami nadzorowanymi",
- „stanowiska (...) wskazują konieczne kierunki zmian w modelach działania firm inwestycyjnych",
- w stanowiskach wskazane są „potencjalne czynniki ryzyka dotyczące działalności firm inwestycyjnych",
- stanowiska przyczyniają się „do lepszego rozumienia regulacji prawnych, zarówno już obowiązujących, jak i nowopowstałych, przez podmioty nadzorowane",
- „regulacje te [stanowiska] powinny być uwzględniane w codziennym funkcjonowaniu firm inwestycyjnych",
- „stanowiska UKNF pozwalają (...) podmiotom nadzorowanym na zapoznanie się z praktyką stosowania prawa przez Urząd oraz oczekiwaniami UKNF co do prowadzenia przez firmy inwestycyjne działalności zgodnie z prawem",
- „postępowanie zgodnie ze stanowiskami minimalizuje ryzyko narażenia się podmiotu nadzorowanego na zarzut naruszenia prawa, a w konsekwencji na zastosowanie przez organ odpowiednich środków nadzoru",

- „znajomość stanowisk UKNF pozytywnie wpływa na przestrzeganie przez podmioty nadzorowane obowiązków administracyjnych”[718].

Druga wspomnianego stanowiska wiąże się z zauważoną praktyką nieuwzględniania stanowisk UKNF w działalności firm inwestycyjnych. UKNF ostrzega, że brak aktywności ze strony inspektora nadzoru, zarządu i rady nadzorczej firmy inwestycyjnej w zakresie analizy i wdrażania stanowisk UKNF może świadczyć o obniżonej kulturze compliance w firmie inwestycyjnej. Naruszenie przepisów będących przedmiotem stanowisk może skutkować wszczęciem postepowania nadzorczego[719].

Dla kontrastu warto wskazać na sposób opisania statusu Permieter Guidance (Wskazówki o granicach, PERG) – *soft law* wydawanego przez brytyjski FCA. Zawiera on podstawę prawną wydania PERG, informację, że przedstawia on punkt widzenia FCA oraz nie wiąże sądów. Mimo braku wiążącego efektu wobec sądów wskazówki mogą okazać się przekonujące dla sądu z uwagi na swoje walory. Osoba, która postąpi zgodnie ze wskazówkami będzie uznawana przez FCA za działającą zgodnie z prawem w materii, do której odnoszą się wskazówki[720]. Jest to czysto informacyjne przedstawienie statusu wskazówek wg prawa brytyjskiego. Nawet w przypadku braku powtórzenia podobnego stwierdzenia przez KNF lub UKNF powyższy opis jest trafny dla opisu mocy wiążącej stanowisk KNF i UKNF. Jedyna różnica może dotyczyć uniknięcia odpowiedzialności przed organem wydającym *soft law* w przypadku dostosowania się do jego treści. W polskim systemie nie ma jednoznacznej podstawy prawnej dla takiego zwolnienia z odpowiedzialności. W aktualnym stanie prawnym takiej podstawy można upatrywać przede wszystkim w zasadzie zaufania do organów administracji z art. 8 KPA, ewentualnie w ogólnych postanowieniach Konstytucji. Tak ogólne podstawy prawne nie sprzyjają egzekwowaniu praw jednostek w warunkach polskiego systemu prawnego. Należy przy tym zwrócić uwagę na ograniczoną ochronę wynikającą z art. 8 KPA, który zawsze daje organowi możliwość odstąpienia od utrwalonej praktyki rozstrzygania spraw w uzasadnionych przypadkach[721]. Przeciwko zwolnieniu z odpowiedzialności podmiotów stosujących stanowiska KNF i UKNF

[718] UKNF, Stanowisko UKNF przypominające..., s. 1-2,
[719] *Ibidem*, s. 2-3,
[720] FCA, PERG..., 1.3, pkt 1.3.1,
[721] J. Malanowski [w:] R. Hauser, M. Wierzbowski (red.) Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz, 2021, Legalis, Komentarz do art. 8, Nb. 8 i 9,

przemawia także art. 11b ust. 8 Ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, który daje możliwość uniknięcia sankcji administracyjnej ze strony KNF w przypadku zastosowania się przez podmiot nadzorowany do interpretacji KNF wydanej na podstawie art. 11b ust. 1 wspomnianej ustawy. Interpretacje są wydawane w sprawach indywidualnych. Ich skutek rozciąga się tylko na podmiot, który wystąpił z wnioskiem o interpretację, a zakres wniosków jest ograniczony do produktów i usług, które mają na celu rozwój innowacyjności rynku finansowego[722]. Skoro w przypadku interpretacji z art. 11b ust. 1 Ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym występuje przepis dający *explicite* prawo uniknięcia sankcji administracyjnej, to brak analogicznego przepisu dotyczącego innych stanowisk KNF lub UKNF może świadczyć o tym, że stosowanie się do tych innych stanowisk nie korzysta z takiego samego przywileju. Mając na uwadze brak rozbudowanej w polskich warunkach zasady zaufania (zasady prawnie uzasadnionych oczekiwań), która występuje m.in. w prawie UE[723] istotnym byłoby wprowadzenie przepisu prawa, który zapewniałby możliwość uniknięcia sankcji w przypadku zastosowania się do stanowiska KNF/UKNF. Byłaby to skuteczna zachęta do stosowania stanowisk w działalności podmiotów nadzorowanych.

Stanowiska KNF i UKNF nie są wiążące, ale mogą okazać się przekonujące dla sądu lub innych osób z uwagi na swoje walory[724]. Istotnym jest zatem, żeby posiadały owe walory. Stanowisko oprócz tego, że jest źródłem przesłanek interpretacyjnych jest także sytuacją interpretacyjną. Podmiot wydający stanowisko podejmuje decyzję o interpretacji prawa. Walor tego stanowiska może wynikać z zastosowania sugestii sformułowanych przez M. Matczaka, które pozwalają na unikanie formalizmu w praktyce. Należy do nich w szczególności wykorzystanie pełnego kanonu przesłanek interpretacyjnych (wewnętrznych, zewnętrznych, konstytucyjnych i unijnych), odejście od opierania się głownie o zwykłe znaczenie tekstu prawnego, badanie zmian znaczenia tekstu prawnego w czasie, czy uwzględnianie skutków rozstrzygnięcia interpretacyjnego[725]. Przejawem braku stosowania pełnego kanonu przesłanek interpretacyjnych jest fakt, że stanowiskom KNF i UKNF dotyczącym zakresu usług

[722] Art. 11b ust. 2 Ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym,
[723] D. Miąsik, Zasady..., Rozdział III, Nb. 110-145,
[724] *Per analogiam* FCA, PERG..., 1.3, pkt 1.3.1,
[725] M. Matczak, Summa..., s. 217-222,

maklerskich brakuje analizy przepisów prawa Unii Europejskiej. Dotyczy to także analizy bieżącego rozwoju stanowisk organów UE dotyczących prawa UE. Jeżeli taka analiza była przeprowadzana, to nie wynika to z treści stanowisk[726]. W przypadku stanowiska dotyczącego kryptoaktywów UKNF z jednej strony powołuje się na przepisy prawa UE i stanowiska organów UE, ale z drugiej strony pomija wśród analizowanych przepisów prawa MIFID II[727], który jest bazą kluczowego w tym temacie stanowiska ESMA[728] oraz nie porównuje stanowiska ESMA ze stanem prawnym w Polsce[729]. W dalszych rozdziałach zwracam uwagę na dokumenty unijne, które nie znajdują odzwierciedlenia w publicznych stanowiskach UKNF, a które bezpośrednio odnoszą się do przedmiotu stanowisk. Dotyczy to m.in.:

- Q&A KE dot. MIFID[730],
- stanowisko dot. systemów obrotu, w którym znajdują się wskazówki m.in. dotyczące usługi PPZ[731],
- stanowisko KE wydane w odpowiedzi na pytania CESR dotyczące różnicy pomiędzy PPZ, a wykonywaniem zleceń[732].

Odnoszenie się do stanowisk organów UE interpretujących przepisy MIFID II o zakresie usług maklerskich jest standardem działania brytyjskiego organu nadzoru – FCA[733].

Wydaje się, że KNF ma świadomość niewiążącego charakteru stanowisk KNF i UKNF, dlatego stara się egzekwować ich stosowanie środkami nacisku. Jednym z nich jest opisywane wyżej stanowisko o stanowiskach UKNF. Drugim jest prowadzenie oceny dostosowania „wewnętrznych mechanizmów zarządzania i kontroli (...) do stanowisk właściwych organów mających zastosowanie w tym zakresie" w ramach procesu badania i oceny nadzorczej (BION)[734]. BION jest regularnym badaniem przeprowadzanym przez KNF, któremu podlegają podmioty nadzorowane (m.in. banki

[726] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2019,
[727] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydawania…, s. 2-3 i 9-10,
[728] ESMA, Advice. Initial…,
[729] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydawania…,
[730] European Commission, Questions…,
[731] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter…, s. 9,
[732] European Commission, Working Document ESC-07-2007…, s. 25-26,
[733] Przykładowo: FCA, PERG…, 13.3, Q13,
[734] UKNF, Metodyka Badania i Oceny Nadzorczej dla domów maklerskich, maj 2022, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Metodyka_Badania_i_Oceny_Nadzorczej_2022_78329.pdf dostęp 5.10.2022, s.8,

i domy maklerskie). W przypadku domów maklerskich uprawnienie do prowadzenia BION przez KNF znajduje się w art. 110r Ustawy o obrocie. Badanie odbywa się w oparciu o metodykę, którą, zgodnie z art. 110r ust. 5 Ustawy o obrocie, KNF powinna opublikować na swojej stronie internetowej. Proces BION kończy się wydaniem oceny nadzorczej[735]. Dla domów maklerskich (ale także banków, zakładów ubezpieczeń, TFI etc.) ocena BION jest istotna przy wypłacie dywidendy. KNF wydaje co roku stanowisko w sprawie polityki dywidendowej określające oczekiwania KNF co do wymogów, jakie powinien spełniać podmiot nadzorowany, by móc wypłacić dywidendę w danym roku. Jednym z wymogów jest uzyskanie określonej oceny nadzorczej w ramach procesu BION[736]. W przypadku domów maklerskich brak jest podstawy prawnej do wydania stanowiska w sprawie polityki dywidendowej. Jego naruszenie nie powinno wiązać się sankcją. Jednocześnie, z uwagi na uprawnienia i rolę KNF, większość uczestników rynku stara się dostosować do niego[737]. Wydaje się, że to nie są jedyne środki nacisku, jakie stosuje lub może stosować KNF w celu wyegzekwowania stosowania stanowisk. Mogą nimi być m.in. zalecenia pokontrolne, jednak ich zbadanie może być trudne, ponieważ są to poufne informacje dotyczące działalności poszczególnych podmiotów nadzorowanych.

A.-M. Weber-Elżanowska oraz M. Romanowski przeprowadzili ciekawą analizę legalności wydanych przez KNF „Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych". Opiera się ona o ścisłą wykładnię zasady legalizmu. Wskazują oni na brak jednoznacznej normy kompetencyjnej KNF do wydawania tego typu dokumentu oraz obowiązek działania przez organy administracji na podstawie i w granicach prawa. Jednocześnie zauważają, że mechanizmy egzekwowania przez KNF wdrożenia zasad zawartych w wydanym dokumencie w działalności podmiotów nadzorowanych powinny mieć umocowanie w przepisach prawa[738]. Analogiczna analiza byłaby uprawniona także wobec stanowisk KNF i UKNF.

---

[735] *Ibidem*, s. 24-27,

[736] KNF, Stanowisko KNF ws. polityki dywidendowej w 2022 r., 9.12.2021, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_KNF_ws_polityki_dywidendowej_w_2022_r.pdf dostęp 5.10.2022,

[737] Analogiczny mechanizm w Stanach Zjednoczonych opisywany jest w: D. Zaring, The Corporatist…, s. 1322-1324,

[738] M. Romanowski, A.-M. Weber-Elżanowska, *Kilka refleksji na temat kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego do wydania Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*, Wiadomości

Wydawanie stanowisk pełni istotne role wymienione powyżej m.in. ujednolica praktykę, minimalizuje wątpliwości interpretacyjne. Przedsiębiorcy poszukując narzędzi służących minimalizacji ryzyka prawnego zwracają się niejednokrotnie o dokonanie urzędowej interpretacji prawa[739]. Patrząc z punktu widzenia dotkliwości, czy intensywności ingerencji stanowisko KNF lub UKNF jest jednym z najmniej dotkliwych sposobów działania nadzorcy. Środki wykorzystywane przez nadzorcę powinny być adekwatne i stopniowalne. Wydanie stanowiska może pozwolić na uniknięcie zastosowania środka bardziej dotkliwego. Stanowiska są ważnym elementem systemu nadzoru i kontroli rynku kapitałowego rozumianego jako złożonej i funkcjonalnej całości[740]. Usunięcie tego elementu z systemu mogłoby mieć więcej skutków negatywnych niż pozytywnych.

Czasami proponowane jest sformalizowanie procedur tworzenia *soft law* różnych organów z uwagi na ich faktyczne znaczenie, które zbliża się do roli jaką pełnią przepisy prawa. Jednocześnie nadmierna regulacja (skostnienie) zasad wydawania *soft law* (np. stanowisk KNF i UKNF) prowadzi do porzucania formalnej ścieżki wydawania *soft law*, korzystania przez organy administracji z mniej formalnych instrumentów oraz poszukiwania nowych dróg przekazywania informacji[741]. Wobec rosnącej roli stanowisk warto rozważyć wprowadzenie następczej kontroli sądowej ich zgodności z prawem[742]. Drogi do usprawnień w procesie tworzenia i stosowania stanowisk KNF i UKNF dotyczących zakresu usług maklerskich warto poszukiwać w idei *good governance*. Zakłada ona, że administracja powinna działać w sposób bardziej efektywny z uwzględnieniem swojego otoczenia. Wskazuje się w ramach tej idei m.in. na potrzebę tworzenia polityk publicznych w sposób przewidywalny otwarty i przejrzysty oraz na

Ubezpieczeniowe 3/2016, https://piu.org.pl/wp-content/uploads/2017/01/WU-2016-03-11-romanowski-weber-elzanowska.pdf, dostęp 04.08.2023, s. 131-140,

[739] K. Kiczka, *Chapter 9. Information Asymmetry in Public Commercial Law*, [w:] D. Cendrowicz, A. Chrisidu-Budnik (red.) Asymmetric Information in Public Administration, Legalis 2022,

[740] M. Szreniawska, P. Szreniawski, System nadzoru i kontroli nad instytucjami finansowymi z perspektywy nauk administracyjnych [w:] J. Olszewski (red.), Rynek usług finansowych: inwestycyjnych, bankowych i ubezpieczeniowych – między teorią a praktyką, Legalis 2020,

[741] H. Marjosola, Shadow Rulemaking: Governing Regulatory Innovation in the EU Financial Markets, German Law Journal Vol. 23 issue 2, C. II.,

[742] D. Maśniak, Zasada wolności działalności gospodarczej interwencjonizm państwa, czyli o rekomendacjach I wytycznych KNF dla uczestników rynku ubezpieczeniowego, Gdańskie Studia Prawnicze tom XXXVII, 2017, s. 152-153, A. Nadolska, Soft…, Rozdział II, § 3,

partycypację społeczeństwa obywatelskiego w sprawach publicznych[743]. W praktyce mogłoby to oznaczać m.in. większy utworzenie zwartej, regularnie uzupełnianej bazy stanowisk UKNF, czy szerokie konsultacje poprzedzające wydawania kolejnych stanowiska UKNF. Mam świadomość, że takie konsultacje występują. Czasami prowadzone są publicznie (dotyczy to przede wszystkim rekomendacji)[744], a czasami projekty stanowisk są kierowane do organizacji zrzeszających uczestników rynku np. Izby Domów Maklerskich. Konsultacje nie są jednak obowiązkiem KNF ani UKNF, ich zasady nie są sformalizowane, brak jest obowiązku wzięcia pod uwagę głosu podmiotów biorących udział w konsultacjach niezależnie od wagi argumentów, a rezultaty konsultacji co do zasady nie są publikowane.

4.3.3. Stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego i Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego – publikacja i katalogowanie

Analiza stanowisk KNF i UKNF napotyka na ograniczenia. Nie wszystkie stanowiska zostały opublikowane na stronie internetowej UKNF[745]. Poza nimi występują też niepublikowane stanowiska UKNF. Adresatami pojedynczych stanowisk mogą być wszystkie podmioty nadzorowane, których dotyczy dane stanowisko albo pojedyncze podmioty. Ten ostatni rodzaj stanowisk powstaje m.in. na skutek zapytania o interpretację przepisów skierowanego przez podmiot nadzorowany lub organizację zrzeszającą podmiot nadzorowane (np. Izba Domów Maklerskich, Związek Banków Polskich). Nie istnieje publiczne, centralne repozytorium lub katalog stanowisk wydanych przez KNF i UKNF poza katalogiem umieszczonym na stronie internetowej. Może to prowadzić do nierównowagi informacyjnej pomiędzy podmiotami nadzorowanymi co do oczekiwań nadzorczych. Z tego powodu pożądanym byłoby publikowanie przez KNF szerszego zakresu stanowisk na stronie internetowej. W miarę możliwości wszystkich stanowisk. Mogłoby to następować w formie zwięzłych interpretacji przepisów będących wyciągami z pism KNF i UKNF kierowanych do

[743] A. Barczewska-Dziobek, Wpływ koncepcji good governance na sposób działania administracji publicznej w Polsce – zarys problematyki, Roczniki Nauk Prawnych, tom XXVIII, nr 1/2018, s. 152-156,
[744] KNF, Publiczne konsultacje, Strona internetowa Komisji Nadzoru Finansowego: https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/regulacje_i_praktyka/Publiczne_konsultacje, dostęp 22.11.2023,
[745] https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/stanowiska,

podmiotów nadzorowanych (stanowisk, protokołów kontroli etc.). Taka forma sprzyjałaby syntetyczności oraz informacyjności przekazu, a jednocześnie w znikomym stopniu narażałaby na ujawnienie tajemnicy przedsiębiorstwa poszczególnych uczestników rynku. Ta okoliczność wpływa niekorzystnie na zasadę równej konkurencji pomiędzy podmiotami nadzorowanymi[746]. Na uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym ma wpływ nie tylko ujawnianie informacji ekonomicznych inwestorom i innym uczestnikom rynku[747], ale także jawność reguł, które powinni stosować pośrednicy na tym rynku. Brak publicznej komunikacji oczekiwań nadzorczych może sprawiać, że różne podmioty będą stosować inne wymogi (mniej lub bardziej restrykcyjne), co może mieć przełożenie na koszty ich działalności. Może to dotyczyć np. konieczności uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej lub wykonywania innych obowiązków powiązanych z wykonywaniem usługi maklerskiej.

Stanowiska niewątpliwie przyczyniają się do ujednolicenia sposobu rozumienia i wykonywania obowiązków administracyjnych[748]. KNF i UKNF ujawniają swoje oczekiwania nadzorcze w stanowiskach. Zaufanie podmiotów nadzorowanych do tych stanowisk wynika z dążenia do mitygowania ryzyka prawnego podmiotów nadzorowanych. W przypadku braku jednoznaczności przepisów kierują się one stanowiskiem KNF lub UKNF licząc, że jest ono najbezpieczniejszym rozwiązaniem, minimalizującym ryzyko poniesienia konsekwencji prawnych. W szczególności w przypadku przepisów prawa publicznego, których egzekwowanie leży w gestii KNF, takie oczekiwanie jest racjonalne. Jako potencjalnie negatywną praktykę komunikacji nadzorczej należałoby wskazać komunikowanie oczekiwań nadzorczych w protokołach kontroli i zaleceniach pokontrolnych przy jednoczesnym braku komunikowania tych oczekiwań nadzorczych publicznie. W takim przypadku podmiot, który otrzymuje zalecenia pokontrolne mógłby zostać postawiony przed trudnym wyborem dostosowania działalności do oczekiwań nadzorczych, które nie są stosowane przez konkurencję albo wejścia na ścieżkę sporu z KNF przez zakomunikowanie braku realizacji zaleceń pokontrolnych i oczekiwanie na wszczęcie potencjalnego

[746] UKNF, Stanowisko UKNF przypominające..., s. 2,
[747] G. Sęga, Soft law jako instrumentarium zabezpieczające ochronę uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym – zagadnienia wybrane, IKAR 2021 nr 1(10), s. 100-113,
[748] *Ibidem*,

postępowania sankcyjnego (np. z art. 167 Ustawy o obrocie). Taka praktyka naruszałaby zasadę równych reguł gry dla podmiotów działających na rynku (*level playing field*) podkreślaną w unijnym prawie rynków finansowych[749].

Starsze stanowiska KNF i UKNF bywają zapominane[750]. Takie zjawisko dotknęło m.in. Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych wydane przez KNF w 2014 roku[751]. Bezpośrednio po wydaniu znajdowały się one w centrum zainteresowania nadzorcy chociaż były kontrowersyjne. Po niemal 10 latach popadły w zapomnienie chociaż nie zostały uchylone[752].

W przypadku wprowadzenia zmian przepisów prawa, które skutkują dezaktualizacją danego stanowiska nie zawsze jest ono usuwane z katalogu stanowisk aktualnych umieszczonego na stronie internetowej KNF. Przykładem braku usunięcia stanowiska nieaktualnego jest stanowisko UKNF w sprawie współpracy firmy inwestycyjnej z podmiotami trzecimi w przedmiocie realizacji czynności związanych z ogłoszeniem i przeprowadzeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej[753]. Określa ono, że pośrednictwo w przeprowadzeniu wezwania nie stanowi żadnej z czynności maklerskich z art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie. Jest to pogląd wątpliwy, szczególnie od czasu określenia w Rozporządzeniu wezwaniowym przez ustawodawcę, że zapis w wezwaniu może być złożony tylko w firmie inwestycyjnej, z którą składający zapis ma zawartą umowę o świadczenie usługi PPZ. Jest ono także wątpliwe biorąc pod uwagę fakt, że podmiot pośredniczący w wezwaniu wprowadza do giełdowego systemu zlecenia brokerskie działając na rachunek wzywającego[754].

---

[749] Przykładowo motyw 58 MIFID II,

[750] P. Szreniawski, Zapominanie..., s. 99-106,

[751] KNF, Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych, 2014, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_140904_Zasady_ladu_korporacyjnego_22072014_38575.pdf, dostęp 27.11.2023,

[752] T. Czech, wpis w serwisie LinkedIn zaczynający się od słów: Prawie 10 lat temu Komisja Nadzoru Finansowego z wielkim szumem uchwaliła „Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych", 2023, https://www.linkedin.com/posts/activity-7122454172452446211-_qS3?utm_source=share&utm_medium=member_desktop, dostęp 27.11.2023,

[753] UKNF, Stanowisko UKNF w sprawie współpracy firmy inwestycyjnej z podmiotami trzecimi w przedmiocie realizacji czynności związanych z ogłoszeniem i przeprowadzeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, 14 grudnia 2015 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-14-1-2015-PK_43860.pdf, dostęp 04.08.2023,

[754] M. Kalisiak, *Zmiana przepisów dotyczących odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży lub zamiany akcji*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego nr 5/2022, s. 44, Szerzej vide rozdział IV pkt 2.10.,

Przykładem braku usunięcia lub modyfikacji nieaktualnego stanowiska jest także stanowisko KNF w sprawie przetwarzania danych osobowych klientów przez instytucje finansowe z 2014 roku[755]. Sporą jego część zajmuje przytoczenie podstaw prawnych, które utraciły znaczenie po wejściu w życie RODO.

Przybywa stanowisk KNF i UKNF w obszarze rynku kapitałowego. Z pobieżnej analizy strony internetowej polskiego nadzorcy wynika, że stanowisk tych jest łącznie około 120, a najstarsze z nich pochodzą z 2007 roku[756]. Są one uszeregowane według daty wydania[757]. Zbiór tej wielkości sprawia problemy przy jego przeszukiwaniu. Stanowiska są oznaczone tylko tytułem i datą wydania. Są to niejednokrotnie stanowiska obszerne, które dotyczą wielu przepisów prawa. Oznaczenie ich przez referencje do przepisów prawa, których dotyczą, ułatwiłoby ich przegląd.

W Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego[758] sformułowano postulat, by na stronie internetowej KNF stworzyć narzędzia, funkcjonalności podobne do interactive sourcebook ESMA[759] albo sourcebook brytyjskiego nadzorcy FCA[760]. Takie narzędzie miałoby na celu ułatwić dostęp m.in. do stanowisk KNF i UKNF poprzez przyporządkowanie ich tematyczne uporządkowanie. Strategia warunkowała wykonanie tego zalecenia od zasobów kadrowych i technologicznych KNF[761]. W podsumowaniu wykonania Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego[762] ten postulat uległ zmianie. Nazwano go „analiza konieczności wprowadzenia na stronie internetowej KNF narzędzia typu sourcebook ułatwiającego zrozumienie regulacji rynku finansowego odnosi się do zmodyfikowanego". Stwierdzono, że analiza wykonana przez UKNF wykazuje brak zasadności wprowadzenia ww. narzędzi[763]. Jest to

[755] KNF, Stanowisko KNF w sprawie przetwarzania danych osobowych klientów przez instytucje finansowe, 30 grudnia 2014 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_przetwarzanie_danych_przez_inst_fin_30122014_40180.pdf dostęp 04.08.2023,

[756] Stan na 19.12.2023 r.,

[757] https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/stanowiska

[758] Rada Ministrów, Strategia..., s. 37,

[759] ESMA, Interactive Single Rulebook, strona internetowa ESMA: https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook, dostęp 22.11.2023,

[760] https://www.handbook.fca.org.uk/handbook

[761] Rada Ministrów, Strategia..., s. 37,

[762] Pełnomocnik Ministra Finansów ds. Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, Sprawozdanie..., s. 26,

[763] *Ibidem*..., s. 26,

zaskakujące, ponieważ strategia jednoznacznie wskazywała na potrzebę stworzenia narzędzia.

4.3.4. Stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego i Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego – poziom informacyjności

W trakcie prac nad dysertacją sięgałem do wytycznych i stanowisk KNF, BaFin, FCA i organów UE (KE, CESR, ESMA). Dokumenty sporządzane przez FCA i BaFin cechują się większym walorem informacyjnym i mniejszą zawartością zbędnych elementów tekstowych niż stanowiska KNF i UKNF. Z tego powodu są znacznie łatwiejsze w odbiorze dla czytelnika. Przykładowo wytłumaczenie zakresu definicji oferowania instrumentów finansowych zajmuje UKNF niemal 30 stron stanowiska wraz z przykładami (nie liczę stron tytułowych i spisu treści)[764]. BaFin sprowadza analogiczną usługę (Platzierungsgeschäft) do czterech - pięciu przesłanek. Opis samej usługi zajmuje 2,5 strony w programie Word (czcionka 12 Times New Roman)[765]. FCA poświęca niecałą stronę tekstu w programie Word (czcionka 12 Times New Roman) w Perimeter Guidande na opis ww. usługi oraz usługi gwarantowania emisji. Opis jest w formie pytań i odpowiedzi (Q&A)[766].

Polski nadzorca przykłada dużą wagę w swoich stanowiskach do pouczania i powtarzania podstawowych przepisów i informacji. Nie są one zatem wyłącznie zbiorem informacji w postaci interpretacji nadzorczej danego zagadnienia prawnego. Wielokrotnie przypominany jest w stanowiskach obowiązek działania w sposób rzetelny i profesjonalny, w najlepiej pojętym interesie klienta, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu. Podkreślany jest cel ochrony inwestorów oraz potrzeba budowania ich zaufania do rynku kapitałowego. Sformułowania te są słuszne, jednak nie służą przejrzystości stanowisk jako źródeł wiedzy o interpretacji przepisów. Zwracam uwagę, że cytaty o obowiązku działania w najlepiej pojętym interesie klienta i zgodnie z zasadami uczciwego obrotu znalazły się nawet w stanowisku, które dotyczy zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych tzn. w stanowisku o charakterze

[764] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022,
[765] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft…,
[766] FCA, PERG…, 13.3, Q22 i Q23,

technicznym, którego celem powinno być przedstawienie granic obowiązku publicznoprawnego. Poniżej kilka przykładowych cytatów, które polski nadzorca umieszcza w licznych stanowiskach:

Należy zauważyć, że niezależnie od faktu, że w ramach usługi oferowania instrumentów finansowych, klientem firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, jest emitent, podmiot ten powinien działać nie tylko w najlepiej pojętym interesie klienta, ale jednocześnie z zachowaniem zasad uczciwego obrotu[767].

Firma inwestycyjna ma obowiązek działać w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klientów (art. 83c Ustawy o obrocie)[768].

Firmy inwestycyjne jako podmioty profesjonalne, doradzając określone rozwiązania inwestycyjne, muszą przede wszystkim kierować się najlepiej pojętym interesem klienta, a nie korzyściami, które mogłyby uzyskać w związku z rekomendowaniem takich rozwiązań[769].

Intencją działań UKNF jest zapewnienie prawidłowego, zgodnego z prawem, wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego. Poprawność postępowania przy udzielaniu zindywidualizowanych rekomendacji inwestycyjnych służy bowiem przede wszystkim ochronie interesów klientów, a także wpływa na zwiększenie zaufania inwestorów do rynku kapitałowego i jego uczestników[770].

Gdyby przyłożyć do stanowisk KNF/UKNF zasadę z art. 16 ust. 2a Rozporządzenia 1095/2010 dotyczącą wytycznych i zaleceń ESMA zakazującą powielania treści aktów prawnych, to powyższe fragmenty nie powinny się znajdować w stanowiskach KNF/UKNF.

[767] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 5,

[768] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące oceny emitenta przez firmy inwestycyjne przed rozpoczęciem świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych, 2022, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_oceny_emitenta_przez_firmy_inwestycyjne.pdf dostęp 24.08.2022, s. 2,

[769] UKNF, Stanowisko UKNF w sprawie wybranych aspektów świadczenia przez firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy usług doradztwa inwestycyjnego, 2020, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_doradztwa_inwestycyjnego.pdf dostęp 24.08.2022, s. 1

[770] *Ibidem*, s. 13

Mając na uwadze opisane powyżej mankamenty stanowisk UKNF należy pozytywnie ocenić podpisanie przez UKNF „Deklaracji prostego języka”[771]. Poprawa sposobu komunikacji powinna przynieść korzyść zarówno dla adresatów tych stanowisk, jak i dla samego UKNF. Z zainteresowaniem oczekuję na prace w tym obszarze.

5. Wnioski do rozdziału III

1. **Wzorzec unijny zakresu usług maklerskich**. Istnieje wzorzec zakresu usług maklerskich (usług inwestycyjnych) zawarty w prawie UE. Ma to oparcie w zasadzie maksymalnej harmonizacji MIFID II[772], występowaniu soft law UE dotyczącego zakresu usług maklerskich[773] oraz orzeczeniu TSUE odnoszącym się do tego zakresu[774]. Przemawiają za tym wolności firm inwestycyjnych z art. 34-38 MIFID II, w szczególności możliwość „paszportowania” prowadzonej działalności tzn. wykonywania działalności na terytorium wszystkich państw UE na podstawie zezwolenia uzyskanego w jednym państwie członkowskim. Zakres usług inwestycyjnych jest opisany przy pomocy przepisów, które są niejasne. Może on być precyzowany przez orzecznictwo TSUE i unijny *soft law*. Pomocniczo może być precyzowany także przez przepisy prawa krajowego i stanowiska krajowego organu nadzoru, o ile działania te prowadzone są przy zachowaniu zgodności z prawem UE. Określony przez polskiego ustawodawcę zakres usługi maklerskiej może być kwestionowany przed TSUE. Zakres ten powinien być przedmiotem pytania prejudycjalnego za każdym razem, gdy zależy od niego rozstrzygnięcie w sprawie sądowej, a przepis krajowy jest

[771] UKNF, UKNF dołączył do sygnatariuszy „Deklaracji prostego języka”, strona internetowa UKNF: https://www.knf.gov.pl/dla_mediow/galeria?articleId=80265&p_id=18, dostęp 1.10.2023, Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, Deklaracja prostego języka, strona internetowa Portal Funduszy Europejskich: https://www.funduszeeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/promocja/prosto-o-funduszach-europejskich-1/deklaracja-prostego-jezyka/, dostęp 1.10.2023,

[772] M. Hobza, A. Vondráčková, The New…, s. 11, M. Tison, The Civil…, s. 11-12, M. Pacak, MIFID II…, s. 266, T. Möllers, Juristische…, s. 61 i 76, D. Busch, Why…, s. 1-2, FCA, Markets…, s. 9-14, G. Spindler [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts…, s. 2016-2021,

[773] Przykładowo: European Commission, Working Document ESC-07-2007…, s. 20-22, ESMA, Consultation Paper On ESMA’s Opinion on the trading venue perimeter, s. 9,

[774] Wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2017 r., w sprawie C-678/15…,

„doprecyzowaniem" MIFID II przez polskiego ustawodawcę po spełnieniu przesłanek do zadania takiego pytania[775].

2. **Różne wersje językowe aktów prawa UE.** Pomimo obowiązującej w UE zasady równorzędności różnych wersji językowych aktów pranych[776] istnieje praktyczny prymat angielskiej wersji językowej. Procedura Lamfalussy II[777] wzmaga ten prymat, ponieważ akty prawa i *soft law* UE tworzone są w języku angielskim, przy uwzględnieniu angielskich wersji językowych aktów wyższego rzędu, a następnie są one tłumaczone na pozostałe języki narodowe. Przy tłumaczeniach gubiona jest część wskazówek interpretacyjnych, które występują w angielskiej wersji językowej. Słabość tłumaczeń aktów prawa UE jest dostrzegana w różnych jurysdykcjach[778]. Może to prowadzić lokalnie do błędnej wykładni prawa UE. Nazwy usług i działalności inwestycyjnych w polskich tłumaczeniach prawa UE ulegały zmianie pomiędzy ISD, MIFID i MIFID II . W angielskiej wersji językowej nazwy te są co do zasady stałe. Katalog usług i działalności ulega zmianom polegającym głównie na granulacji (podział jednej usługi na dwa osobne punkty) i dodawaniu nowych pozycji do katalogu. Termin „placing" używany jednolicie w angielskiej wersji ISD, MIFID i MIFID II został przetłumaczony na język polski kolejno jako: plasowanie (emisji), wprowadzanie (instrumentów finansowych), subemisja (instrumentów finansowych). Angielska wersja językowa sugeruje ciągłość pojęcia, a polska zmiany.
3. **Metodologiczna trudność stosowania prawa UE**. Stosowanie prawa rynku kapitałowego UE jest metodologicznie trudnym procesem z uwagi na zasady stosowania prawa UE, w tym: zasadę pierwszeństwa prawa UE, autonomiczną wykładnię prawa UE, zasadę bezpośredniego stosowania, obowiązywania prawa UE, obowiązek stosowania wykładni prounijnej, zasadę efektywności

[775] R. Grzeszczak, Pytania..., s. 33-34 i 39-40, A. Frąckowiak-Adamska, P. Bańczyk, Formułowanie, rozdział I pkt 2.4.3. i rozdział II pkt 1.,
[776] A. Nowak-Far, Prawo..., Rozdział IV pkt 1, 3.1, 3.2, 3.3, Rozdział VI pkt 1,
[777] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 55-63
[778] M. Wilk, A critical..., T. Möllers, Für..., s. 25,

prawa UE[779]. Nie ułatwia zadania mnożący się w szybkim tempie soft law[780] oraz reguły jego stosowania. Do tych ostatnich należą m.in. orzeczenie w sprawie Grimaldi[781], zasada uzasadnionych oczekiwań (ochrony zaufania)[782], reguła zastosuj albo wyjaśnij (*comply or explain*) odnoszącą się do zaleceń i wytycznych ESMA[783], funkcje ESMA nakierowane na osiąganie jednolitych praktyk nadzorczych, zapobieganie arbitrażowi regulacyjnemu i propagowanie równych warunków konkurencji w granicach kompetencji ESMA[784]. Z uwagi na te zasady *soft law* wydawane przez organy UE w zakresie prawa rynku kapitałowego, w tym granic usług maklerskich, mimo swojej pozornej nieobowiązkowości (*soft*) nie pozostawia wiele pola do odstępowania o jego treści. Zastanawiający jest brak odwoływania się przez KNF i UKNF w swoich stanowiskach odnoszących się do zakresu usług maklerskich do unijnego *soft law*. Wspomniane powyżej zasady stosowania prawa i soft law UE sprawiają, że nawet niedokładna implementacja prawa UE przez krajowego ustawodawcę pozwala z dużym prawdopodobieństwem na zastosowanie przepisów prawa UE zgodnie z celem unijnego ustawodawcy (art. 288 zd. 3 TFUE). Jednocześnie wymaga ona dużego nakładu pracy oraz kosztów przy stosowaniu tego prawa i może rodzić pytania o zasadność utrzymywania tak wymagającej konstrukcji[785]. Jest to wymagające środowisko do funkcjonowania zarówno dla krajowego ustawodawcy, organów nadzoru oraz podmiotów nadzorowanych. Prawo UE dynamicznie się zmienia. Wdrożenie prawa UE w innej formie niż jego dosłowne przepisanie może prowadzić do rozbieżności w przyszłości. Wdrożone akty pierwszego i drugiego poziomu są z czasem uzupełniane przez unijny *soft law*, który może zawierać interpretacje nieprzystające do krajowej implementacji. W tym kontekście zastanawiająca jest aktywność polskiego ustawodawcy w zharmonizowanym obszarze zakresu usług maklerskich[786] np. samodzielne

[779] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50, D. Kornobis-Romanowska, Mechanizm..., s. 288-292, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 329-355, T. Möllers, The Principle..., s. 465-488,
[780] N. Moloney, The Age..., s. 149-152,
[781] P. Staszczyk [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., Rozdział XXIII, Nb. 36-42,
[782] D. Miąsik, Zasady..., Rozdział III, Nb. 110-145,
[783] Art. 16 ust. 3 Rozporządzenia 1095/2010,
[784] art. 1 ust. 5 lit. d Rozporządzenia 1095/2010,
[785] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 64, T. Möllers, Für..., s. 19-40,
[786] vide rozdział II pkt 3.4.2., rozdział III pkt 1.2. i 1.3.,

tworzenie definicji usługi oferowania instrumentów finansowych[787] oraz usługi gwarantowania emisji[788].

4. **Nieuporządkowany katalog *soft law* UE**. Katalog *soft law* wydawanych przez organy UE funkcjonujący w ramach tzw. Single Rulebook[789], pomimo pewnego uporządkowania, jest niekompletny i trudny w obsłudze. Przyporządkowanie długich i złożonych dokumentów wydawanych przez organy UE do pojedynczych przepisów prawa powoduje konieczność przeszukiwania tych dokumentów pod kątem interesujących interpretacji. Interactive Single Rulebook zawiera odesłania tylko do niektórych dokumentów. Przykładowo brak jest Q&A CESR dotyczącego najlepszego wykonania (*best execution*) zawierającego m.in. załącznik z testem czteroskładnikowym (four-fold-test)[790] przyporządkowanego do definicji (art. 4) MIFID II, ani do załącznika I MIFID II zawierającego katalog usług maklerskich. Ten dokument CESR jest przydatny dla wyznaczania granic usługi wykonywania zleceń i PPZ, do których odnoszą się art. 4 i Załącznik I MIFID II. Zasadnym jest poszerzenie zakresu odesłań w Interactive Single Rulebook oraz rozważenie przygotowania przez ESMA opracowań tematycznych na wzór Perimeter Guidance wydawanego przez brytyjski FCA[791].
5. **Stanowiska KNF i UKNF**. Stanowiska UKNF i KNF mają duży wpływ na interpretację przepisów o zakresie usług maklerskich[792]. Stanowiska nie są źródłem prawa, a interpretacją urzędową, która może zostać podzielona przez inne podmioty, o ile posiada ona odpowiednie walory[793]. Walory mogą wynikać z zastosowania rad M. Matczaka służących praktycznemu unikaniu formalizmu w stosowaniu prawa m.in. maksymalizowania przesłanek interpretacyjnych i stosowania strategii holizmu interpretacyjnego[794]. Badane stanowiska UKNF i

[787] vide rozdział VI, pkt 2.1.-2.7.,
[788] vide rozdział VII, pkt 2.1.-2.4.,
[789] ESMA, Interactive Single Rulebook, MIFID II, strona internetowa ESMA: https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii, dostęp 22.11.2023,
[790] CESR, Best execution under MIFID, Questions and Answers, Ref. CESR/07-320, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf dostęp 12.04.2022,
[791] FCA, PERG…,
[792] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 723-725, vide Wstęp pkt 6,
[793] FCA, PERG…, 1.3, pkt 1.3.1,
[794] M. Matczak, Summa…, s. 217-222,

KNF dotyczące zakresu usług maklerskich[795] nie wykazują takich cech. Stanowisko UKNF w sprawie wydawania i obrotu kryptoaktywami[796] wymienia przepisy prawa UE i *soft law* UE, ale nie zawiera pogłębionej analizy ich treści. Duży nacisk kładzie się w nich na przesłanki wewnętrzne, literalną wykładnię aktów prawa krajowego, a pomija się przepisy prawa UE i *soft law* UE.

KNF dąży do egzekwowania stosowania stanowisk dostępnymi środkami nadzorczymi np. weryfikując ich stosowanie w ramach procesu BION[797] albo wydając stanowisko dotyczące stosowania stanowisk UKNF[798]. Uczestników rynku mogłoby zachęcić do stosowania stanowisk zwolnienie z sankcji administracyjnych nakładanych przez KNF w przypadku zastosowania przez podmiot nadzorowany stanowiska KNF lub UKNF na wzór regulacji brytyjskiej[799]. Za takim rozwiązaniem przemawia zasada zaufania do organów administracji[800] oraz zasada uzasadnionych oczekiwań[801]. Z uwagi na wzrost roli stanowisk KNF i UKNF w ostatnich latach należy rozważyć wprowadzenie kontroli sądowej zgodności z prawem tych stanowisk[802].

KNF i UKNF powinny w szerszym stopniu dążyć do publikowania wyrażanych poglądów. Istnieją stanowiska wydawane pojedynczym podmiotom lub grupom podmiotów, które nie są publikowane. Jeżeli zawierają one poglądy, które nie zostały opublikowane, to powinno dochodzić do ich ujawnienia w celu m.in. zapewnienia równej konkurencji pomiędzy uczestnikami rynku[803]. Nie oznacza to potrzeby publikowania całych stanowisk. Wystarczające byłoby publikowanie istotnych poglądów np. w formie pytań i odpowiedzi. Należy dbać o odpowiednie katalogowanie stanowisk KNF i UKNF. Stanowiska nieaktualne powinny być oznaczane jako historyczne. Nie zawsze

[795] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2019,
[796] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydawania…,
[797] UKNF, Metodyka Badania…, s.8,
[798] UKNF, Stanowisko UKNF przypominające…,
[799] FCA, PERG…, 1.3, pkt 1.3.1,
[800] art. 8 KPA,
[801] D. Miąsik, Zasady…, Rozdział III, Nb. 110-145,
[802] D. Maśniak, Zasada…, s. 152-153
[803] UKNF, Stanowisko UKNF przypominające…, s. 2,

ma to miejsce[804]. Warto wprowadzić narzędzia umożliwiające łatwe przeszukiwanie stanowisk KNF i UKNF. Aktualnie stanowiska KNF są uporządkowane chronologicznie i podzielone na aktualne i historyczne. Brak jest możliwości wyszukiwania np. tematycznie i przez przyporządkowanie stanowisk do przepisów prawa.

Należy zadbać o odpowiedni poziom syntetyczności i informacyjności stanowisk KNF i UKNF. Aktualnie zawierają one poza poglądami dot. interpretacji przepisów prawa także elementy o innym charakterze m.in. pouczenia i powtarzające się odwołania do przepisów o charakterze klauzul generalnych[805]. Warto wyodrębnić przestrzeń zawierającą wyłącznie urzędowe interpretacje przepisów prawa pozbawione elementów dodatkowych. Powinno to uczynić przekaz bardziej syntetycznym. Należy docenić działania KNF zmierzające do poprawy jakości komunikacji, w tym podpisanie deklaracji prostego języka[806]. Mam nadzieję, że te działania przyczynią się do poprawienia jakości komunikacji także w obszarze wydawanych stanowisk.

[804] KNF, Stanowisko KNF w sprawie przetwarzania danych osobowych…, UKNF, Stanowisko UKNF w sprawie współpracy firmy inwestycyjnej…,
[805] M.in. UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 5,
[806] UKNF, UKNF dołączył do sygnatariuszy…, Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, Deklaracja…,

IV. ZAKRES USŁUGI PRZYJMOWANIA I PRZEKAZYWANIA ZLECEŃ NABYCIA LUB ZBYCIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Rozdział zawiera opis zakresu usługi maklerskiej przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (PPZ). Jest to pierwszy z czterech rozdziałów dotyczących opisu wybranych usług maklerskich. Każdy z nich jest uporządkowany w podobny sposób, według zasady „od ogółu do szczegółu", czyli:

1) rozpoczyna się od opisu **odpowiednika usługi maklerskiej w prawie UE**; w niektórych przypadkach część dotycząca prawa UE jest uzupełniana przedstawieniem poglądów brytyjskiego organu nadzoru (FCA) na zakres tej usługi;
2) druga część dotyczy **zakresu usługi maklerskiej w prawie polskim**;
3) trzecia część zawiera **opis odpowiednika usługi maklerskiej w prawie niemieckim** oraz porównanie definicji usługi w prawie polskim i niemieckim;
4) kończy się przedstawieniem najistotniejszych **wniosków**.

1. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń w prawie Unii Europejskiej

Usługi inwestycyjne nie zostały zdefiniowane w sposób ścisły w MIFID[807]. To podejście zostało utrzymane w MIFID II. MIFID II w sposób bardzo ogólny opisuje usługę przyjmowania i przekazywania zleceń w odniesieniu do jednego lub większej liczby instrumentów finansowych (*Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments*). **Nie zawiera jej definicji**. Pkt 1 Załącznika I sekcji A MIFID II podaje **samą nazwę usługi**, a motyw 44 MIFID II **doprecyzowuje**, że **usługa ta obejmuje także kojarzenie dwóch lub więcej inwestorów prowadzące do zawarcia przez nich transakcji** (*the business of reception and transmission of orders should also include bringing together two or more investors, thereby bringing about a transaction between those investors*). Historyczne regulacje UE (MIFID i ISD) nie zawierały szerszego

[807] EBA, *Report on investment…, s. 18*,

opisu tej usługi. Zarówno ISD, jak i MIFID zawierały w motywach tych dyrektyw cytowane wyżej doprecyzowanie dotyczące kojarzenia inwestorów. Czynność kojarzenia inwestorów została wpisana po raz pierwszy do polskich przepisów w art. 74 ust. 3 Ustawy o obrocie w brzmieniu, jakie obowiązywało od 24 października 2005 roku[808].Było to niemal półtora roku po przystąpieniu Polski do UE. Z punktu widzenia skuteczności prawa UE było to bez znaczenia, ponieważ polskie przepisy od 1 maja 2004 r. do 24 października 2005 r. powinny być interpretowane w kontekście nieprzepisanego do prawa polskiego motywu ISD z uwagi na obowiązek wykładni prowspólnotowej. Dostrzegalna jest większa zmienność w czasie definicji PPZ w prawie polskim niż w prawie UE.

1.1. Definicja przyjmowania i przekazywania zleceń w prawie Unii Europejskiej

ESMA odnosząc się do zakresu podstawowej formy usługi PPZ (innej niż motyw 44 MIFID II) wskazała, że jej świadczenie polega na **komunikacji firmy inwestycyjnej** (lub jej agentów) **z klientem, która ma na celu uzyskanie instrukcji klienta w przedmiocie transakcji dotyczącej konkretnego instrumentu lub instrumentów finansowych** (zlecenia), przyjęcie, a następnie przekazanie tych zleceń do firmy inwestycyjnej, która jest uprawniona do wykonania zlecenia klienta (*the provision of RTO entails the communication of an investment firm (or its agents) with a client, with the aim of obtaining client's instructions in relation to transactions involving particular or specific financial instruments (orders), the reception and the subsequent transmission of such orders to another investment firm, which is authorised to execute the client order*)[809]. Powyższe stwierdzenia zostały sformułowane przez ESMA w kontekście porównania przez ESMA usługi PPZ z usługą prowadzenia platformy obrotu (*trading venue*). Prawdopodobnie z tego powodu ostatni cytat mówi o przekazaniu zlecenia do innej firmy inwestycyjnej jako obowiązkowego pośrednika pomiędzy klientem, a platformą obrotu. Moim zdaniem ESMA nie zawęża katalogu odbiorców zlecenia do firm inwestycyjnych świadczących usługę wykonywania zleceń.

[808] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,
[809] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9,

Zdaniem ESMA sensem tej usługi jest komunikacja z klientem nakierowana na uzyskanie zlecenia od klienta, a nie fakt przekazania (komunikowania) zlecenia za pośrednictwem firmy inwestycyjnej. Potwierdza to zdaniem ESMA motyw 44 MIFID II: *motyw [44 MIFID II] powinien być interpretowany w taki sposób, by obejmować* ***pośrednictwo w transakcjach dotyczących nabycia lub zbycia jednego lub wielu instrumentów finansowych na rachunek klienta z potencjalnym nabywcą lub zbywcą, niezależnie od tego, czy oferta lub przyjęcie oferty jest komunikowane przez firmę inwestycyjną, która skojarzyła inwestorów***[810]

(the recital should be interpreted to include brokering of transactions with one or more financial instruments for the acquisition or disposal of investments on behalf of a client with a potential buyer or seller, regardless of whether the actual offer or acceptance is communicated through the firm that brought the investors together)[811]

Gdyby nie istniał motyw 44 MIFID II poza zakresem działalności maklerskiej znajdowałyby się przypadki, w których pośrednik przekonał inwestora do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, a inwestor zawarł tą transakcję sam, we własnym imieniu, bez udziału pośrednika jako posłańca, zastępcy bezpośredniego lub zastępcy pośredniego.

Zdaniem ESMA **inwestorem** (z motywu 44 MIFID II) **nie jest podmiot emitujący instrument finansowy**[812]. Określenie „inwestor" używane w MIFID II nie ma definicji. Sposób jego wykładni w tym przypadku wydaje się być zbieżny z używanym w Rozporządzeniu 565/2017 i przez ESMA podziałem na klientów inwestycyjnych (*investment client*) i klientów, którzy są emitentami (*issuer client*)[813]. Podejście wykluczające możliwość świadczenia usługi PPZ w modelu „kojarzenia"[814] może być kwestionowane z perspektywy zasady licencjonowania (*licensing principle*)[815] przez wskazanie, że działalność polegająca na kojarzeniu inwestora z emitentem jest bardzo podobna do kojarzenia dwóch inwestorów przez co stosowanie innej kwalifikacji jest

[810] Tłumaczenie własne autora,
[811] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9,
[812] Ibidem, s. 9,
[813] Motyw 57 i 59 Rozporządzenia 565/2017, ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR, 22 maja 2014 r., ESMA/2014/549, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf, dostęp 05.03.2023, s. 75-87,
[814] motyw 44 MIFID II,
[815] vide rozdział III pkt 3.2.,

nieuzasadnione. Mogłoby to prowadzić do pozbawienia klienta inwestycyjnego ochrony wynikającej z MIFID II w przypadku, gdy nabywałby on instrument finansowy od emitenta.

Cytowane powyżej stanowisko ESMA zostało zauważone przez brytyjski FCA, który wskazał w PERG, że uznaje zawężenie usługi PPZ w formie określonej w motywie 44 MIFID II do inwestorów, którzy nie są emitentami. Jednocześnie FCA stoi na stanowisku, że to ograniczenie nie dotyczy usługi PPZ w jej podstawowej formie związanej z przyjęciem i przekazaniem zlecenia. Przekazanie zlecenia od klienta do emitenta stanowi zdaniem FCA usługę PPZ, natomiast skojarzenie emitenta z inwestorem, który ma mu dostarczyć finansowania nie jest usługą PPZ[816].

Usługa PPZ ma miejsce w przypadku komunikacji firmy inwestycyjnej dotyczącej transakcji, której przedmiotem jest konkretny instrument finansowy lub instrumenty finansowe[817]. Poza zakresem tej usługi będą zatem stany faktyczne, w których komunikacja nie będzie się odwoływała do konkretnego instrumentu finansowego np. będzie generalną zachętą do skorzystania z usług firmy inwestycyjnej.

PPZ jest jedną z najmniej skomplikowanych usług maklerskich. Prawo dopuszcza obniżenie poziomu ochrony inwestora przez rezygnację z badania adekwatności klienta po spełnieniu dodatkowych warunków (tzw. *execution only*)[818].

1.2. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń a crowdfunding

Rozporządzenie w sprawie crowdfundingu, które jest stosowane od 10 listopada 2021 r. wprowadziło pojęcia **usługi finansowania społecznościowego** (*crowdfunding service*) i **dostawcy usług finansowania społecznościowego** (*crowdfunding service provider*). Dostawcy usług finansowania społecznościowego zostali wyłączeni z zakresu stosowania MIFID II (art. 2 ust. 1 lit. p MIFID II). Z tego powodu nie jest wymagane uzyskanie przez nich zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. Rozporządzenie w sprawie crowdfundingu wprowadza w rozdziale III zasady

[816] FCA, PERG..., 13.3, Q13,
[817] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9, Opinia Rzecznika Generalnego Manuela Camposa Sáncheza-Bordony przedstawiona w dniu 8 lutego 2017 r., Sprawa C-678/15 Mohammad Zadeh Khorassani przeciwko Kathrin Pflanz, pkt 43,
[818] motyw 80 MIFID II oraz art. 25 ust. 4 MIFID II,

uzyskiwania zezwolenia na prowadzenie działalności przez dostawców usług oraz nadzoru nad takimi podmiotami.

Z punktu widzenia zakresu usług inwestycyjnych Rozporządzenie w sprawie crowdfundingu jest interesujące, ponieważ w art. 2 ust. 1 lit. a pkt ii definiuje ono jedną z form usługi finansowania społecznościowego, tzw. **crowdfunding inwestycyjny**, jako **łączne świadczenie** dwóch usług inwestycyjnych określonych w MIFID II: **PPZ** i **plasowania instrumentów finansowych** bez wiążącego zobowiązania (pkt 1 i 7 sekcji A załącznika I do MIFID II) za pośrednictwem **platformy finansowania społecznościowego**. Kluczowe jest łączne świadczenie dwóch wspomnianych usług[819]. Dostawca usług finansowania społecznościowego nie może świadczyć ich oddzielnie. Nie przekreśla to możliwości świadczenia tych usług oddzielnie poza reżimem crowdfundingu. Granica pomiędzy usługą plasowania, a usługą PPZ w przypadku crowdfundingu inwestycyjnego polega na tym, że usługa plasowania jest świadczona wyłącznie na rzecz emitenta, a usługa PPZ na rzecz inwestora[820].

Rozporządzenie w sprawie crowdfundingu potwierdza, że istnieje model obsługi klientów w ramach obrotu pierwotnego składający się z usług: oferowania instrumentów finansowych świadczonej na rzecz emitenta oraz PPZ świadczonej na rzecz inwestorów. Nie jest to jedyny model obsługi klientów na rynku pierwotnym wg MIFID II[821].

1.3. Orzeczenie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie C-678/15 Khorassani

14 czerwca 2017 r. TSUE wydał wyrok w sprawie C-678/15 Mohammad Zadeh Khorassani przeciwko Kathrin Pflanz. Jego główna teza brzmi następująco:

Artykuł 4 ust. 1 pkt 2 dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, zmieniającej dyrektywy

[819] motyw 11 Rozporządzenia w sprawie crowdfundingu,

[820] M. Hobza, A. Vondráčková, The New..., s. 14-15,

[821] motyw 55 rozporządzenia w sprawie crowdfundingu, CESR, CESR's Responses to Questions 15-18 and 20-25 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID, CESR/10-860, 29 July 2010, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_860_responses_to_commission_request_for_additional_information_in_relation_to_the_mifid_review.pdf, dostęp 28.03.2023, s. 2,

Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej dyrektywę Rady 93/22/EWG, w związku z pkt 1 sekcji A załącznika I do tej dyrektywy należy interpretować w ten sposób, że usługa inwestycyjna, która polega na przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń w odniesieniu do instrumentu finansowego lub instrumentów finansowych, nie obejmuje pośrednictwa przy zawieraniu umowy mającej za przedmiot zarządzanie portfelem[822].

Interpretacja zakresu usługi PPZ, jaka została w nim zakwestionowana, nie występowała dotychczas w Polsce. Stanowisko kwestionowane w powyższym wyroku było obecne w czeskim i niemieckim obrocie prawnym. Uznawano przed jego wydaniem, że pośrednictwo w zawieraniu umów zarządzania portfelem powinno być kwalifikowane jako PPZ, ponieważ umowa zarządzania portfelem określa formę przyszłych zleceń dotyczących instrumentów finansowych. W ocenie organów nadzoru w obu państwach było to wystarczające dla uznania pośrednictwa w zawieraniu umów o świadczenie usługi zarządzania portfelem, jako usługi PPZ[823]. Głównym argumentem przedstawianym dla obrony powyższego stanowiska był cel ochrony inwestorów określony w motywie 31 MIFID. TSUE odrzucił w tym przypadku możliwość rozszerzającej wykładni celowej przepisów MIFID opartej o argument ochrony inwestorów na korzyść wykładni literalnej i kontekstualnej[824]. Szersze zastosowanie tego wniosku mogłoby mieć znaczący wpływ na regulację i wykładnię unijnego prawa rynku kapitałowego. Ochrona inwestorów bywa wskazywana jako podstawowe uzasadnienie wykładni przepisów przez nadzorców krajowych. Gdyby argumentację TSUE o przewadze wykładni literalnej i kontekstualnej nad wykładnią celową nakierowaną na ochronę inwestorów zastosować do szerszego spektrum stanów faktycznych, to mogłoby to mieć istotny wpływ na postrzeganie przepisów prawa i stanowisk nadzorców krajowych. Kwestia ta wymaga dalszych badań, w tym obserwacji rozwoju orzecznictwa TSUE[825].

[822] Wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2017 r., w sprawie C-678/15…,
[823] M. Hobza, ECJ…, s. 3,
[824] Wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2017 r., w sprawie C-678/15…, pkt 21, 41 – 43,
[825] M. Hobza, ECJ…, s. 5,

1.4. Granica przyjmowania i przekazywania zleceń oraz wykonywania zleceń w prawie Unii Europejskiej

Zakres usługi PPZ był przedmiotem soft law wydawanego przez KE[826], które zachowały aktualność. ESMA okazjonalnie odnosi się do zakresu PPZ[827].

Nadmierne skupienie się na nazwie usług maklerskich może prowadzić do błędnych przekonań. Art. 28 ust. 1 zd. 2 MIFID II, określa, w uproszczeniu, że zlecenia porównywalne powinny być wykonywane przez firmę inwestycyjną (*executed*) w kolejności ich otrzymywania (*reception*). Sugeruje to, że w przypadku usługi wykonywania zleceń także występuje element przyjęcia zlecenia (*reception*). Tymczasem w przypadku PPZ w formie kojarzenia inwestorów nie jest w ogóle wymagane przyjęcie zlecenia[828], a w przypadku wykonywania zleceń przyjęcie zlecenia występuje zawsze.

Art. 26 ust. 1 MIFIR odnosi się do realizacji transakcji (*execution of transaction*):

Art. 26 ust. 1 MIFIR – polska wersja językowa	**Art. 26 ust. 1 MIFIR – angielska wersja językowa**
Firmy inwestycyjne, które realizują transakcje w instrumentach finansowych, zgłaszają pełne i zgodne ze stanem faktycznym szczegóły tych transakcji właściwemu organowi możliwie najszybciej, jednak nie później niż na zamknięcie następnego dnia roboczego.	*Investment firms which execute transactions in financial instruments shall report complete and accurate details of such transactions to the competent authority as quickly as possible, and no later than the close of the following working day.*

Realizacja transakcji (*execution of transaction*) brzmi podobnie do wykonania zlecenia (*execution of order*), jednak ma inne znaczenie. Przesądza o tym art. 3 Rozporządzenia 590/2017, który tłumaczy czym jest realizacja transakcji z art. 26 MIFIR:

[826] European Commission, Questions..., s. 1, 2 i 4, European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 26,
[827] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9,
[828] *Ibidem...,* s. 9,

3. 1. Uznaje się, że firma inwestycyjna zrealizowała transakcję w rozumieniu art. 2, gdy świadczy którąkolwiek z poniższych usług lub wykonuje którekolwiek z poniższych działań skutkujących zawarciem transakcji:

(a) przyjmowanie i przekazywanie zleceń dotyczących jednego instrumentu finansowego lub większej ich liczby;

(b) wykonywanie zleceń w imieniu klientów;

(c) prowadzenie transakcji na własny rachunek;

(d) podejmowanie uznaniowej decyzji inwestycyjnej z upoważnienia klienta;

(e) przekazanie instrumentu finansowego na rachunki lub z rachunków.

2. Uznaje się, że firma inwestycyjna nie zrealizowała transakcji, gdy przekazała zlecenie zgodnie z art. 4.

Czynności opisane w powyższym przepisie mieszczą się w zakresie pięciu różnych usług i działalności maklerskich.

CESR oraz KE poświęciły szczególną uwagę usłudze PPZ po wejściu w życie MIFIDu w związku z obowiązkiem najlepszego wykonania zlecenia klienta (*best execution*). Obowiązek najlepszego wykonania dotyczy usługi wykonywania zleceń, natomiast w przypadku usługi PPZ występuje podobny obowiązek działania w najlepiej pojętym interesie klienta[829]. W celu określenia granicy pomiędzy tymi obowiązkami kluczowym było zaznaczenie wyraźnej różnicy pomiędzy dwoma wspomnianymi usługami. W trakcie prac nakreślona została koncepcja łańcucha wykonania zlecenia (*chain of execution*), która jest pomocna przy opisie funkcji i zakresu obowiązków podmiotów uczestniczących w wykonaniu zlecenia. Z punktu widzenia obowiązków najlepszego wykonania zlecenia klienta i obowiązków podobnych usługi świadczone w łańcuchu wykonania zlecenia to PPZ, wykonywanie zleceń i zarządzanie portfelem. Łańcuch może przyjmować wiele form i mieć różną długość. Przykładowo firma inwestycyjna zarządzająca portfelem może sama zawrzeć transakcję w systemie obrotu, skierować zlecenie klienta celem jego wykonania do innej firmy inwestycyjnej albo może je przekazać firmie inwestycyjnej, która przekaże dalej to zlecenie do innego podmiotu w celu jego wykonania. Ta koncepcja zwraca uwagę na różne role firm inwestycyjnych w

[829] CESR, MIFID Supervisory Briefings, Best Execution, Ref. CESR/08-735, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/08_735.pdf dostęp 07.08.2023, s. 2,

wykonaniu zlecenia. Łańcuch zaczyna się z momencie złożenia zlecenia przez klienta lub podjęcia decyzji inwestycyjnej przez firmę inwestycyjną zarządzającą portfelem, a kończy się zawarciem transakcji. Łańcuch może być krótki, jeżeli zlecenie wykona (zawrze transakcję) firma inwestycyjna, której klient złoży zlecenie. Łańcuch wykonania zlecenia może być długi, jeżeli od złożenia zlecenia do zawarcia transakcji zlecenie (decyzja inwestycyjna) jest przekazywana pomiędzy kilkoma pośrednikami[830]. Wydaje się, że podobnie było rozumiane w okresie obowiązywania MIFID pojęcie łańcucha transakcyjnego (*transaction chain*), wykorzystywane na potrzeby raportowania o wykonaniu transakcji (*execution of transakction*)[831].

CESR zapytał KE o to, jak rozróżnić usługę PPZ i wykonywania zleceń, gdyż część podmiotów twierdziła, że zawsze, kiedy przekazuje zlecenie do wykonania innej firmie inwestycyjnej, to nie musi wykonywać obowiązku najlepszego wykonania zlecenia klienta (*best execution*), gdyż ciąży on na firmie inwestycyjnej otrzymującej i wykonującej bezpośrednio zlecenie. Zostało zadane wprost pytanie, czy dwie firmy inwestycyjne w łańcuchu wykonania zlecenia mogą świadczyć usługę wykonywania zleceń[832]. Zdaniem KE firma inwestycyjna świadcząca usługę PPZ nie może w żaden sposób zmieniać instrukcji (zlecenia) klienta, kiedy przekazuje je w celu dalszego przekazania albo w celu wykonania. Jednocześnie wskazano, że wykonanie zlecenia klienta następuje zawsze, gdy firma inwestycyjna jest ostatnim ogniwem w „łańcuchu wykonania zlecenia" pomiędzy klientem i miejscem wykonania zlecenia. Firma inwestycyjna może być jedynym ogniwem w tym łańcuchu, jeżeli otrzymuje ona zlecenia klienta, a następie je wykonuje działając jako podmiot systematycznie internalizujący transakcje[833]. KE przyznała, że czasami firmy inwestycyjne, które posiadają zezwolenie na wykonywanie zleceń wykonują funkcję podmiotu przyjmującego i przekazującego zlecenie. Wydają one instrukcje do innej firmy wykonującej zlecenie, które nie są instrukcjami klienta[834]. Oba podane wyżej kryteria

[830] CESR, Best..., s. 14 i 16,
[831] CESR, CESR Level 3 Guidelines on MiFID Transaction reporting, May 2007, Ref: CESR/07-301, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_301.pdf, dostęp 23.11.2023, s. 5,
[832] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 24,
[833] *Ibidem*, s. 18 i 26,
[834] *Ibidem*, s. 26,

tzn. braku możliwości modyfikacji zlecenia przez firmę inwestycyjną świadczącą usługę PPZ i ostatniego ogniwa w łańcuchu można stosować łącznie dla badania stanów faktycznych. Jeżeli którekolwiek z nich wskaże, że doszło do przekroczenia zakresu PPZ, to świadczona usług powinna być zakwalifikowana jako wykonywanie zleceń. Po wydaniu analizowanego stanowiska przez KE organy UE rzadko wypowiadały się w kontekście różnic pomiędzy PPZ, a wykonywaniem zleceń. MIFID zawiera bardzo podobne postanowienia dotyczące usługi PPZ, jak MIFID II, dlatego stanowisko należy uznać za aktualne.

W Q&A ESMA dotyczących ochrony inwestorów wydanych w związku z MIFID II pojawiły się pewne odniesienia do usług PPZ i wykonywania zleceń, które mogą sugerować, że kluczowe dla wyróżnienia obu usług jest wyłącznie bezpośrednie wykonanie zlecenia przez firmę inwestycyjną (członkostwo w systemie obrotu):

Question 7 [Last update: 16 December 2016]
If a firm provides both the services of order execution and transmission of orders to other firms (i.e. to a third party for execution), will they need to produce two sets of top-five reports, or will a single, consolidated report suffice?
Answer 7
For a given class of financial instruments, there may be many instances where the firm provides both services. If the firm is not a member of all trading venues where client orders need to be routed for execution, the firm will need to transmit some orders to other firms for execution alongside its execution activity as member of trading venues. It may also elect to use a broker instead of directly executing orders on an execution venue to minimise market impact and achieve a better outcome for the client.
ESMA considers that where firms provide both the services of order execution and reception and transmission of orders, they will need to provide two separate reports in relation to these services. It is important that these reports are distinct so that, investment firms disclose on one hand the top five execution venues and on the other hand the top five entities (brokers) to which client orders were routed during the relevant period. To note,

this does not preclude firms from, in addition, providing a single consolidated report on the execution venues and entities the firms uses most frequently to execute client orders.[835]

Powyższa odpowiedź ESMA nie zmienia podejścia do granicy pomiędzy usługami PPZ i wykonywania zleceń zaproponowanego przez KE. Q&A odnosi się do obowiązku publikowania raportu o pięciu „najlepszych" miejscach wykonania zlecenia (art. 27 ust. 6 MIFID II) oraz raportu o pięciu „najlepszych" firmach inwestycyjnych, do których zlecenia zostały przekazane celem wykonania. Krótka analiza dotycząca PPZ i wykonywania zleceń ma jedynie na celu niewyczerpująco pokazać przykłady, w których firma inwestycyjna dokonuje transakcji tymi samymi instrumentami finansowymi w różnych rolach (świadcząc różne usługi), a nie przesądzać o granicy pomiędzy tymi rolami (usługami). Potwierdza ona prawidłowość kwalifikacji wykonywania zleceń, gdy firma inwestycyjna jest ostatnim ogniwem w łańcuchu wykonania. Nie przekreśla podejścia zabraniającego modyfikacji zlecenia przy PPZ.

1.5. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń świadczone przy okazji oferowania instrumentów finansowych

Przy kwalifikacji czynności wykonywanych wobec inwestorów na rynku pierwotnym warto zwrócić uwagę na stanowisko z 2010 r., w którym CESR stwierdził, że:
- występuje pewien poziom niejasności co do tego jak zastosować MIFID do pewnych sytuacji związanych z oferowaniem instrumentów finansowych,
- emisja i plasowanie instrumentów finansowych wiążą się ze sprzedażą instrumentów finansowych inwestorom; w niektórych przypadkach jest jasne, że firma inwestycyjna świadczy PPZ albo wykonywanie zleceń na rzecz inwestora; jeżeli inwestor zapisuje się na nowe instrumenty finansowe u pośrednika, który nie działa na rzecz emitenta, to z pewnością dochodzi do PPZ albo wykonania zlecenia;
- MIFID nie wskazuje jednoznacznie (*explicite*), czy firma inwestycyjna działająca na rzecz emitenta w ramach transakcji może w ramach tej samej transakcji działać na rzecz inwestora,

[835] ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor…*, s. 24,

- nie mogło być intencją unijnego ustawodawcy, by pozostawić inwestorów bez ochrony w przypadku, gdy mogliby oni mieć uzasadnione oczekiwania, że firma inwestycyjna działa na ich rzecz[836].

„Oferta publiczna" sama w sobie nie jest usługą, ani działalnością inwestycyjną w rozumieniu MIFID. Zasady prowadzenia działalności[837] znajdują zastosowanie, gdy usługa inwestycyjna jest świadczona w ramach sprzedaży i dystrybucji emitowanych instrumentów finansowych klientom. CESR opisuje przykład sprzedaży własnych instrumentów finansowych emitowanych przez instytucję kredytową. Klient odwiedza oddział i komputer oddziałowego sprzedawcy przypomina mu, żeby zapytał klienta, czy nie jest on zainteresowany w zakupie nowych akcji wyemitowanych przez instytucję kredytową. Sprzedawca bierze aktywny udział w rekomendowaniu inwestycji klientowi, który ostatecznie dokonuje inwestycji. Zdaniem CESR w tym przypadku sprzedaży instrumentu finansowego powinna zostać zakwalifikowana wg MIFID jako doradztwo połączone ze sprzedażą akcji własnych, a instytucja kredytowa powinna przeprowadzić test odpowiedniości[838].

2. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń w prawie polskim

Przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych jest otwiera katalog czynności maklerskich sensu stricto w art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie. PPZ, wykonywanie zleceń i zarządzanie portfelem są usługami skierowanymi do inwestorów zainteresowanych inwestowaniem w instrumenty finansowe. Ze względu na to podobieństwo istotnym jest wyznaczenie granicy pomiędzy nimi. Zarządzanie portfelem nie jest przedmiotem analizy niniejszej dysertacji. Jedynie skrótowo wskażę, że w przypadku usługi z art. 69 ust. 2 pkt 4 Ustawy o obrocie nie występują zlecenia klienta, a firma inwestycyjna jest uprawniona do podejmowania i realizacji decyzji inwestycyjnych na rachunek klienta w ramach pozostawionych środków[839].

[836] CESR, CESR's Responses to Questions 15-18..., s. 2,
[837] *conduct of business rules* – nazwa stosowana w MIFID i MIFID II na wymogi dotyczące ochrony inwestorów,
[838] CESR, CESR's Responses to Questions 15-18..., s. 2-3,
[839] P. Zapadka, *Usługi...*, Rozdział X.3, vide rozdział I pkt 2.4.,

2.1. Definicja usługi przyjmowania i przekazywania zleceń

Ustawa o obrocie zawiera definicję PPZ w art. 74b ust. 1:

Art. 74b ust. 1. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych polega na zobowiązaniu się firmy inwestycyjnej do przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez:

1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego taki instrument, w celu ich wykonania lub

2) kojarzenie dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami.

PPZ ma dwie postaci, określone w pkt 1 i pkt 2 cytowanego przepisu, które należy analizować osobno. Każda z nich jest usługą PPZ. W stanie prawnym od wejścia w życie Ustawy o obrocie do wejścia w życie Ustawy wdrażającej MIFID kojarzenie podmiotów było określone przez ustawodawcę polskiego jako: *podejmowanie czynności mających na celu znalezienie podmiotu zainteresowanego zawarciem umowy sprzedaży maklerskich instrumentów finansowych ze zleceniodawcą*[840]. M Kurzajewski z pewną ostrożnością stwierdzał, że kojarzenie podmiotów polega na *podejmowaniu czynności faktycznych zmierzających do znalezienia potencjalnej drugiej strony zainteresowanej zawarciem transakcji na warunkach określonych w zleceniu klienta*[841]. Zdaniem T. Sójki i W. Kapicy w przypadku kojarzenia podmiotów *świadczeniem firmy inwestycyjnej nie jest w ogóle dokonywanie czynności prawnej, lecz dokonywanie określonych czynności faktycznych polegających na identyfikacji potencjalnego kontrahenta lub kontrahentów dla dającego zlecenie oraz stworzeniu warunków do zawarcia umowy pomiędzy dającym zlecenie a wskazanym kontrahentem*[842]. Najbardziej precyzyjna definicja tej formy PPZ jest zawarta w stanowisku ESMA ze stycznia 2022 roku przytoczonym w pkt 1.1.

[840] M. Kurzajewski, A. Zapała, Klient domu maklerskiego – prawa i obowiązki, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, 2006, s. 23,
[841] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.1,
[842] T. Sójka, W. Kapica [w:] T. Sójka (red.) Obrót…, Komentarz do art. 74b,

niniejszego rozdziału[843]. Należy zwrócić uwagę, że w motywie 44 MIFID II użyto zwrotu: „kojarzenie inwestorów". Art. 74b Ustawy o obrocie dotyczy kojarzenia „podmiotów". Pojęcie „podmiot" jest szersze do pojęcia „inwestor", ponieważ wydaje się obejmować także emitentów[844]. Polski ustawodawca powinien skorygować treść art. 74b Ustawy o obrocie UKNF. UKNF powinien określić, czy zamierza stosować powyższe stanowisko ESMA.

2.2. Zmiana art. 74b Ustawy o obrocie przez Ustawę wdrażającą MIFID II

Trudno jest zrozumieć obecne podejście legislacyjne i nadzorcze do usługi PPZ bez przedstawienia krótkiego tła historycznego sięgającego do czasów sprzed Ustawy wdrażającej MIFID II. Do wejścia w życie Ustawy wdrażającej MIFID II tzn. do 21 kwietnia 2018 r. w literaturze prawniczej podawano najczęściej jako przykład PPZ przekazanie zlecenia do innej firmy inwestycyjnej lub do lub do funduszu inwestycyjnego w związku z zapisem na jednostki uczestnictwa[845], chociaż nie wykluczano wprost możliwości przekazania zlecenia do innego podmiotu[846]. Uznawano, że obsługa przez firmę inwestycyjną emisji papierów wartościowych, w tym sprzedaż papierów wartościowych inwestorom, odbywa się lub może się odbywać w ramach usługi oferowania instrumentów finansowych świadczonej wyłącznie na rzecz emitenta (lub oferującego). Osoba, która dokonywała zapisu na instrumenty finansowe w ramach emisji nie była traktowana jako klient firmy inwestycyjnej (w rozumieniu obowiązującego w tamtym czasie § 2 pkt 6 r.w.s.t.p.2012), ponieważ nie zawierała z firmą inwestycyjną żadnej umowy o świadczenie usług maklerskich w związku ze składanym zapisem. Brak statusu klienta wiązał się z brakiem wykonywania usługi maklerskiej oraz obowiązków z nią związanych m.in. badania adekwatności instrumentu finansowego i usługi dla danego klienta, przedstawienia informacji o ryzyku związanym z instrumentami finansowymi[847]. Pomimo tego firma inwestycyjna często odbierała od inwestora

[843] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9,
[844] *Ibidem*, s. 9,
[845] T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, [w:] Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, Lex 2015, Komentarz do art. 74b, Nb. 1, 3 i 4,
[846] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,
[847] M. Karwasiński, Bieżące zmiany uwarunkowań regulacyjnych na polskim rynku kapitałowym w kontekście obserwowanego obniżenia zaufania ze strony inwestorów oraz regulacyjnych mechanizmów

formularz zapisu i przekazywała go do emitenta w celu dokonania przez niego przydziału. W szczególności taki mechanizm funkcjonował w przypadku tzw. ofert prywatnych tzn. ofert papierów wartościowych innych niż oferta publiczna wg definicji z tamtego okresu, przede wszystkim ofert skierowanych do mniej niż 149 podmiotów. To podejście zostało zaprezentowane w artykule prasowym w następujący sposób:

Wygląda na to, że nikt nie musiał informować obligatariuszy GetBacku o ryzyku wejścia w papiery korporacyjne. Idea Bank uważa, że klienci nie musieli wypełniać ankiety MiFID. PDM[848] *twierdzi, że inwestorzy składający formularz propozycji nabycia obligacji nie byli jego klientami. A wszystko to potwierdza KNF.*

Zarówno Idea Bank, jak i Polski Dom Maklerski twierdzą, że nie świadczyły na rzecz nabywców obligacji usług pośrednictwa finansowego. Dlatego też nie musiały wypełniać obowiązków wynikających z unijnej dyrektywy MiFID (ang. Market in Financial Instruments Directive). Zgodnie z zapisami tego dokumentu bank lub inny podmiot podlegający pod ustawę powinien postępować uczciwie i zgodnie z najlepiej pojętym interesem klienta, nie wprowadzać w błąd i świadczyć usługi dostosowane do jego indywidualnych potrzeb.

– Obowiązki wobec klientów wynikające z unijnej dyrektywy MiFID nie leżały po stronie banku – mówi Łukasz Dajnowicz z biura prasowego Idea Banku.

– Zgodnie ze stanem prawnym obowiązującym na dzień formularza przyjęcia propozycji nabycia, czynności polegające na przyjmowaniu przez dom maklerski ww. dokumentów składanych przez inwestorów nie stanowiły usługi maklerskiej w rozumieniu Ustawy – tłumaczy Jarosław Ostrowski, wiceprezes Polskiego Domu Maklerskiego.

– Usługa polegająca na oferowaniu instrumentów finansowych mogła być świadczona bowiem wyłącznie na rzecz ich emitenta, nie zaś potencjalnych nabywców. Konsekwencją powyższego jest to, że inwestora składającego formularz przyjęcia propozycji nabycia obligacji nie łączył żaden stosunek umowny z domem maklerskim, a tym samym nie mógł być uznany za klienta domu maklerskiego w rozumieniu Ustawy – dodaje.

ich ochrony, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2019/3, s. 118-119, M. Kurzajewski, Usługi...,, Rozdział 8.3,

[848] Polski Dom Maklerski S.A.,

Z powyższego wynika więc, że obligatariusze byli jedynie adresatami propozycji nabycia obligacji, a nie klientami. Dlatego nie wypełniali ankiety odpowiedniości i adekwatności, potocznie zwanej ankietą MiFID.

Informację tę potwierdza Jacek Barszczewski z biura prasowego Komisji Nadzoru Finansowego.

– W przypadku usługi oferowania, która była świadczona na rzecz emitenta, a nie klienta, nie istniał obowiązek prawny stosowania reżimu MiFID wobec inwestora, który obejmował obligacje, czyli m.in. obowiązek ankietowania. Dotyczy to również powinności informowania o ryzyku w takim rozumieniu i kształcie, jaki nakazywany jest przez MiFID – mówi Barszczewski. – Informacje o ryzyku są zamieszczane w warunkach emisji obligacji (emisja prywatna) lub w dokumentach prospektowych, jednak wynika to z innych reżimów prawnych (odpowiednio: ustawa o obligacjach i ustawa o ofercie publicznej) – dodaje[849]*.*

Opisany powyżej sposób traktowania osób dokonujących zapisu na rynku pierwotnym miał pokrycie w przyjmowanej ówcześnie wykładni przepisów prawa, co potwierdza literatura prawnicza[850] oraz UKNF[851]. Opisane podejście budziło wątpliwości, ponieważ odbierało inwestorom ochronę prawną związaną z zawarciem umowy o świadczenie usługi maklerskiej. Występowała asymetria regulacyjna pomiędzy tą konstrukcją prawną, a dystrybucją jednostek uczestnictwa, gdzie nabywca był stroną umowy o PPZ[852]. Opisywana, historyczna interpretacja rozszerzała granice usługi oferowania instrumentów finansowych na przyjmowanie zapisów od inwestorów. Orzecznictwo dotyczące stanu prawnego sprzed 21 kwietnia 2018 r. co do zasady potwierdza przedstawioną powyżej wykładnię. Uznaje ono, że emitenta oraz firmę inwestycyjną łączyła umowa o oferowanie instrumentów finansowych, a jednocześnie firma inwestycyjna nie świadczyła usług na rzecz nabywców instrumentów finansowych[853]. Pojawia się czasami argument, że sytuacją niepożądaną jest jednoczesne

[849] W. Boczoń, Nie…,

[850] M. Kurzajewski, A. Zapała, Klient…, s. 50-51, M. Karwasiński, Bieżące…, s. 118, M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3, D. Nowalińska, W. Pietrzyk, M. Wojciechowski, Prawa…, s. 31-33,

[851] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 5 – 6,

[852] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3,

[853] SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 23 czerwca 2022 r. II CSKP 85/22, Legalis nr 2711783, SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 15 czerwca 2022 r. II CSKP 37/22, Legalis nr 2851722, Sąd Apelacyjny w Gdańsku, wyrok z dnia 28 kwietnia 2021 r., I ACa 7/21, LEX nr 3307803,

nawiązywanie relacji pomiędzy firmą inwestycyjną a emitentem oraz inwestorem z uwagi na konflikt interesów[854]. Ten argument jest rozwijany przez doktrynę[855]. W orzecznictwie sądów niższych instancji występują okazjonalnie orzeczenia, które nie wykluczają w stanie prawnym sprzed 21.4.2018 r. możliwości jednoczesnego zawarcia umowy pomiędzy firmą inwestycyjną a emitentem oraz inwestorem[856]. Do opisywanej interpretacji przepisów obowiązujących przed 21 kwietnia 2018 r. krytycznie odniosła się Najwyższa Izba Kontroli. Zarzuty tego organu cechują się pewną chaotycznością. Z jednej strony wskazuje on, że zmiana art. 74b Ustawy o obrocie wprowadzona Ustawą wdrażającą MIFID II była spóźniona, a z drugiej, że objęcie usługą PPZ inwestorów zapisujących się na instrumenty finansowe w obrocie pierwotnym powinno nastąpić jeszcze przed 21 kwietnia 2018 r. na podstawie dotychczasowego brzmienia przepisów z uwagi na brak przeciwnych wniosków płynących z MIFID oraz na cel ochrony inwestorów określony w motywie 31 MIFID[857]. Zarzut późnej nowelizacji wydaje się być nietrafiony, jeżeli zdaniem NIK ten sam cel można było osiągnąć wykładnią prounijną.

W powyższym kontekście wprowadzone zostały zmiany art. 74b Ustawy o obrocie przez Ustawę wdrażającą MIFID II. Warto zobrazować tekst tej korekty:

Art. 74b

1. ~~W umowie o przyjmowanie~~Przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych ~~firma~~polega ~~inwestycyjna~~na ~~zobowiązuje~~zobowiązaniu się firmy inwestycyjnej do przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez:

1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub sprzedającego taki instrument, w celu ich wykonania~~,~~ lub

[854] SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 23 czerwca 2022 r. II CSKP 85/22, Legalis nr 2711783,
[855] A. Chłopecki, Odpowiedzialność..., pkt 3,
[856] Wyrok Sadu Okręgowego w Warszawie z dnia 25 stycznia 2021 r., XXV C 2590/19, http://orzeczenia.warszawa.so.gov.pl/content/$N/154505000007503_XXV_C_002590_2019_Uz_2021-02-12_001, dostęp 20.05.2023, Wyrok Sadu Okręgowego w Warszawie z dnia 12 października 2020 r., XXV C 368/20, http://orzeczenia.warszawa.so.gov.pl/content/$N/154505000007503_XXV_C_000368_2020_Uz_2020-10-12_002, dostęp 20.05.2023,
[857] Najwyższa Izba Kontroli, Informacja..., s. 26, 63-65 i 103,

2) kojarzenie dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami.

W poprzednim stanie prawnym odbiorcą zlecenia był zgodnie z przepisem „inny podmiot". Literalna treść przepisu nie stała zatem na przeszkodzie, by zlecenie mogło zostać przekazane m.in. do emitenta instrumentu finansowego[858]. Nie zmodyfikowano istoty definicji usługi, a jedynie dodano wyliczenie, które miało doprecyzować katalog podmiotów, do których jest przekazywane zlecenie. Katalog jest otwarty i z pewnością niekompletny, ponieważ nie wskazuje co najmniej innej firmy inwestycyjnej. Można powziąć wątpliwości, czy wprowadzona zmiana była konieczna i zgodna z zasadami prawidłowej legislacji, które nakazują dokonywać zmian przepisów prawa dopiero, gdy inne środki zaradcze okażą się niewystarczające. Ocena skutków regulacji powinna zawierać wszystkie analizowane scenariusze, które prowadzą do rozwiązania stawianego problemu. Analiza opcji regulacji rzadko jest zamieszczana w ocenie skutków regulacji[859]. Nie została także załączona w tym przypadku. Projektodawca był bardzo oszczędny w słowach pisząc w uzasadnieniu wyłącznie, że *zmiana art. 74b ustawy o obrocie instrumentami finansowymi polega na nieco innym sformułowaniu definicji przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a także objęciu tą definicją przyjmowania i przekazywania zleceń do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub sprzedającego taki instrument*[860]. Wydaje się, że w przypadku definicji PPZ zamiast zmiany legislacyjnej należało brać pod uwagę m.in. pozostawienie przepisu w dotychczasowym brzmieniu i publikację przez UKNF stanowiska dotyczącego zakres usługi PPZ.

Nowelizację z 2018 r. należy ocenić pozytywnie w zakresie, w jakim zapewniła ona ochronę wynikającą z objęcia działalnością maklerską czynności wykonywanych na rzecz inwestorów nabywających instrumenty finansowe na rynku pierwotnym. Ten cel

[858] Najwyższa Izba Kontroli, Informacja…, s. 65,

[859] M. Fałek, P. Ptak, Ocena skutków regulacji (OSR) jako narzędzie do tworzenia dobrego prawa z uwzględnieniem uwarunkowań sektora finansów publicznych [w:] W. Federczyk, S. Peszkowski (red.) Doskonalenie i standaryzacja procesu legislacyjnego – dobre praktyki opracowane w ramach projektu LEGIS, Warszawa 2019, https://efs.kprm.gov.pl/sites/default/files/projekt_legis_internet.pdf dostęp 19.05.2023, s. 49-52,

[860] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191…, s. 24 uzasadnienia,

nowelizacji był słuszny i potrzebny. Usługa PPZ do 2018 r. była pomijana, a po tej dacie „zrobiła za dużą karierę" i jest dostrzegana przez polskiego ustawodawcę w stanach faktycznych, w których nie powinna występować. Ten ostatni aspekt będzie szerzej analizowany w dalszej części rozdziału. Odmienną ocenę opisywanej nowelizacji prezentuje A. Chłopecki. Jego zdaniem firma inwestycyjna nie powinna działać w warunkach konfliktu interesów reprezentując jednocześnie emitenta oraz inwestora lub potencjalnego inwestora. Proponuje on rozwiązanie polegające na informowaniu przez firmę inwestycyjną, że działa ona w ramach określonej oferty na rzecz emitenta i nie wiąże jej obowiązek lojalności wobec inwestora[861]. Proponowane rozwiązanie jest sprzeczne z założeniami MIFID II dotyczącymi zarządzania konfliktami interesów. Firma inwestycyjna powinna co do zasady zapobiegać i zarządzać konfliktami interesów występującymi w jej działalności. Jeżeli okaże się to niemożliwe powinna ujawnić je klientowi przed świadczeniem usługi, by klient mógł podjąć decyzje, czy skorzystać z usług danej firmy inwestycyjnej[862].

Czy nowelizacja art. 74b Ustawy o obrocie była konieczna? Czy można było uzyskać analogiczne rezultaty przez zastosowanie zasad obowiązywania prawa UE w tym zasady pierwszeństwa, bezpośredniego skutku prawa UE, obowiązku stosowania wykładni prounijnej[863]? Wprowadzenie przez polskiego ustawodawcę zmiany art. 74b Ustawy o obrocie tą samą ustawą, która wdrażała do polskiego porządku prawnego MIFID II może budzić przekonanie, że zmiana ta wynikała z MIFID II. Nie jest to słuszne skojarzenie[864]. Stanowisko CESR z 2010 r. przewidywało możliwość świadczenia usługi PPZ lub wykonywania zleceń na rzecz inwestora przy okazji plasowania instrumentów finansowych na rzecz emitenta[865]. Jest to argument, który może być pomocny przy ewentualnym kwestionowaniu prawidłowości interpretacji art. 74b Ustawy o obrocie w brzmieniu sprzed 21 kwietnia 2018 r. o braku usługi maklerskiej świadczonej na rzecz

[861] A. Chłopecki, Odpowiedzialność…, pkt 3,

[862] Art. 23 MIFID II oraz art. 33-35 Rozporządzenia 565/2017, J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 857-862,

[863] E. Dynia, Prawo…, s. 47-50, D. Kornobis-Romanowska, Mechanizm…, s. 288-292, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje…, s. 329-355,

[864] Najwyższa Izba Kontroli, Informacja o wynikach kontroli: działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki Getback S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe oraz ją audytujących, https://www.nik.gov.pl/plik/id,21685,vp,24335.pdf dostęp 16.05.2023, s. 26, 63-65 i 103, M. Karwasiński, Bieżące…, s. 118-119,

[865] CESR, CESR's Responses to Questions 15-18…, s. 2,

inwestora przy okazji świadczenia na rzecz emitenta usługi oferowania instrumentów finansowych. W rozwiązaniu tej wątpliwości przydatne może być złożenie zapytania prejudycjalnego do TSUE[866].

2.3. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń jako pośrednictwo oraz granica pomiędzy przyjmowaniem i przekazywaniem zleceń a wykonywaniem zleceń

Każdą z usług maklerskich analizowanych w niniejszej pracy można uznać za pewien rodzaj pośrednictwa[867]. Dotyczy to także PPZ[868]. PZZ różni się od *umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych tym, że firma inwestycyjna* ***nie zawiera sama umowy nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy****, lecz* ***podejmuje działania mające na celu doprowadzenie do zawarcia tej umowy przez samego zleceniodawcę we własnym imieniu lub przez inny podmiot działający na rachunek zleceniodawcy***[869]*.*

Przypominam, że termin „pośrednictwo" rozumiem szeroko, jako relację umowną, której treścią jest świadczenie usług związanych z zawieraniem umów. Usługi te mogą mieć zarówno charakter czynności faktycznych, jak i prawnych[870]. W przypadku PPZ świadczenie usługi polega wyłącznie na wykonywaniu czynności faktycznych: przekazaniu zlecenia lub skojarzeniu dwóch podmiotów (inwestorów), które mają zawrzeć ze sobą transakcję[871]. Podmiot świadczący usługę PPZ nie może wykonywać na rzecz klienta usługi pośrednictwa polegającej na wykonywaniu czynności prawnych, w szczególności działać jako zastępca pośredni lub bezpośredni. Nie przewiduje tego wprost art. 74b Ustawy o obrocie, a ponadto jest to przedmiot czynności wykonywania zleceń, o której mowa w art. 73 ust. 1 Ustawy o obrocie.

---

[866] R. Grzeszczak, Pytania..., s. 33-34 i 39-40, A. Frąckowiak-Adamska, P. Bańczyk, Formułowanie, rozdział I pkt 2.4.3. i rozdział II pkt 1.,
[867] vide rozdział I pkt 3.1.2.,
[868] K. Zacharzewski, Umowa..., s. 75,
[869] M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 49, T. Sójka, W. Kapica [w:] T. Sójka (red.) Obrót..., Komentarz do art. 74b,
[870] M. Grochowski, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 24, vide rozdział I pkt 3.1.2.,
[871] T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, LEX 2016, Rozdział VII.1,

§ 53 r.w.s.t.p. (§ 41 r.w.s.t.p.2012), który pozwala firmie inwestycyjnej świadczącej usługę PPZ doprowadzić za zgodą klienta do zawarcia transakcji między inwestorami poza rynkiem zorganizowanym. Zdaniem M. Kurzajewskiego przepis ten pozwala firmie inwestycyjnej świadczącej usługę PPZ na zawarcie transakcji, której parametry zostały ustalone pomiędzy stronami[872]. Rozumienie przepisu wskazane przez tego autora jest jedynym możliwym, ponieważ trudno wskazać inny jego zakres znaczeniowy. Jednocześnie mając na uwadze hierarchię aktów prawnych należy stwierdzić, że przepis ten jest sprzeczny z art. 73 Ustawy o obrocie, który określa, że wykonanie zlecenia nabycia lub zbycia instrumentu finansowego (zawarcie transakcji) jest przedmiotem usługi wykonywania zleceń. *De lege lata* w drodze wykładni prounijnej oraz z uwagi na zasadę hierarchiczności aktów prawnych (*lex superior derogat legi inferiori*)[873] nie powinien on być stosowany z uwagi na sprzeczność z zakresem usługi PPZ określonym w prawie UE[874] oraz w art. 74b Ustawy o obrocie. *De lege ferenda* przepis ten powinien być usunięty z obrotu prawnego.

Nawiązanie relacji umownej przez firmę inwestycyjną świadczącą usługę PPZ z podmiotem wykonującym zlecenie (zawarcie umowy ramowej o współpracy) nie stanowi realizacji usługi PPZ. Takie działanie powinno zostać zakwalifikowane jako działania podejmowane przez firmę inwestycyjną w celu zapewnienia sobie odpowiednich środków mających na celu świadczenie usługi PPZ. Podobnie kwalifikowany powinien być m.in. zakup odpowiedniego oprogramowania w celu komunikacji z podmiotem wykonującym zlecenie. Wymienione wyżej czynności mogłyby być wykonane przez firmę inwestycyjną, która uzyskała zezwolenie na świadczenie działalności maklerskiej w zakresie PPZ, ale jeszcze nie rozpoczęła jej wykonywania. Ramami prawnymi okresu pomiędzy uzyskaniem zezwolenia, a rozpoczęciem wykonywania czynności maklerskiej są:

- art. 89 ust. 1 pkt 1 Ustawy o obrocie, który określa, że zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej wygasa w terminie 12 miesięcy od dnia, w którym decyzja o udzieleniu zezwolenia stała się ostateczna w przypadku nierozpoczęcia działalności maklerskiej oraz

[872] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,
[873] G. Maroń, Wstęp..., s. 129,
[874] vide rozdział IV pkt 1, szczególnie pkt. 1.1, i 1.4.,

- w przypadku domów maklerskich § 3 ust. 1 pkt 1 Rozporządzenia w sprawie przekazywania informacji, który nakazuje przekazać do KNF w formie raportu bieżącego informację o rozpoczęciu wykonywania poszczególnych czynności w ramach posiadanego zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskie.

PPZ od wykonywania zleceń na gruncie prawa UE może być odróżnione wg dwóch kryteriów: ostatniego ogniwa w łańcuchu wykonania zlecenia oraz braku możliwości modyfikacji zlecenia przez podmiot świadczący usługę PPZ[875]. W polskim systemie prawnym modyfikacja zlecenia klienta nie jest także możliwa przy wykonywaniu zleceń w zakresie w jakim wyłącza to art. 73 ust. 4 Ustawy o obrocie. Odsyła on m.in. do art. 737 KC w kontekście umowy wykonywania zleceń. Jest on uznawany za zakaz zmiany sposobu wykonania zlecenia przez firmę inwestycyjną w zakresie, w jakim klient udzielił instrukcji. Podobny wydźwięk ma wyłączenie stosowania art. 768 § 3 KC przy wykonywaniu zleceń w obrocie zorganizowanym[876]. Zakaz zmiany instrukcji klienta w tym kontekście należy odczytywać także jako zakaz dodawania jakichkolwiek treści do instrukcji klienta. Jest argument przemawiający za cywilnoprawnym podobieństwem PPZ do czynności posłańca (w podstawowej formie PPZ), która wiąże się z przekazaniem cudzego oświadczenia woli, którego posłaniec nie może zmieniać, ani do niego nic dodawać[877]. Czynność wykonywania zleceń wiąże się co do zasady ze złożeniem oświadczenia woli przez firmę inwestycyjną działającą jako pełnomocnik klienta albo jako zastępca pośredni[878]. Firma inwestycyjna wykonująca zlecenie może, a nawet powinna, uzupełnić instrukcje klienta o brakujące elementy niezbędne do zawarcia transakcji. Przykładowo zlecenie klienta może wskazywać wyłącznie następujące dane: kup, akcje Banco Santander S.A., 100 sztuk, po nie więcej niż 2,80 euro za akcję. Firma inwestycyjna wykonująca zlecenie określi w takim przypadku m.in. miejsce wykonania zlecenia oraz doprecyzuje cenę w ramach określonych przez klienta. Firma inwestycyjna wykonująca działalność PPZ nie byłaby uprawniona do dookreślenia zlecenia klienta, ale jedynie do przekazania tak sformułowanego zlecenia do podmiotu wykonującego zlecenie. Ponadto formą modyfikacji zlecenia, która jest

[875] Vide rozdział IV pkt 1.4., European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 18 i 26,
[876] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...,* 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 11-12,
[877] M. Pazdan [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak, *Prawo...*, s. 602-604,
[878] Vide rozdział V pkt 2.1.,

dostępna dla firmy inwestycyjnej wykonującej zlecenie jest „przekształcenie" zlecenia klienta w zlecenie własne np. w przypadku działania jako zastępca pośredni, czy w formule *matched principal trading*[879].

2.4. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń jako czynność posłańca

Zdaniem M. Kurzajewskiego PPZ w postaci z art. 74b ust. 1 pkt 1 Ustawy o obrocie sprowadza się do roli posłańca, ponieważ firma inwestycyjna przyjmuje i przekazuje zlecenie klienta bez możliwości dokonania zmiany w treści lub charakterze zlecenia. Nie może ona w szczególności zamienić zlecenia klienta w zlecenie własne firmy inwestycyjnej[880]. Ten pogląd jest krytykowany w doktrynie w następujący sposób:
Być może pewnej rewizji wymagałyby tylko ustalenia na temat statusu pośrednika jako posłańca w ramach stosunku zastępstwa pośredniego ze względu na aspekt jego funkcji […], ponieważ za posłańca jest na ogół uważana osoba pozbawiona zdolności do czynności prawnych, przenosząca cudze oświadczenie woli, a firmom inwestycyjnym zdolność w tym zakresie przecież przysługuje, skoro w fazie cyrkulacji instrumentów finansowych składają własne oświadczenia woli (we własnym imieniu)[881].

Tą krytykę można uzasadnić w kontekście innych poglądów krytykującego autora, który zarówno PPZ, jak i wykonywanie zleceń uznaje za kontynuację usług brokerskich z PPOPW opartą o konstrukcję zastępstwa pośredniego[882]. Jest to pogląd nietrafny. Działanie w charakterze zastępcy pośredniego (*składanie przez firmę inwestycyjna własnego oświadczenia woli w fazie cyrkulacji instrumentów finansowych*[883]) jest charakterystyczne dla czynności wykonywania zleceń w obrocie zorganizowanym (art. 73 ust. 1 i ust. 4 pkt 2 Ustawy o obrocie), natomiast M. Kurzajewski zaproponował kwalifikację czynności PPZ w modelu opisanym w art. 74b ust. 1 pkt 1 Ustawy o obrocie jako roli posłańca. M. Kurzajewski jest świadomy istnienia podobnych poglądów[884].

---

[879] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.1,
[880] *Ibidem*, Rozdział 8.1,
[881] K. Zacharzewski, Rec.: M. Kurzajewski, Usługi maklerskie, Warszawa 2014, Lex, Państwo i Prawo 2015/2,
[882] K. Zacharzewski [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów…, s.1209-1214,
[883] K. Zacharzewski, Rec.: M. Kurzajewski, Usługi…,
[884] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.1, vide rozdział IV pkt 2.6.,

M. Romanowski krytykuje sprowadzenie oferowania instrumentów finansowych do pełnienia funkcji posłańca, który przekazuje oświadczenia woli od inwestorów do emitenta, wystawcy lub oferującego[885]. Stanowisko to jest słuszne, ponieważ czynność posłańca nie jest jedyną, ani konieczną składową usługi i procesu oferowania instrumentów finansowych. Dotyczy ono jednak innej usługi maklerskiej (oferowania instrumentów finansowych). Jeżeli firma inwestycyjna w związku z ofertą publiczną pełni funkcję posłańca przekazującego zapisy inwestorów do emitenta, to co do zasady, taka czynność zostanie uznana za PPZ świadczony na rzecz inwestora[886].

2.5. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń dotyczące jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych

Kwalifikacja usług maklerskich świadczonych przez pośredników, którymi posługuje się TFI lub fundusz inwestycyjny w zakresie dystrybucji jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych, jest określona wprost w art. 27 ust. 1 Ustawy o funduszach. Jednoznaczne wskazanie kwalifikacji czynności maklerskiej jest zabiegiem stosowanym przez polskiego ustawodawcę. Ma on na celu usunięcie wątpliwości, co do kwalifikacji czynności maklerskiej. Może on być kłopotliwy, jeżeli z analizy stanu faktycznego oraz Ustawy o obrocie lub przepisów unijnych regulujących świadczenie usług maklerskich, wypływa odmienna kwalifikacja niż ta poczyniona przez polskiego ustawodawcę. Art. 27 ust. 1 Ustawy o funduszach ma następujące brzmienie:
Towarzystwo prowadzi zapisy na certyfikaty inwestycyjne funduszu, o którym mowa w art. 15 ust. 1a, bezpośrednio lub za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, banku krajowego wykonującego działalność, o której mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, lub krajowego oddziału instytucji kredytowej, uprawnionych do wykonywania działalności w zakresie oferowania instrumentów finansowych, a na jednostki uczestnictwa - bezpośrednio lub za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, banku krajowego wykonującego działalność, o której mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, lub krajowego oddziału instytucji kredytowej, uprawnionych

[885] M. Romanowski [w:] W. Katner, System..., 2018, s. 644,
[886] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 5 i 11-12,

do wykonywania działalności w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Analogiczna kwalifikacja znajduje się w art. 32 ust. 1 pkt 3 Ustawy o funduszach i dotyczy zbywania jednostek uczestnictwa po utworzeniu funduszu. Doktryna potwierdza tą kwalifikację, nie kwestionuje jej i nie uzasadnia w szerszym zakresie[887].

Wymienione wyżej przepisy kwalifikują pośrednictwo firmy inwestycyjnej w zbywaniu jednostek uczestnictwa jako PPZ. Towarzystwo i fundusz są ostatnimi ogniwami w łańcuchu wykonania w przypadku zleceń nabycia i odkupienia dot. jednostek uczestnictwa. Otrzymują one zlecenie i wykonują je tzn. decydują o zawarciu transakcji, a w przypadku decyzji pozytywnej zawierają ją. Art. 29 ust. 1 i 4 Ustawy o funduszach określają, że towarzystwo dokonuje przydziału jednostek uczestnictwa, a art. 84 i 88 ust. 1 Ustawy o funduszach określają, że FIO zbywa jednostki uczestnictwa oraz że jest on obowiązany zbyć jednostki uczestnictwa osobom, które dokonały wpłaty.

Kwalifikacja pośrednictwa w zakresie jednostek uczestnictwa jako PPZ jest generalnie słuszna. Potwierdza ją co do zasady KE, która nie formułuje absolutnej zasady, ale „domyślną" kwalifikację dla scenariusza przedstawionego[888]. Art. 27 ust. 1 i art. 32 ust. 1 pkt 3 Ustawy o funduszach mogą generować pewne trudności związane z kwalifikacją usług ze względu na ich literalną „absolutność". Przykładowo firmy inwestycyjne, które nabywają i zbywają jednostki uczestnictwa dla klienta od TFI lub funduszu w ramach usługi zarządzania portfelem. Ww. przepisy określają, że zbywanie jest możliwe albo samodzielnie przez TFI albo fundusz lub przez firmę inwestycyjną świadczącą usługę PPZ. Patrząc literalnie na przepisy można dojść do wniosku, że podmiot zarządzający portfelem nie będzie mógł pośredniczyć w sprzedaży jednostek uczestnictwa, ponieważ nie świadczy usługi PPZ. Jednocześnie klient takiego podmiotu nie będzie gorzej chroniony niż klient usługi PPZ. Zakres usługi zarządzania portfelem

[887] R. Mroczkowski, Działalność w zakresie dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w świetle przepisów prawa polskiego i dyrektywy MiFID [w:] E. Rutkowska-Tomaszewska (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014, s. 60 i 62-64, A. Nowak [w:] A. Kidyba (red.), Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1–157, 2018, Lex, Komentarz do art. 27 i 32, R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz, 2014, Lex, Komentarz do art. 27 i 32, M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.1. i 8.3.,

[888] European Commission, Questions…, s. 16-17,

(podejmowanie decyzji inwestycyjnych i ich realizacja) pozwala na bezpośrednie nabywanie jednostek uczestnictwa na rzecz swoich klientów bez udziału pośredników.

Od wejścia w życie Ustawy wdrażającej MIFID II przyjmuje się, że na rzecz inwestora nabywającego papiery wartościowe w obrocie pierwotnym jest świadczona także usługa maklerska[889]. Art. 27 ust. 1 Ustawy o funduszach milczy w kwestii czynności maklerskiej wykonywanej na rzecz inwestora. Można przyjąć interpretację, że odnosi się on wyłącznie do czynności maklerskiej wykonywanej na rzecz emitenta.
Milczenie ustawodawcy może prowadzić do błędnego uznania, że art. 27 ust. 1 i art. 32 ust. 1 pkt 3 Ustawy o funduszach zawierają kompletną regulację w zakresie kwalifikacji usług maklerskich świadczonych przy okazji zbywania certyfikatów inwestycyjnych. Sąd Apelacyjny w Gdańsku w wyroku z dnia 28 kwietnia 2021 r. sygn. I ACa 7/21 uznał ten przepis w jego brzmieniu z dnia 12 lutego 2016 r. za decydujący dla kwalifikacji czynności maklerskiej wykonywanej przez firmę inwestycyjną pośredniczącą w dystrybucji certyfikatów inwestycyjnych. Sąd uznał, że firma inwestycyjna nie miała obowiązku zawarcia umowy o świadczenie usługi PPZ[890]. Przepis ten literalnie po 21 kwietnia 2018 r. pozwala na wyciągnięcie analogicznych wniosków.
Należy postulować *de lege ferenda* usunięcie kwalifikacji usług maklerskich z art. 27 ust. 1 i art. 32 ust. 1 pkt 3 Ustawy o funduszach. Podobnie należy postąpić w przypadku innych przepisów „przesądzających" o kwalifikacji usługi maklerskich wykonywanej w szczegółowych stanach faktycznych. Za każdym razem taki przepis niesie ryzyko nieprawidłowej kwalifikacji. Nie uwzględnia on możliwej złożoności stanu faktycznego. Do czasu wykreślenia kwalifikacji czynności maklerskich z tego typu przepisów należy za każdym razem badać kwalifikację usługi maklerskiej w oparciu o zakres usług inwestycyjnych wynikający z MIFID II ze względu na zasady obowiązywania prawa UE w tym zasadę pierwszeństwa i obowiązek stosowania wykładni prounijnej[891].

[889] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 5, UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 5 i 11-12, vide rozdział IV pkt 1.5., 2.2., 2.7. i 2.8.,
[890] Wyrok Sądu Apelacyjnego w Gdańsku z dnia 28 kwietnia 2021 r., I ACa 7/21, LEX nr 3307803,
[891] E. Dynia, Prawo…, s. 47-50, D. Kornobis-Romanowska, Mechanizm…, s. 288-292, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje…, s. 329-355,

2.6. Odbiorca zlecenia

Przekazanie zlecenia w ramach usługi PPZ ma nastąpić w celu jego wykonania. Z tego powodu odbiorcą zlecenia w ramach usługi PPZ powinien być podmiot, który zawrze transakcję albo przekaże dalej zlecenie w celu jego wykonania (zawarcia transakcji). Zależy to od długości tzw. łańcucha wykonania zlecenia, w którym może uczestniczyć kilka podmiotów przekazujących pomiędzy sobą zlecenie klienta w celu ostatecznego zawarcia transakcji[892]. Pojęcie „wykonania" z art. 74b ust. 1 Ustawy o obrocie nie może być interpretowane zawężająco jako przekazanie do podmiotu, który wykona zlecenie klienta w rozumieniu art. 73 ust. 1 i 2 Ustawy o obrocie tzn. do firmy inwestycyjnej lub innego kwalifikowanego pośrednika. Przekazanie zlecenia do wykonania może oznaczać przekazanie zlecenia uprawnionemu pośrednikowi (np. firmie inwestycyjnej) w celu jego wykonania w rozumieniu art. 73 ust. 1 Ustawy o obrocie, jak również przekazanie w celu zawarcia umowy (transakcji) kupna, sprzedaży lub umowy o równoważnym skutku przez jakiś inny podmiot (np. emitenta).

Część doktryny twierdzi, że przekazanie zlecenia może nastąpić do spółki będącej organizatorem rynku regulowanego[893]. M. Kurzajewski słusznie odpowiada tak:

usługa przyjmowania i przekazywania zleceń jest częstokroć w praktyce mylnie utożsamiana z czynnościami firmy inwestycyjnej zmierzającymi do realizacji zlecenia klienta w obrocie zorganizowanym. Wynika to z faktu kojarzenia przez uczestników rynku procesu realizacyjnego w ramach usługi wykonywania zlecenia z (faktycznymi) czynnościami przyjęcia zlecenia przez firmę inwestycyjną, a następnie przekazania zlecenia np. na giełdę. Przywołany błąd interpretacyjny wynika z kilku powodów, wśród których wyróżnić jednak można dwie podstawowe przyczyny. Pierwsza sprowadza się do mylnego identyfikowania organizatora miejsca obrotu (np. giełdy) jako podmiotu, który otrzymuje zlecenie klienta, a następnie je wykonuje. Druga z przyczyn – wywołująca błędną subsumpcję – polega na niewłaściwym określaniu statusu zlecenia, zakładającym,

[892] CESR, Best..., s. 16-18,

[893] P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2018, Komentarz do art. 74b Nb. 4, P. Zapadka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2014, Komentarz do art. 73 Nb. 6, K. Zacharzewski [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów..., s.1212,

że zlecenie kierowane do miejsca obrotu jest zleceniem klienta. Należy jednak mieć na uwadze, że wprowadzane do systemu transakcyjnego zlecenie w obrocie zorganizowanym nie jest zleceniem klienta, lecz zleceniem firmy inwestycyjnej, która wprawdzie działa na rzecz klienta, lecz czyni to w imieniu własnym (art. 73 ust. 4 pkt 2 u.o.i.f.)[894].

Ustawodawca unijny nie posługuje się stwierdzeniem, że przekazanie zlecenia w podstawowej formie usługi PPZ następuje „w celu wykonania". Zawarcie transakcji jako cel przekazania zlecenia nie jest kwestionowane przez ESMA[895].

2.7. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń związane z oferowaniem instrumentów finansowych

Wraz ze zmianą w art. 74b Ustawy o obrocie wprowadzoną Ustawą wdrażającą MIFID II powstało przekonanie, że stany faktyczne obsługiwane do tej pory w ramach zezwolenia na oferowanie instrumentów finansowych powinny być od tej pory przedmiotem dwóch usług: oferowania instrumentów finansowych oraz PPZ. To przekonanie zostało zasugerowane przez literalne brzmienie art. 74b Ustawy o obrocie i art. 18 ust. 8 i 9 Ustawy wdrażającej MIFID II:

Art. 18

8. Dom maklerski lub bank prowadzący działalność maklerską, który ***w związku z prowadzoną działalnością oferowania instrumentów finansowych wykonuje czynności, o których mowa w art. 74b ust. 1 pkt 1 ustawy zmienianej w art. 1, w brzmieniu nadanym niniejszą ustawą****, w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń do innego podmiotu i który nie posiada zezwolenia na prowadzenie działalności, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 ustawy zmienianej w art. 1, może wykonywać tę działalność na dotychczasowych zasadach, nie dłużej jednak niż przez 2 miesiące od dnia wejścia w życie niniejszej ustawy.*

9. Dom maklerski lub bank prowadzący działalność maklerską, o którym mowa w ust. 8, który w terminie 2 miesięcy od dnia wejścia w życie niniejszej ustawy złoży wniosek o

[894] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,
[895] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9,

udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 ustawy zmienianej w art. 1, może prowadzić działalność, o której mowa w ust. 8, na dotychczasowych zasadach do dnia:

1) ostatecznego rozstrzygnięcia w sprawie takiego wniosku - w przypadku odmowy udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 ustawy zmienianej w art. 1;

2) rozpoczęcia działalności maklerskiej na podstawie udzielonego zezwolenia, nie dłużej jednak niż przez 30 dni od dnia uzyskania zezwolenia - w przypadku udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 ustawy zmienianej w art. 1.

Cytowane przepisy przejściowe sugerują, że jedyną usługą, jaka może być świadczona na rzecz inwestora przy okazji oferowania instrumentów finansowych jest usługa PPZ. Na etapie prac legislacyjnych z 2018 r. nie wprowadzono zmian w przepisach, które mogłyby sugerować, że obsługa klienta (inwestora) związana ze świadczeniem usługi oferowania instrumentów finansowych może być kwalifikowana inaczej niż PPZ. To przekonanie uległo utrwaleniu na skutek stanowiska UKNF z 2019 roku:

W związku z brzmieniem art. 74b ust. 1 Ustawy, przyjęcie zapisu wymaga zawarcia przez firmę inwestycyjną z inwestorem umowy o świadczenie usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Wobec powyższego, firma inwestycyjna chcąca świadczyć na rzecz emitenta usługę oferowania instrumentów finansowych w formie, o której mowa w art. 72 pkt 2 Ustawy, musi posiadać - poza zezwoleniem, o którym mowa w art. 69 ust. 1 w związku z art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy - również zezwolenie, o którym mowa w art. 69 ust. 1 w związku z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy[896].

Stanowisko to znalazło poparcie w wypowiedziach doktryny[897]. Stanowisko to określam jako zasadę: „gdzie oferowanie, tam PPZ". Opisuje ono w sposób prawidłowy kwalifikację części stanów faktycznych. Jeżeli uznamy to stanowisko jako prawidłowość absolutną, występującą we wszystkich przypadkach, gdy świadczona

[896] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2019, s. 11,

[897] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 5,

jest usługa oferowania instrumentów finansowych, to jest ono błędne. Nie uwzględnia przypadków, w których na rzecz inwestora nie jest świadczona usługa PPZ, ale jest świadczona inna usługa maklerska. Tą usługą jest najczęściej wykonywanie zleceń.

Usługa PPZ ma swoje ograniczenia, które opisałem powyżej. Jej przedmiotem jest pośrednictwo, które składa się z określonych czynności faktycznych tzn. przyjęcia i przekazania zlecenia albo kojarzenia podmiotów (inwestorów). Pośrednictwo w obrocie instrumentami finansowymi polegające na zastępstwie pośrednim lub zastępstwie bezpośrednim, wymagające dokonania czynności prawnej, jest kwalifikowane jako wykonywanie zleceń. Zawarcie transakcji na własny rachunek z klientem także jest kwalifikowane jako wykonywanie zleceń. Nabycia instrumentu finansowego przez firmę inwestycyjną na skutek decyzji inwestycyjnej podjętej przez tą firmę inwestycyjną to zarządzanie portfelem[898].

Kwalifikacja czynności wykonywanych na rzecz inwestora na rynku pierwotnym jako PPZ jest prawidłowa przede wszystkim w modelu tzw. dawnej oferty prywatnej, a aktualnie oferty bezprospektowej. Jest to przypadek, w którym dochodzi do proponowania nabycia papieru wartościowego do niewielkiej liczby inwestorów, co pozwala na skorzystanie z wyłączenia prospektowego z art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia Prospektowego. Firma inwestycyjna zbiera zapisy na instrumenty finansowe i przekazuje je do emitenta. Emitent podejmuje ostateczną decyzję o przyjęciu albo odrzuceniu zapisów i dokonuje przydziału instrumentów finansowych poszczególnym inwestorom. Akceptacja zapisów będących w praktyce rynkowej najczęściej ofertami kupna papierów wartościowych jest dokonywana poza firmą inwestycyjną. Powiadomienie o akceptacji zapisów jest zgodnie z art. 61 KC momentem zawarcia transakcji. Mogę jedynie podejrzewać, że zasada „gdzie oferowanie, tam PPZ" została sformułowana z uwagi na uproszczony obraz rynku, który zakłada, że nabycie obligacji na rynku pierwotnym następuje zawsze „od emitenta" w schemacie podobnym do opisanego powyżej[899]. Stanowisko UKNF

[898] Vide rozdział IV pkt 2., 2.3., rozdział V pkt 1.2.,
[899] D. Nowalińska, W. Pietrzyk, M. Wojciechowski, Prawa..., s. 29-30,

dotyczące definicji usługi oferowania nie odnosi się do argumentów z porządku prawnego UE przemawiających przeciwko zasadzie „gdzie oferowanie tam PPZ"[900].

2.8. Krytyka zasady „gdzie oferowanie, tam PPZ" – przykład

Poniżej przedstawię przykład, w którym firma inwestycyjna działa jako zastępca pośredni klienta, co jest charakterystyczne dla usługi wykonywania zleceń. Zasada „gdzie oferowanie, tam PPZ" z pkt 2.7. niniejszego rozdziału nakazywałaby kwalifikację czynności firmy inwestycyjnej jako PPZ. Duża część uczestników polskiego rynku kapitałowego respektuje ww. zasadę. Jest to naturalne mając na względzie jednoznaczne brzmienie polskich przepisów oraz przywoływane powyżej stanowisko UKNF[901]. Na gruncie polskiego piśmiennictwa formułowano poglądy, które są sprzeczne z wymienioną powyżej zasadą. M. Kurzajewski wypowiedział się w następujący sposób:

W świetle praktyki funkcjonowania konsorcjum działania jego członków w stosunku do inwestorów należałoby zakwalifikować zasadniczo jako świadczenie na ich rzecz usługi przyjmowania i przekazywania zleceń, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 w zw. art. 74b ust. 1 pkt 1 u.o.i.f. Nie jest jednak wykluczone, że w niektórych przypadkach firma inwestycyjna zobowiąże się względem swojego klienta, nie do przyjęcia i przekazania zlecenia, lecz będzie działała w sposób zmodyfikowany, tzn. wskutek zapisu (zlecenia) złożonego przez niego zobowiąże się wprost do nabycia na rzecz klienta instrumentu finansowego będącego przedmiotem oferty. W takiej sytuacji oznaczone czynności należałoby uznać za świadczenie usługi wykonywania zleceń, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 2 w zw. z art. 73 ust. 1 u.o.i.f.[902]

W związku z powyższym proponuję podejście by każdy stan faktyczny był badany pod kątem spełnienia przesłanek danej usługi maklerskiej. Nie powinno się automatycznie wnioskować z faktu świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych na rzecz

[900] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2019, UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, vide rozdział IV pkt 1.2. i 1.5.,
[901] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 11-12,
[902] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3,

klienta-emitenta, że dla klienta-inwestora świadczona jest określona usługa maklerska (PPZ).

Przykład dotyczy ofert publicznych akcji, które są „rozliczane" za pośrednictwem systemu informatycznego GPW. Odnoszę się do przypadku, w którym wspomniane „rozliczenie" jest jedynym możliwym do uchwycenia zdarzeniem, które może zostać uznane za zawarcie transakcji nabycia papierów wartościowych.

Jedną z metod tzw. rozliczenia oferty publicznej jest dokonanie przydziału akcji oferowanych za pośrednictwem systemu informatycznego GPW. Ten sposób rozliczenia jest udostępniany w stosunku do inwestorów detalicznych. Przydział następuje po zebraniu i opłaceniu zapisów na akcje[903]. Z publicznie dostępnych prospektów emisyjnych wynika, że ten sposób przydziału dla inwestorów detalicznych jest stosowany[904]. Na przykładzie prospektu Celon Pharma S.A. dotyczącego oferty publicznej akcji serii D i ubiegania się o dopuszczenie ich do obrotu na rynku regulowanym z 2021 roku[905] przedstawię ten proces i wskażę, dlaczego zasadna jest kwalifikacja tego stanu faktycznego jako wykonywania zleceń.

Istotne jest zbadanie składanych oświadczeń woli przez obie strony i czynności faktycznych składających się na transakcję tzn. oświadczeń zawartych w prospekcie, zapisu, ewentualnych oświadczeń spółki o akceptacji zapisu, rozliczenia, możliwości złożenia ewentualnego oświadczenia o odstąpieniu od oferty lub jej zawieszeniu:

Stan faktyczny – emisja akcji
zapisy składane przez inwestorów indywidualnych są nieodwołalne (poza przypadkami wynikającymi z powszechnie obowiązujących przepisów prawa) i wydają się one mieć charakter oferty w rozumieniu KC, ponieważ sam prospekt nie stanowi oferty

[903] GPW, Przewodnik..., s. 51,

[904] Proces dokonywania „przydziału" z wykorzystaniem systemu GPW nie jest zbyt dobrze opisany w literaturze. Umowy trójstronne (pomiędzy GPW, emitentem, a firmą inwestycyjną biorącą udział w procesie oferowania instrumentów finansowych) nie są dostępne publicznie. Można jednak znaleźć inne dokumenty ofertowe, w których występuje opisywany mechanizm, a które wskazują, że podmioty, które wprowadzają zlecenia muszą być członkami GPW np. Play Communications S.A., Wyciąg Warunków Oferty - tłumaczenie na język polski wybranych punktów rozdz. „Warunki Oferty", 2017, https://www.bm.pkobp.pl/media_files/3f992ffa-cb18-4c6b-a103-obb05a1c5974.pdf dostęp 20.04.2022, s. 14,

[905] Celon Pharma S.A., Prospekt, 2021, https://celonpharma.com/wp-content/uploads/2021/07/Prospekt_072021-1.pdf dostęp 13.04.2022,

brak jest informacji o innym momencie zawarcia transakcji (np. poprzez przekazanie emitentowi zapisów i ich akceptację przez emitenta) niż poprzez złożenie zlecenia w systemie GPW za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, która przyjęła zapis (zlecenie)
- prospekt dość niejasno określa rolę systemu GPW w tej transakcji, ponieważ z jednej strony wspomina o **technicznym przydziale** akcji (co może sugerować czynność z art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie) inwestorom indywidualnym za pośrednictwem tego systemu, a z drugiej o konieczności złożenia w nim **zleceń** przez firmy inwestycyjne działające za inwestorów w systemie GPW (co sygnalizuje czynność z art. 69 ust. 2 pkt 2 Ustawy o obrocie)
system GPW jest wykorzystywany na podstawie odrębnej umowy zawartej pomiędzy emitentem, GPW, a jedną z firm inwestycyjnych odpowiedzialnych za przebieg oferty publicznej
firmy inwestycyjne przyjmujące zapisy są zobowiązane do złożenia na podstawie przyjętych zapisów zleceń kupna akcji oferowanych za pośrednictwem systemu GPW; formularz zapisu ma zawierać pełnomocnictwo dla firmy inwestycyjnej upoważniające ją do złożenia zlecenia kupna na Akcje Oferowane w imieniu danego Inwestora Indywidualnego; prospekt posługuje się określeniem „***złożą, w imieniu Inwestorów Indywidualnych (…) zlecenia kupna na Akcje Oferowane za pośrednictwem systemu GPW***"; mając na uwadze, że system GPW, o którym mowa w tym przypadku funkcjonuje w sposób analogiczny, jak ten, w którym składane są standardowe zlecenia przekazywane na giełdę w ramach sesji odbywających się w dni giełdowe wydaje się, że jest to błąd w prospekcie, gdyż zlecenia brokerskie (maklerskie) przekazywane są przez członków GPW **w imieniu własnym na rachunek klienta**
emitent ma możliwość zawieszenia oferty publicznej lub odstąpienia od niej, do chwili wprowadzenia zleceń do systemu GPW; sugeruje to, że zawarcie transakcji pomiędzy emitentem, a inwestorami zachodzi właśnie w tym momencie (wprowadzenia zleceń do systemu GPW), a nie na wcześniejszym etapie; w przeciwnym razie proste odstąpienie od oferty nie byłoby możliwe; konieczne byłoby odwrócenie transakcji, co wydaje się być znacznie bardziej skomplikowane od strony

cywilnoprawnej i operacyjnej od prostego, jednostronnego oświadczenia woli o odstąpieniu od oferty lub zawieszeniu oferty
prospekt milczy w kwestii obowiązkowego przekazania uzupełnionych formularzy zapisu emitentowi w celu dokonania przydziału akcji inwestorom indywidualnym, a ponadto określa precyzyjne zasady dokonania przydziału, co pozwala firmom inwestycyjnym na ustalenie liczby akcji należnych każdemu z indywidualnych inwestorów bez dodatkowych decyzji emitenta o przydziale
na poziomie prospektu nie przesądzono wprost, jaka usługa maklerska jest wykonywana przez firmy inwestycyjne, które przyjmują zapisy od inwestorów indywidualnych, a następnie wystawiają na ich podstawie zlecenia w systemie GPW[906]

Kluczowe jest w jakim momencie dochodzi do zawarcia transakcji, czyli wykonania zlecenia. Nie można wykonać dwa razy tego samego zlecenia. Można co najwyżej dokonać rozrachunku zawartej transakcji. Wynika to z rozdzielenia zawarcia umowy (czynność transakcyjna) od przeniesienia własności papieru wartościowego na skutek zawarcia transakcji (czynność potransakcyjna – rozrachunek)[907]. ESMA formułuje zasadę, że transakcja nie może być zawarta w więcej niż jednym systemie obrotu (*trading venue*). W przypadku, gdy do zawarcia transakcji dochodzi na skutek świadczenia przez firmę inwestycyjną usługi lub działalności inwestycyjnej, o której mowa w pkt 1, 2 lub 3 sekcji A załącznika nr 1 do MIFID II, pomimo późniejszego skierowania tej transakcji do sformalizowania na rynku regulowanym, MTF lub OTF, to transakcja nie będzie uważana za zawartą w systemie (MTF, OTF lub na rynku regulowanym), z uwagi na wspomnianą zasadę: transakcja nie może być zawarta w więcej niż jednym systemie obrotu (*transaction cannot be concluded on more than one trading venue*)[908]. Analizowana powyżej transakcja z wysokim prawdopodobieństwem jest zawierana poprzez wprowadzenie do systemu GPW zleceń kupna przez firmy

[906] Stan faktyczny w tabeli ustalony na podstawie: Celon Pharma S.A., Prospekt..., s. 21, 22, 27, 173-178, 180-182,

[907] Vide rozdział I pkt 2.4.1.,

[908] ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics, 16 December 2022 | ESMA70-872942901-38, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf dostęp 07.08.2023, s. 43-44 i 46-47, ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 22,

inwestycyjne reprezentujące inwestorów oraz zleceń sprzedaży przez firmę inwestycyjną działającą na rachunek emitenta. Żadnej fragment prospektu nie sugeruje zastosowania innego rozwiązania np. złożenia oświadczeń woli o przydziale akcji przez emitenta.

Brak jest w tym przypadku przekazania zlecenia w celu jego wykonania. Firma inwestycyjna reprezentująca klienta-inwestora na podstawie zapisu złożonego przez klienta-inwestora w ofercie publicznej składa zlecenie w systemie GPW. Zlecenie to jest zleceniem składanym przez firmę inwestycyjną w imieniu własnym na rachunek klienta. Tego typu zlecenie co do zasady spełnia definicje zlecenia brokerskiego (z r.w.s.t.p.) i zlecenia maklerskiego (z SZOG)[909]. Biorąc pod uwagę kryteria odróżniające usługę PPZ od usługi wykonywania zleceń opisane w części poświęconej prawu UE, tzn. ostatnie ogniwo w łańcuchu wykonania zlecenia oraz brak możliwości modyfikacji zlecenia klienta przy PPZ[910], należy stwierdzić, że mamy do czynienia z usługą wykonania zlecenia. Firma inwestycyjna jest ostatnim ogniwem w łańcuchu wykonania zlecenia przed systemem obrotu (GPW) oraz modyfikuje ona zlecenie klienta, ponieważ składa w systemie informatycznym GPW zlecenie własne, a nie zlecenie klienta.

2.9.Aktualizacja stanowiska Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczącego definicji usługi oferowania instrumentów finansowych

W marcu 2022 r. wydana została aktualizacja stanowiska UKNF dotyczącego definicji usługi oferowania instrumentów finansowych. Jest ona odpowiedzią UKNF na zauważony problem niejasnej granicy pomiędzy oferowaniem instrumentów finansowych, PPZ i wykonywaniem zleceń w przypadku, gdy usługa oferowania instrumentów jest świadczona na rzecz oferującego[911]. UKNF upatruje źródła problemu w wejściu w życie Rozporządzenia Prospektowego oraz Ustawy wdrażającej Rozporządzenie Prospektowe[912]. Problem prawny jest głębszy i wynika z błędnego

[909] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 13-14,
[910] Vide Rozdział IV pkt 1.4. i tam przywołane źródła,
[911] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 12-14,
[912] *Ibidem*, s. 12-13,

uznania przez polskiego ustawodawcę, że oferujący może być klientem usługi oferowania instrumentów finansowych[913].

UKNF stwierdził w aktualizacji stanowiska, że niektóre stany faktyczne, w których występuje oferujący, mogą podlegać jednoczesnej kwalifikacji jako czynności z art. 69 ust. 2 pkt 1, 2 i 6 Ustawy o obrocie. Pokazuje to, że UKNF dostrzegł, trudność w kwalifikacji niektórych stanów faktycznych z punktu widzenia przepisów prawa polskiego i dotychczasowej jego wykładni. Okoliczności, które zdaniem UKNF odróżniają PPZ od wykonywania zleceń to wystawienie przez firmę inwestycyjną działającą na rzecz klienta zlecenia brokerskiego, o którym mowa w § 2 pkt 18 r.w.s.t.p., które charakteryzuje zdaniem UKNF usługę wykonywania zleceń[914]. Zgadzam się, że wystawienie zlecenia brokerskiego powinno skutkować kwalifikacją danej czynności jako wykonywania zleceń, jednak nie jest to jedyna okoliczność, która odróżnia PPZ od wykonywania zleceń. UKNF i ustawodawca powinni zastosować pogląd dotyczący zlecenia brokerskiego także w kontekście poruszonych w tym rozdziale problemów związanych z kwalifikacją czynności wykonywanych przez firmę inwestycyjną przyjmującą zapis w ramach wezwania oraz związanych z kwalifikacją usługi wykonywanej przez firmy inwestycyjne na rzecz klientów-inwestorów w związku z ofertami publicznymi „rozliczanymi" za pośrednictwem systemu GPW[915].

2.10. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń przy wezwaniach

Na przestrzeni ostatnich lat zmienne było podejście KNF i polskiego ustawodawcy do kwalifikacji czynności wykonywanych przez firmę inwestycyjną w procesie wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej. Do czasu wejścia w życie Rozporządzenia wezwaniowego 2020 (1 lutego 2021 r.), dominujący pogląd UKNF i doktryny zakładał, że firma inwestycyjna pośrednicząca w ogłoszeniu i przeprowadzeniu wezwania nie świadczy żadnej usługi określonej w art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie. Wykonywanie tych czynności stanowiło szczególny typ uczestnictwa firmy inwestycyjnej w obrocie instrumentami finansowymi przewidziany przez przepisy

[913] Vide rozdział VI pkt 1.2. i 2.2.,
[914] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 14,
[915] Vide rozdział IV pkt 2.8. i 2.10.,

Ustawy o ofercie[916]. Stanowisko UKNF w tym przedmiocie do dnia oddania tej pracy figuruje na stronie internetowej KNF jako stanowisko aktualne[917]. Na skutek wspomnianego stanowiska został dodany ust. 2c w art. 79 Ustawy o obrocie, który umożliwiał agentom firmy inwestycyjnej pośredniczenie w przyjmowaniu zapisów na wezwania pomimo, że ta czynność nie była uznawana za działalność maklerską. Przepis ten został uchylony 29 września 2023 r. z uwagi na dostrzeżoną przez ustawodawcę zmianę w modelu obsługi wezwań[918] ponad półtora roku po dokonaniu zmiany tego modelu wezwań Rozporządzeniem wezwaniowym 2020.

Stanowisko UKNF z 2015 roku[919] dotyczyło czynności podmiotu pośredniczącego w ogłoszeniu i przeprowadzeniu wezwania. Czynności wykonywane przez podmiot prowadzący rachunek na rzecz akcjonariusza składającego zapis w wezwaniu są analogiczne. Ten ostatni obsługuje osobę składającą zapis w wezwaniu analogiczne, jak podmiot wzywający wzywającego (nabywającego). Ponadto czynności tych jest mniej, ponieważ nie występują przy obsłudze osoby składającej zapis w wezwaniu m.in. obowiązki związane z ogłaszaniem wezwania. Nie zwracano uwagi, że na skutek złożonych zapisów na wezwanie dochodzi do zawarcia transakcji w systemie obrotu. Zgodnie z SZOG (Dział VI Rozdział 5)[920] i SZOG NewConnect (Rozdział 11 Oddział 5)[921] do zawarcia transakcji dochodzi poprzez wprowadzenie zleceń kupna do systemu giełdowego przez firmę inwestycyjną pośredniczącą w przeprowadzeniu wezwania i zleceń sprzedaży przez firmy inwestycyjne reprezentujące osoby odpowiadające na wezwanie. Wprowadzenie zleceń do zorganizowanego systemu obrotu przez

[916] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego DRK/WK/485/14/1/2015/PK, 2015 r. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-14-1-2015-PK_43860.pdf dostęp 07.08.2023, A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz, 2014, LEX, Komentarz do art. 77 teza 1, A. Famirski [w:] M. Michalski (red.) Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Legalis 2014, Komentarz do art. 77, Nb. 3,

[917] KNF, Stanowiska Urzędu, Rynek Kapitałowy, strona internetowa KNF: https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/stanowiska/stanowiska_uknf_rynek_kapitalowy, dostęp 25.04.2024,

[918] Druk sejmowy Sejmu IX kadencji nr 3381…, s. 127 uzasadnienia,

[919] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego DRK/WK/485/14/1/2015/PK

[920] GPW, Szczegółowe zasady obrotu giełdowego w systemie UTP, tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2023 r. https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/SZOG_pl.pdf, dostęp 11.05.2023,

[921] GPW, Załącznik nr 2 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu, według stanu prawnego na dzień 15 lipca 2022 r., Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu na rynkach NewConnect i Catalyst, https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/files/PDF/regulacje/2_9_Zal2_Reg_ASO_15072022.pdf, dostęp 11.05.2023,

uczestników danego rynku jest kwalifikowane jako działanie przez takiego uczestnika w imieniu własnym na rachunek klienta[922]. Od wejścia w życie Rozporządzenia wezwanionego 2020 zmienił się sposób obiegu dokumentacji w ramach wezwania. Poprzednio akcjonariusz zobowiązany był zgłosić się do podmiotu, który prowadził jego rachunek w celu uzyskania świadectwa depozytowego i złożenia go w podmiocie pośredniczącym, o ile rachunek nie był prowadzony przez sam podmiot pośredniczący (§ 9 Rozporządzenia wezwaniowego 2017). Nie zmienił się jednak obieg zleceń. Dział VI Rozdział 5 SZOG przewidywał obowiązek złożenia zleceń w systemie GPW od jego uchwalenia w 2012 roku[923].

W Rozporządzeniu wezwaniowym 2020 ustawodawca wprowadził przepisy, które nakazują złożenie zapisu przez akcjonariusza w wezwaniu na sprzedaż lub zamianę akcji w podmiocie, z którym ten akcjonariusz ma zawartą umowę PPZ. Wymóg ten został powtórzony w § 3 i 4 Rozporządzenia wezwaniowego. Ustawodawca w uzasadnieniu projektu Rozporządzenia wezwaniowego 2020, ani w uzasadnieniu projektu Rozporządzenia wezwaniowego nie wskazał rozumowania prawnego stojącego za taką kwalifikacją czynności dokonywanych przez firmę inwestycyjną w ramach wezwania[924].

Zgodnie z zasadą kolizyjną *lex superior derogat legi inferiori*[925] i regułami obowiązywania prawa UE, w szczególności zasadą pierwszeństwa, bezpośredniego skutku prawa UE, obowiązek stosowania wykładni prounijnej[926] kwalifikacja czynności firmy inwestycyjnej przyjmującej zapis w wezwaniu określona w Rozporządzeniu wezwaniowym de lege lata powinna być interpretowana jako wykonywanie zleceń. *De lege ferenda* przepisy Rozporządzenia wezwaniowego zawierające kwalifikację czynności maklerskiej powinny zostać uchylone. Przepisy o zakresie usług maklerskich

[922] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.2, E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 12, UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 13-14,

[923] GPW, Szczegółowe…,

[924] Uzasadnienie projektu rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, sposobu i trybu składania i przyjmowania zapisów w wezwaniu oraz dopuszczalnych rodzajów zabezpieczenia, 2022, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//502/12357616/12861660/dokument558422.pdf dostęp 20.05.2023, Uzasadnienie projektu rozporządzenia Ministra Finansów Funduszy i Polityki Regionalnej…,

[925] G. Maroń, Wstęp…, s. 129,

[926] E. Dynia, Prawo…, s. 47-50, D. Kornobis-Romanowska, Mechanizm…, s. 288-292, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje…, s. 329-355,

wykonywania zleceń i PPZ są przedmiotem regulacji ustawowej (art. 73 ust. 1 i art. 74b Ustawy o obrocie). Przepisy rozporządzeń nie mogą zmieniać treści ustaw. Jest to przypadek, w którym ustawodawca próbując doprecyzować, przesądzić kwalifikację usługi wskazuje błędną kwalifikację. Wadą stanowienia przepisów przesądzających kwalifikację usług maklerskich w określonych stanach faktycznych jest to, że mogą one się okazać zbyt ciasnym gorsetem nie pasującym do stanu faktycznego. Mogą one nie uwzględniać mnogości stanów faktycznych lub ich złożoności. Lepszym rozwiązaniem są klarowne definicje uzupełniane, w miarę potrzeby, stanowiskami organów nadzoru niż kazuistyczne przepisy przyporządkowujące kwalifikację do stanu faktycznego.

Odrębną kwestią pozostaje słuszność takiego ukształtowania SZOG, które wymagają by transakcja w ramach wezwania była zawierana w systemie obrotu. Konsekwencją tego jest konieczność skorzystania przez akcjonariusza, który bierze udział w wezwaniu z pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Konstrukcja udziału w wezwaniu przewidująca obligatoryjne pośrednictwo firmy inwestycyjnej nie odpowiada standardom wdrożonym na innych rynkach. Wezwanie mogłoby być przeprowadzone wyłącznie w oparciu o uczestników systemu depozytowo-rozliczeniowego. Ponadto wymóg korzystania z usług firmy inwestycyjnej świadczącej usługę inwestycyjną przy wezwaniu może ona powodować utrudnienia w obrocie międzynarodowym[927]. Ochrona inwestora wynikająca ze świadczenia usługi maklerskiej nie ma istotnego wpływu na pozycję akcjonariusza biorącego udział w wezwaniu, lecz może generować dodatkowe koszty pośrednictwa. Zasady dotyczące grup docelowych i zarządzania produktem nie dotyczą pośrednictwa w sprzedaży instrumentów finansowych przez klienta (art. 83b ust. 9 Ustawy o obrocie). Przy sprzedaży instrumentu finansowego wiążącej się z wyjściem z inwestycji nie przeprowadza się oceny adekwatności[928].

[927] M. Kalisiak, *Zmiana…*, s. 46-47,

[928] ESMA, Wytyczne w sprawie określonych aspektów wymogów MiFID II dotyczących adekwatności i świadczenia wyłącznie usługi wykonywania zleceń, 12.04.2022, ESMA35-43-3006, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3006_gls_on_certain_aspects_of_the_mifid_ii_appropriateness_and_execution-only_requirements_pl.pdf, dostęp 17.05.2023, s. 18,

2.11. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń przy skupach akcji

Stosowanie Rozporządzenia wezwaniowego oraz procedur SZOG i SZOG NewConnect dotyczących wezwań jest związane z ogłoszeniem wezwania na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, o którym mowa w Ustawie o ofercie. Istnieją przypadki, w których dochodzi do podobnych transakcji, jednak nie ma zastosowanie reżim Rozporządzenia wezwaniowego. Są to przede wszystkim tzw. skupy akcji, w tym skupy akcji własnych[929]. Z uwagi na brak szczegółowych przepisów prawa regulujących takie transakcje procedura ich przeprowadzenia jest każdorazowo ustalana przez skupującego we współpracy z firmą inwestycyjną. Świadczenie usług maklerskich w takim przypadku zależy od ukształtowania stanu faktycznego przez uczestników skupu akcji. Możliwe jest przeprowadzenie skupu w oparciu o uczestników systemu depozytowo-rozliczeniowego bez konieczności świadczenia usług maklerskich z art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie.

2.12. Oddzielenie usługi przyjmowania i przekazywania zleceń od usługi oferowania instrumentów finansowych

W zaktualizowanym stanowisku UKNF dotyczącym usługi oferowania instrumentów finansowych zagadnienie granicy pomiędzy usługą PPZ i usługą oferowania instrumentów finansowych jest poruszane w dwojaki sposób. Po pierwsze wskazano, że *firma inwestycyjna chcąca świadczyć na rzecz emitenta usługę oferowania instrumentów finansowych w formie, o której mowa w art. 72 pkt 2 Ustawy, musi posiadać – poza zezwoleniem, o którym mowa w art. 69 ust. 1 w związku z art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy – również zezwolenie, o którym mowa w art. 69 ust. 1 w związku z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy*[930]*.*

Ponadto zwrócono uwagę, że *z punktu widzenia relacji umownych łączących klienta (inwestora lub emitenta) z firmą inwestycyjną lub bankiem, o którym mowa w art. 70 ust.*

[929] Przykładowo: Mostostal Zabrze, ZAPROSZENIE DO SKŁADANIA OFERT SPRZEDAŻY AKCJI MOSTOSTAL ZABRZE SPÓŁKA AKCYJNA z dnia 25 października 2023 r., https://mz.pl//app/uploads/2023/10/Zapr_do_-skladania_ofert_sprzedazy_akcji-MZ_25.10.2023-1.pdf, dostęp 27.11.2023,

[930] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 12,

2 Ustawy, wskazane wyżej usługi nie nakładają się. Należy bowiem wskazać, że w przypadku świadczenia usługi oferowania na rzecz emitenta w analizowanej formie, usługa przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych jest świadczona jedynie na rzecz inwestora, ponieważ definicja zawarta w art. 74b ust. 1 Ustawy obejmuje jedynie przekazanie zlecenia do emitenta. Wykonanie tej ostatniej czynności, z punktu widzenia relacji podmiotu oferującego (firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy) z emitentem jest w całości objęte usługą oferowania instrumentów finansowych[931].

Pierwsze spostrzeżenie UKNF jest nieprecyzyjne. Granicą nie jest świadczenie usługi oferowania w formie, o której mowa w art. 72 pkt 2 Ustawy o obrocie tzn. *pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych*. Tą granicą jest przyjęcie i przekazanie zlecenia klienta-inwestora. Pośredniczenie w zbywaniu może przyjmować różne formy[932], nie tylko PPZ.

Co do drugiego spostrzeżenia UKNF należy zgodzić się, że granicą pomiędzy PPZ i oferowaniem instrumentów finansowych jest osoba klienta. Firma inwestycyjna, która nie jest związana z emitentem stosunkiem umownym wymagającym działania na jego rzecz (art. 72 Ustawy o obrocie) nie świadczy usługi oferowania instrumentów finansowych. Dotyczy to także takiej firmy inwestycyjnej niezwiązanej relacją umowną z emitentem, która prowadzi marketing świadczonej przez nią usługi PPZ, a w konsekwencji także określonego instrumentu finansowego będącego jej przedmiotem[933]. Wydaje się, że wystąpi podejrzenie działania na rzecz emitenta, jeżeli firma inwestycyjna pobierze wynagrodzenie od emitenta za pośrednictwo.

3. Odpowiednik usługi przyjmowania i przekazywania zleceń w prawie niemieckim

W prawie niemieckim usługa odpowiadająca polskiemu PPZ nazywana jest pośrednictwem inwestycyjnym (*Anlagevermittlung*). Usługa ta jest identycznie zdefiniowana w kilku niemieckich aktach prawnych m.in. § 1 ust. 1a pkt 1 KWG, § 2 ust.

[931] *Ibidem*, s. 12,
[932] vide rozdział VI pkt 2.8.,
[933] vide rozdział VI pkt 2,

2 pkt 3 WpIG oraz § 2 ust. 8 pkt 4 WpHG. Jest to kwestia przyjętej techniki legislacyjnej w tym przyjęcia przez niemieckiego ustawodawcę, że część usług inwestycyjnych (WpIG) jest jednocześnie kwalifikowanych jako czynności bankowe albo usługi finansowe (KWG). Przykładowo *Anlagevermittlung* jest jednocześnie usługą finansową (*Finanzdienstleistung*) uregulowaną w KWG oraz usługą inwestycyjną (*Wertpapierdienstleistung*) uregulowaną w WpIG. Jest to inny sposób regulacji niż przyjęty przez polskiego ustawodawcę. Definicje czynności bankowych z art. 5 Prawa bankowego nie mają swoich bezpośrednich odpowiedników wśród czynności maklerskich z art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy o obrocie.

3.1. Anlagevermittlung

Niemieckie akty prawne definiują *Anlagevermittlug* się jako *pośrednictwo w transakcjach nabycia i zbycia instrumentów finansowych (pośrednictwo inwestycyjne)*[934]. W celu odróżnienia niemieckiej regulacji od polskiej będę się posługiwał nazwą Anlagevermittlung dla oznaczenia niemieckiej implementacji usługi inwestycyjnej.
BaFin dzieli definicję Anlagevermittlung na dwie przesłanki:
- **pośrednictwo w rozumieniu ustawy,**
- **dotyczące transakcji nabycia i zbycia instrumentów finansowych**.

Pośrednictwo w rozumieniu ustawy występuje w dwóch formach określonych przez prawo niemieckie i unijne. **Po pierwsze** świadczy je ten, kto przekazuje, jako **posłaniec** (*Bote*) oświadczenie woli inwestora dotyczące nabycia lub zbycia instrumentu finansowego do podmiotu, z którym inwestor chce zawrzeć taką transakcję. Bez znaczenia jest, czy przekazywane oświadczenie woli jest ofertą, czy też przyjęciem oferty. Bez znaczenia dla kwalifikacji czynność jest forma przekazania oświadczenia woli tzn. czy następuje ono ustnie, pisemnie, czy w formie elektronicznej[935]. Pojęcie posłańca w prawie niemieckim jest podobne do jego polskiego odpowiednika tzn. wskazuje się, że posłaniec (Bote) w przeciwieństwie do zastępcy (Vertreter) nie składa

[934] Tłumaczenie własne - *die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten (Anlagevermittlung).*
[935] BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung…,

własnego oświadczenia woli, ale przekazuje oświadczenia zleceniodawcy[936]. Kwalifikacja Anlagevermittlung, jako czynności posłańca jest akceptowana przez część piśmiennictwa[937] i niemieckie orzecznictwo. Pogląd przeciwny został wyrażony przez niemieckiego ustawodawcę w połowie lat 90-tych przy okazji wdrażania w Niemczech ISD[938]. Jeżeli inwestor udziela pośrednikowi pełnomocnictwa, by ten występował nie jako posłaniec, ale jako zastępca inwestora, który składa w jego imieniu własne oświadczenie woli, to mamy do czynienia z Abschlussvermittlung[939] a nie z Anlagevermittlung[940]. Aby można było zakwalifikować działalność jako Anlagevermittlung pośrednik musi być świadomy, że przekazuje oświadczenie woli dotyczące nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Z tego powodu przedsiębiorstwa zajmujące się dostarczaniem listów, które w ramach swoich zwykłych czynności przekazywałyby zapisy inwestorów na papiery wartościowe nie wykonują Anlagevermittlung. **Po drugie** BaFin uznaje za pośrednictwo w rozumieniu ustawy także wspieranie gotowości inwestora do zawarcia transakcji nakierowane na zawarcie przez niego transakcji nabycia lub zbycia instrumentu finansowego z osoba trzecią (*das zielgerichtete Fördern der Abschlussbereitschaft des Anlegers, damit dieser ein Geschäft über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten mit einem Dritten abschließt*). Anlagevermittlung zachodzi zatem, gdy świadczący usługę świadomie i ostatecznie oddziałuje na inwestora, żeby ten zawarł transakcję nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Osoba, która prezentuje inwestorowi określone możliwości transakcyjne, ponieważ zawarła porozumienie prowizyjne ze spodziewanym kontrahentem inwestora, zdaniem BaFin co do zasady będzie wypełniała znamiona świadomego i ostatecznego oddziaływania na inwestora w celu wywołania jego gotowości do zawarcia transakcji. Jednocześnie BaFin uznaje, że dla zaistnienia Anlagevermittlung nie wystarczy wyłącznie ustanowienie kontaktu pomiędzy sprzedającym, a kupującym polegającego na tzw. czynności stwierdzającej

[936] J. Ellenberger [w:] G. Brudermüller, J. Ellenberger, I. Götz, C. Grüneberg, S. Herrler, H. Sprau, K. Thorn, W. Weidenkaff, D. Weidlich, H. Wicke, Beck'sche..., s. 187,
[937] G. Spindler [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts..., s. 2028-2029,
[938] C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 182-183,
[939] Działalność, która w Polsce opisywana jest jako wykonywanie zleceń. Abschlussvermittlung jest węższy niż polskie wykonywanie zleceń, ponieważ odnosi się tylko do stanów faktycznych, w których firma inwestycyjna działa w imieniu własnym na rachunek klienta. Szerszy opis znajduje się w rozdziale V.
[940] BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung...,

(Nachweistätigkeit) w rozumieniu niemieckiego prawa działalności gospodarczej (Gewerberecht). Konieczne jest podjęcie przez pośrednika aktywnych działań mających na celu wpłynięcie na wyrażenie woli przez potencjalnego nabywcę lub sprzedawcę instrumentu finansowego tzn. dokonanie tzw. czynności pośredniczącej (Vermittlungstätigkeit)[941]. Wniosek ten BaFin wysnuł z faktu, że wraz z wdrożeniem MIFID ustawodawca niemiecki wykreślił z definicji Anlagevermittlung słowo „stwierdzenie" (Nachweis), które występowało obok słowa pośrednictwo (Vermittlung). Wyklucza to z zakresu Anlagevermittlug czynności polegające jedynie na przekazaniu wskazówki, co do określonej transakcji nabycia instrumentów finansowych inwestorowi albo na wskazaniu zbywcy jedynie informacji o inwestorze zainteresowanym nabyciem instrumentu finansowego. Zdaniem BaFin przedmiotem komunikacji pomiędzy pośrednikiem, a inwestorem powinna być konkretna transakcja nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a pośrednik powinien wpływać na gotowość inwestora do zawarcia transakcji[942].

Podejście BaFin do drugiej z form pośrednictwa znajduje, co najmniej częściowe, potwierdzenie w orzecznictwie. BGH stwierdził, że Anlagevermittlung zachodzi m.in. wtedy, gdy pośrednik przygotuje i doprowadzi zawarcie konkretnej transakcji w tak pełny sposób, że klientowi pozostaje wyłącznie podpisanie i przesłanie zlecenia[943].

Druga przesłanka to „**transakcja nabycia lub zbycia instrumentów finansowych**". Pojęcie instrumentu finansowego jest analizowane w rozdziale I pkt 2.3. BaFin uznaje za transakcję nabycia lub zbycia czynność prawną pomiędzy żyjącymi nakierowaną na przeniesienie własności. Wprost wskazano, że taką czynnością jest umowa zamiany[944]. Ponadto BaFin skupia się na opisie wyroku TSUE w sprawie C-678/15 Mohammad

---

[941] H. Sprau [w:] G. Brudermüller, J. Ellenberger, I. Götz, C. Grüneberg, S. Herrler, H. Sprau, K. Thorn, W. Weidenkaff, D. Weidlich, H. Wicke, Beck'sche..., 1155-1156,

[942] BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung..., H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar WpHG MAR PRIIP MiFIR Leerverkaufs-VO EMIR, 2019, www.juris.de, Abschnitt 1 § 2 Rn. 125-126, F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG..., s. 96, G. Spindler [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts..., s. 2028-2030,

[943] Wyrok BGH z 5.12.2013 r., III ZR 73/12, http://www.rechtsprechung-im-internet.de/jportal/portal/t/19ke/page/bsjrsprod.psml?pid=Dokumentanzeige&showdoccase=1&js_peid=Trefferliste&documentnumber=1&numberofresults=10908&fromdoctodoc=yes&doc.id=KORE315072014&doc.part=L&doc.price=0.0&doc.hl=1#focuspoint dostęp 27.04.2022, C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 183,

[944] BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung...,

Zadeh Khorassani przeciwko Kathrin Pflanz, co ma związek z wcześniejszą odmienna interpretacją BaFin dot. zakresu usługi PPZ od stanowiska zawartego w tym wyroku[945].

3.2. Porównanie Anlagevermittlung oraz przyjmowania i przekazywania zleceń

BaFin formułuje jednoznaczną przesłankę pozwalającą na odróżnienie Anlagevermittlung od Abschlussvermittlung. Podmiot świadczący pierwszą z usług przekazuje jako posłaniec oświadczenie woli (*Willenserklärung*) swojego klienta, natomiast podmiot świadczący Abschlussvermittlung składa w ramach transakcji własne oświadczenie woli, jako przedstawiciel klienta. Oba przypadki nie mogą zdaniem BaFin występować jednocześnie[946]. Jest to spójne z poglądem KE, że podmiot świadczący PPZ nie może zmieniać przekazywanego zlecenia klienta[947]. Stanowisko BaFin jest zbieżne z poglądem M. Kurzajewskiego, który wskazuje na kwalifikację PPZ jako czynności posłańca, a przyjęcie zlecenia klienta i złożenie na jego podstawie własnego oświadczenia woli przez firmę inwestycyjną jako zmianę zlecenia klienta[948]. Trafne jest spostrzeżenie BaFin, że firma inwestycyjna wykonująca PPZ (Anlagevermittlung) powinna być „świadomym posłańcem" tzn. powinna wiedzieć, że przenosi zlecenie nabycia lub sprzedaży instrumentów finansowych. Nie natrafiłem na takie stwierdzenie w polskiej literaturze, orzecznictwie, czy praktyce administracyjnej. BaFin przedstawia też szersze wytłumaczenie co do istoty PPZ polegającego na kojarzeniu stron transakcji. Pogląd BaFin znajduje potwierdzenie w późniejszym stanowisku ESMA[949].

Miejsca, w których BaFin trafnie odczytuje sens czynności składających się na Anlagevermittlung, są często oparte o konstrukcje cywilnoprawne wykształcone w prawie niemieckim. Pierwsza z form PPZ została określona jako czynność posłańca

[945] M. Hobza, ECJ..., s. 3, H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 128, F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG..., s. 96, vide rozdział IV pkt 1.3.,

[946] BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung, 2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091207_tatbestand_abschlussvermittlung.html;jsessionid=0D46DF2DDB6C17015CC8AED39DC2577D.1_cid500 dostęp 13.04.2022,

[947] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 26,

[948] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,

[949] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9, vide rozdział IV pkt 1.1.

(Bote), a druga opiera się na rozróżnieniu czynności wskazującej (Nachweistätigkeit) i czynności pośredniczącej (Vermittlungstätigkeit) charakterystycznych dla umowy maklerskiej (Mäklervertrag)[950]. Umowa maklerska w języku niemieckim i niemieckim porządku prawnym nie ma jednoznacznego związku z papierami wartościowymi, jak w Polsce. Dotyczy pośrednictwa w zawieraniu umów m.in. pośrednictwa w zakresie nieruchomości (*Immobilienmakler*). W Polskim prawie należy docenić przedstawicieli doktryny którzy wskazują na instytucję posłańca, czy szeroko rozumianego pośrednictwa obecne w umowie PPZ[951].

W literaturze cytowanej w pkt 3.1. niniejszego rozdziału nie natrafiłem na stwierdzenia, które potwierdzałyby występowanie w niemieckim obrocie prawnym praktyki rozszerzania zakresu PPZ na wszystkie rodzaje pośrednictwa świadczonego na rzecz inwestorów w obrocie pierwotnym[952], czy na przypadki wezwań do sprzedaży akcji[953].

4. Wnioski do rozdziału IV

1. **Zakres usługi PPZ w prawie polskim i UE**. PPZ jest usługą polegającą na wykonaniu określonych czynności faktycznych (przyjęcie i przekazanie zlecenia, kojarzenie inwestorów) na rzecz klienta przez firmę inwestycyjną[954]. Wykonywanie zleceń polega na podjęciu określonych czynności prawnych na rzecz klienta, co do zasady zastępstwa bezpośredniego lub pośredniego w transakcjach nabycia lub zbycia instrumentów finansowych[955]. Są to usługi rozłączne. Podmiot świadczący usługę wykonywania zleceń jest co do zasady ostatnim ogniwem w łańcuchu wykonania zlecenia i ma prawo do modyfikacji zlecenia, podczas gdy podmiot świadczący usługę PPZ nigdy nie jest ostatnim ogniwem w łańcuchu wykonania zlecenia i nie ma prawa do modyfikacji

[950] § 652 i nast. BGB, BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung..., H. Sprau [w:] G. Brudermüller, J. Ellenberger, I. Götz, C. Grüneberg, S. Herrler, H. Sprau, K. Thorn, W. Weidenkaff, D. Weidlich, H. Wicke, Beck'sche..., 1155-1156,

[951] M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 49, M. Grochowski, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 24, M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,

[952] Vide rozdział IV pkt 2.7.,

[953] Vide rozdział IV pkt 2.10,

[954] T. Sójka, W. Kapica [w:] T. Sójka (red.) Obrót..., Komentarz do art. 74b, M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 49,

[955] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1 i 8.2,

zlecenia[956]. *De lege ferenda* usunięcia wymaga § 53 r.w.s.t.p., który umożliwia firmie inwestycyjnej świadczącej usługę PPZ doprowadzenie do zawarcia transakcji pomiędzy inwestorami poza obrotem zorganizowanym. Przepisy nie precyzują na czym polega „doprowadzenie do zawarcia transakcji", jednak interpretacje tego przepisu sugerują, że firma inwestycyjna mogłaby zawrzeć transakcję na rachunek klienta[957]. Taka czynność wymaga uzyskania zezwolenia na świadczenie usługi wykonywania zleceń.

Unijny ustawodawca oraz ESMA używają dla opisu usługi PPZ trochę innych sformułowań niż te, które są użyte w polskiej implementacji. Po pierwsze ustawodawca unijny nie posługuje się stwierdzeniem, że przekazanie zlecenia w podstawowej formie usługi PPZ następuje „w celu wykonania". Jednocześnie sam fakt, że celem przekazania zlecenia jest zawarcie transakcji nie jest kwestionowany przez ESMA[958]. Po drugie w motywie 44 MIFID II mowa jest o „kojarzeniu inwestorów", a w art. 74b Ustawy o obrocie o „kojarzeniu podmiotów". Pojęcie „podmiot" jest szersze do pojęcia „inwestor", ponieważ wydaje się obejmować także emitentów wbrew stanowisku ESMA[959].

2. **Zasad „gdzie oferowanie, tam PPZ i jej krytyka**. W polskim prawie i praktyce przyjęto uproszczone podejście do kwalifikacji usługi wykonywanej na rzecz inwestora nabywającego papiery wartościowe od emitenta lub oferującego w toku oferty publicznej. Można je w skrócie opisać: „gdzie oferowanie, tam PPZ"[960]. Ta zasada zapewnienia klientom-inwestorom podstawową ochronę związaną z usługą maklerską. Jest też w części stanów faktycznych prawidłowa[961]. Istnieją stany faktyczne, w których stanowisko to jest nieprawidłowe mając na uwadze definicje usług maklerskich zawarte w polskim prawie oraz prawie UE i *soft law* UE[962]. Opisywana zasada umniejsza przede

[956] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 18 i 26,
[957] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,
[958] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9,
[959] *Ibidem*, s. 9
[960] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2019, s. 11, art. 18 ust. 8 i 9 Ustawy wdrażającej MIFID II
[961] M. Hobza, A. Vondráčková, The New..., s. 14-15, art. 2 ust. 1 lit. a pkt ii Rozporządzenia w sprawie crowdfundingu,
[962] motyw 55 Rozporządzenia w sprawie crowdfundingu, CESR, CESR's Responses to Questions 15-18..., s. 2,

wszystkim rolę usługi wykonywania zleceń[963]. Błędna kwalifikacja może prowadzić do spełnienia obowiązków regulacyjnych w sposób nieprawidłowy. Przykładowo klientowi nie jest dostarczane sprawozdanie z wykonania zlecenia (art. 59 Rozporządzenia 565/2017), ale sprawozdanie z przyjęcia i przekazania zlecenia (§ 138 r.w.s.t.p.). Błędna kwalifikacja może prowadzić do zamieszania w sferze cywilnoprawnej, ponieważ inna jest sytuacja cywilnoprawna stron umowy o pośrednictwo polegające na czynnościach faktycznych (np. czynności posłańca), a inna w przypadku umowy o pośrednictwo polegające na czynnościach prawnych (zastępstwo pośrednie lub bezpośrednie)[964].

3. **Kazuistyczne precyzowanie kwalifikacji usług maklerskich w przepisach szczególnych**. W polskim systemie prawnym występuje kilka przepisów, które stanowią wprost, że wykonywanie określonych czynności wymaga zezwolenia na świadczenie określonej usługi np. PPZ. Przykładami takich przepisów są art. 27 ust. 1 i art. 32 ust. 1 pkt 3 Ustawy o funduszach oraz § 3 ust. 1 Rozporządzenia wezwaniowego. Przepisy te występują pomimo sformułowania przez ustawodawcę definicji usługi PPZ (art. 74b Ustawy o obrocie). Jest to ryzykowna technika legislacyjna, ponieważ ustawodawca musi liczyć się z tym, że definicja usługi w prawie polskim lub zakres usługi wynikający z przepisów UE, okaże się sprzeczny z jego osądem dotyczącym szczegółowo uregulowanych czynności. Opisywana praktyka legislacyjna nie powinna być stosowana przez ustawodawcę krajowego. Kazuistyczna regulacja sprzyja inflacji prawa. Można przypuszczać, że taka praktyka legislacyjna polegająca na wskazywaniu właściwej usługi maklerskiej w określonym stanie faktycznym jest redundancją, tekstem nadmiarowym[965], z uwagi na obecność w przepisach definicji usług maklerskich. Proponuję zastąpić szczegółowe przepisy stanowiskami UKNF. Byłoby to podążanie za praktyką prawa UE i prawa niemieckiego. Przepisy prawa dotyczące zakresu usług inwestycyjnych, i niemieckich odpowiedników

[963] Vide rozdział IV pkt 2.8., CESR, CESR's Responses to Questions 15-18..., s. 2,
[964] K. Zacharzewski, Rec.: M. Kurzajewski, Usługi..., M. Romanowski [w:] W. Katner, System..., 2023, s. 730,
[965] M. Kłodawski, Superfluum i nadwyżki znaczeniowe jako przykłady redundancji tekstu prawnego, Archiwum Filozofii Prawa i Filozofii Społecznej 2013/2, LEX, s. 40-41,

usług maklerskich są w tych porządkach prawnych ogólne, nieprecyzyjne[966], a szersza wykładnia granic usług maklerskich jest dostarczana w szczególności w *soft law*, stanowiskach nadzorczych[967].

Każdy z wymienionych powyżej przepisów szczegółowych precyzujących kwalifikację usługi maklerskiej jest wadliwy lub nieprecyzyjny. § 3 ust. 1 i § 4 ust. 1 Rozporządzenia wezwaniowego kwalifikują pośrednictwo w wezwaniu jako PPZ. Prawidłową kwalifikacją jest wykonywanie zleceń, ponieważ firma inwestycyjna wprowadza do systemu giełdowego zlecenie własne działając na rachunek klienta[968]. Art. 27 ust. 1 Ustawy o funduszach wymaga, żeby prowadzenie zapisów na certyfikaty inwestycyjne było wykonywane za pośrednictwem podmiotu posiadającego zezwolenie na oferowanie instrumentów finansowych. Od 2018 r. taka działalność wymaga także zezwolenia na świadczenie usługi na rzecz inwestora, w szczególności PPZ[969]. Do czasu usunięcia tych przepisów z krajowego porządku prawnego zalecane jest postępowanie zgodne zakresem usług maklerskich wynikającym z prawa UE, w tym z *soft law* UE przez stosowanie zasady pierwszeństwa prawa UE, zasady bezpośredniego obowiązywania, bezpośredniego stosowania i pośredniego skutku dyrektyw w tym korzystanie z wykładni prounijnej[970].

4. **Osadzenie regulacji usług maklerskich w prawie prywatnym**. Zwraca uwagę mocne osadzenie odpowiedników usług maklerskich w niemieckim porządku prawnym w istniejących instytucjach prawa prywatnego. Miejsca, w których BaFin trafnie odczytuje sens czynności składających się na *Anlagevermittlung*, są często oparte o konstrukcje cywilnoprawne wykształcone w prawie niemieckim. Pierwsza z form PPZ została określona jako czynność posłańca (*Bote*), a druga (kojarzenie inwestorów w celu zawarcia transakcji pomiędzy nimi) opiera się na rozróżnieniu czynności wskazującej (*Nachweistätigkeit*) i czynności pośredniczącej (*Vermittlungstätigkeit*) charakterystycznych dla

[966] EBA, *Report on investment…*, s. 18, CESR, CESR's Responses to Questions 15-18…, s. 2,
[967] przykładowo: ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter…, s. 9, BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung…,
[968] M. Kalisiak, *Zmiana…*, s. 42-47,
[969] vide rozdział IV pkt 2.2.,
[970] E. Dynia, Prawo…, s. 47-50, D. Kornobis-Romanowska, Mechanizm…, s. 288-292, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje…, s. 329-355,

umowy maklerskiej (*Mäklervertrag*)[971]. Zauważalne jest podobieństwo definicji PPZ sformułowanej przez ESMA[972] i istoty kojarzenia inwestorów dostrzeżonej przez BaFin[973]. W Polsce część doktryny wskazuje na instytucję posłańca i szeroko rozumianego pośrednictwa obecne w umowie PPZ[974]. Ta perspektywa pozwala na powtarzalną wykładnię przepisów w oparciu o znane konstrukcje.

[971] § 652 i nast. BGB, BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung..., H. Sprau [w:] G. Brudermüller, J. Ellenberger, I. Götz, C. Grüneberg, S. Herrler, H. Sprau, K. Thorn, W. Weidenkaff, D. Weidlich, H. Wicke, Beck'sche..., 1155-1156,

[972] ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 9,

[973] BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung...,

[974] M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 49, M. Grochowski, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 24, M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,

V. ZAKRES USŁUGI WYKONYWANIA ZLECEŃ NABYCIA LUB ZBYCIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Rozdział zawiera opis zakresu usługi maklerskiej wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Jest to drugi z czterech rozdziałów dotyczących opisu wybranych usług maklerskich. Każdy z nich jest uporządkowany w podobny sposób, według zasady „od ogółu do szczegółu", czyli:

1) rozpoczyna się od opisu **odpowiednika usługi maklerskiej w prawie UE**; w niektórych przypadkach część dotycząca prawa UE jest uzupełniana przedstawieniem poglądów brytyjskiego organu nadzoru (FCA) na zakres tej usługi;
2) druga część dotyczy **zakresu usługi maklerskiej w prawie polskim**;
3) trzecia część zawiera **opis odpowiednika usługi maklerskiej w prawie niemieckim** oraz porównanie definicji usługi w prawie polskim i niemieckim;
4) kończy się przedstawieniem najistotniejszych **wniosków**.

1. Wykonywanie zleceń w prawie Unii Europejskiej

Usługa wykonywania zleceń na rachunek klientów poza nazwą usługi w Załączniku I Sekcji A MIFID II posiada też definicję sformułowaną w art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID II:

Artykuł 4 ust. 1. Na użytek niniejszej dyrektywy stosuje się następujące definicje: (...)

5) „wykonywanie zleceń na rachunek klientów" oznacza działanie prowadzące do zawarcia na rachunek klientów umowy kupna lub sprzedaży jednego lub większej liczby instrumentów finansowych i obejmuje zawieranie umów sprzedaży instrumentów finansowych wyemitowanych przez firmę inwestycyjną lub instytucję kredytową w momencie ich emisji;

Motyw 24 MIFID II przesądza, że jedną z form wykonywania zleceń na rachunek klienta jest zestawianie zleceń w formie tzw. *matched principal trading*:

Motyw 24 MIFID II – polska wersja językowa	**Motyw 24 MIFID II – angielska wersja językowa**
Zawieranie transakcji na własny rachunek w wykonywaniu zleceń klientów powinno obejmować działalność firm wykonujących zlecenia różnych klientów poprzez zestawianie ich w ramach obrotu polegającego na zestawianiu zleceń (transakcje „back to back"), które to firmy należy uznać za działające w charakterze zleceniodawców i które powinny podlegać przepisom niniejszej dyrektywy obejmującym zarówno wykonywanie zleceń na rachunek klientów, jak i zawieranie transakcji na własny rachunek.	*Dealing on own account when executing client orders should include firms executing orders from different clients by matching them on a matched principal basis (back-to-back trading), which should be regarded as acting as principal and should be subject to the provisions of this Directive covering both the execution of orders on behalf of clients and dealing on own account*

Motyw 91 MIFID II określa w niebezpośredni sposób zakres usługi wykonywania zleceń poprzez odwołanie się do okoliczności, które warunkują zastosowanie obowiązku najlepszego wykonania zlecenia (*best execution*). Obowiązek ten jest powiązany z usługą wykonywania zleceń[975], która jest w motywie 91 MIFID II określana jako umowne albo agencyjne zobowiązanie firmy inwestycyjnej względem klienta.

Motyw 91 MIFID II – polska wersja językowa	**Motyw 91 MIFID II – angielska wersja językowa**
Konieczne jest nałożenie skutecznego obowiązku zapewnienia „najlepszego wykonywania" w celu zapewnienia, aby firmy inwestycyjne wykonywały zlecenia klienta na warunkach najbardziej dla niego korzystnych. Obowiązek ten powinien mieć zastosowanie w przypadku gdy firma	*It is necessary to impose an effective 'best execution' obligation to ensure that investment firms execute client orders on terms that are most favourable to the client. That obligation should apply where a firm owes contractual or agency obligations to the client.*

[975] art. 27 ust. 1 MIFID II,

ma wobec klienta zobowiązania umowne lub agencyjne.	

Z powyższych przepisów wyłania się różnorodny obraz usługi maklerskiej. Dotyczy ona różnych rodzajów pośrednictwa w jego szerokim znaczeniu, bliskim anglosaskiemu *agency*[976] oraz transakcji zawieranych na własny rachunek z klientem określanych jako obowiązki umowne[977]. Prawo UE łączy anglosaską oraz kontynentalną tradycję prawną[978]. W tym przypadku ustawodawca unijny użył pojęcia właściwego tradycji anglosaskiej (zobowiązania agencyjne), które powinno zostać odpowiednio zinterpretowane także w systemach kontynentalnych.

Usługi inwestycyjne nie zostały zdefiniowane w sposób ścisły w MIFID[979]. To podejście zostało utrzymane w MIFID II. To stwierdzenie dotyczy w najmniejszym stopniu wykonywania zleceń spośród usług analizowanych szczegółowo w tej pracy. Unijny ustawodawca dość często wypowiada się o zakresie tej usługi inwestycyjnej w treści i motywach MIFID II.

1.1. Podmiot systematycznie internalizujący transakcje

Podmiot systematycznie internalizujący transakcje (*systematic internaliser, SI*) to firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie, które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach **zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF, bez prowadzenia ASO lub OTF (**art. 3 pkt 2e Ustawy o obrocie i art. 4 ust. 1 pkt 20 MIFID II). Jest to podmiot, który działa w sposób określony w art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie tzn. zawiera transakcje na własny rachunek w wykonaniu zlecenia klienta. Definicja SI pojawiła się już w art. 4 ust. 1 pkt 7 MIFID. Dotyczyła ona takiego samego sposobu działania, jak obecnie tzn. zawierania transakcji na rachunek własny firmy inwestycyjnej w wykonaniu zlecenia klienta. Art. 16a Rozporządzenia 565/2017 wyklucza możliwość działania w modelu *back-to-back*

[976] E. Rott-Pietrzyk [w:] J. Rajski (red.), Prawo..., s. 777-778;
[977] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 20-22,
[978] W. Kilian, D. H. Wendt, Europäisches..., s. 310,
[979] EBA, *Report on investment..., s. 18,*

przez SI. SI może być jedną firmą inwestycyjną w łańcuchu wykonania zlecenia tzn. klient może złożyć zlecenie bezpośrednio do SI i zlecenie to zostanie zrealizowane przez SI[980]. Kryteria ilościowe kwalifikacji danego podmiotu, jako systematycznie internalizującego transakcje określają art. 12-17 Rozporządzenia 565/2017. Ich głębsza analiza nie jest istotna dla przedmiotu niniejszej rozprawy.

ESMA podaje kilka kryteriów odróżniających SI od systemu obrotu (*trading venue*). SI działa na rachunek własny przy każdej transakcji, przyjmuje na siebie ryzyko rynkowe transakcji oraz działa na zasadzie dwustronnej, tzn. firma inwestycyjna wykonuje zlecenie jednego klienta. Systemy obrotu (MTF, OTF) są wielostronne tzn. obok podmiotu prowadzącego MTF lub OTF muszą występować jeszcze co najmniej dwa podmioty, których zlecenia są kojarzone[981]. Prowadzenie systemu obrotu (MTF, OTF) nie jest przedmiotem niniejszej pracy, dlatego poprzestaję na tym opisie.

1.2. Świadczenie usługi wykonywania zleceń i zawieranie transakcji na rachunek własny

Zawieranie transakcji na własny rachunek przez firmę inwestycyjną z klientem jest traktowane jako świadczenie usługi wykonywania zleceń. Dotyczy to zarówno zawierania transakcji na rynku wtórnym, jak i transakcji związanych z emisją instrumentów finansowych przez firmę inwestycyjną. Ma to umocowanie w art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID II i w motywie 103 zd. 1 Rozporządzenia 565/2017:

(103) Zawieranie przez firmę inwestycyjną transakcji na własny rachunek z udziałem klientów należy uznać za realizację zleceń klientów, a zatem za operacje objęte wymogami dyrektywy 2014/65/UE i niniejszego rozporządzenia, zwłaszcza wymogami dotyczącymi obowiązku zapewnienia najlepszego wykonywania zlecenia.

Już w czasie obowiązywania MIFIDu powstały istotne wątpliwości, czym różni się zawieranie transakcji na własny rachunek przez firmę inwestycyjną od zawierania

[980] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 26,

[981] M. Głowacki, Systematic internaliser (SI) in MiFID II - a counterparty, not a trading venue, 01.11.2022, https://emissions-euets.com/systematic-internaliser, dostęp 14.12.2022, ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter..., s. 10-12, 29,

transakcji na rachunek klienta. Doprowadziły one do zadania pytania Komisji Europejskiej przez CESR o wykładnię przepisów MIFIDu[982].

MIFID zawierał literalnie węższą definicję wykonywania zleceń niż obecnie:

Art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID – polska wersja językowa	Art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID – angielska wersja językowa
"realizacja zleceń w imieniu klientów" oznacza działanie prowadzące do zawarcia w imieniu klientów umowy kupna lub sprzedaży jednego lub większej liczby instrumentów finansowych	*"execution of orders on behalf of clients" means acting to conclude agreements to buy or sell one or more financial instruments on behalf of clients*

Określenie ***on behalf of clients*** występuje konsekwentnie w MIFID i MIFID II w tej definicji. W polskiej wersji językowej MIFID było przetłumaczone jako **„w imieniu klientów"**, a w MIFID II **„na rachunek klientów"**. To drugie tłumaczenie jest poprawne. Polski ustawodawca poradził sobie z tą trudnością w implementacji MIFID i od 2009 r. konsekwentnie definiuje w art. 73 Ustawy o obrocie wykonywanie zleceń jako nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych **na rachunek zleceniodawcy**.

W motywie 33 MIFID oraz w motywie 69 zd. 1 Dyrektywy 2006/73 znajdowały się wskazówki, które pozwalały objąć usługą wykonywania zleceń także transakcje zawierane na własny rachunek przez firmę inwestycyjną. Cytowany wyżej motyw 103 Rozporządzenia 565/2017 jest dość wierną kopią motywu 69 Dyrektywy 2006/73, a cytowany wyżej motyw 91 MIFID II dość wierną kopią motywu 33 MIFID.

To wprowadzenie pokazujące podobieństwo MIFID i MIFID II w kwestii regulacji zakresu usługi wykonywania zleceń jest konieczne, żeby odeprzeć ewentualne zarzuty podkreślające rzekomą nowość motywu 103 Rozporządzenia 565/2017 oraz rzekomą nieaktualność stanowiska KE z 2007 roku[983]. Z powyższego wstępu widać, że motyw 103 Rozporządzenia 565/2017 nie jest od 2006 r. nowością regulacyjną.

Na gruncie MIFID **KE wydała stanowisko dotyczące zakresu stosowania obowiązku najlepszego wykonywania zleceń (*best execution*), w którym zaproponowała rozgraniczenie pomiędzy usługą wykonywania zleceń, a zawieraniem transakcji na własny rachunek oparte o kryterium działania „na rachunek klienta" (*on behalf of***

[982] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 18-22,
[983] European Commission, Working Document ESC-07-2007...,

***client*)**. KE odrzuciła możliwość formułowania rozgraniczeń w oparciu o pojęcie klienta (*client*) oraz zlecenia (*order*). MIFID nie wprowadza rozróżnienia na czynności wykonywane z klientem i z osobą, która nie jest klientem. Ponadto zgodnie z motywem 40 MIFID (motyw 103 MIFID II) nawet uprawniony kontrahent powinien być traktowany na potrzeby tej dyrektywy jako klient. Pojęcie zlecenia (*order*) nie jest przydatne do rozróżnienia z uwagi na cytowany wyżej motyw 69 Dyrektywy 2006/73 (motyw 103 Rozporządzenia 565/2017), który wskazuje, że zawieranie transakcji na własny rachunek jest także wykonywaniem zleceń[984]. Stanowisko zostało sformułowane w kontekście dyskusji dotyczącej tzw. zapytania o cenę (*request for quote*), jaka wywiązała się pomiędzy krajowymi nadzorcami z państw UE. Jest to sposób wchodzenia w transakcje przez instytucje finansowe, który polega na przesyłaniu przez osobę zainteresowaną transakcją zapytania o cenę (*request for quote*), po której dana instytucja finansowa będzie skłonna zawrzeć określoną transakcję dot. instrumentów finansowych. Niektórzy z nadzorców krajowych w UE stali na stanowisku, że taka działalność stanowi wyłącznie zawieranie transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na własny rachunek (*dealing on own account*). CESR powziął w tej kwestii wątpliwość, którą przedstawił KE[985]. KE wskazała trzy orientacyjne przykłady, w których dochodzi do wykonania zlecenia na rachunek klienta oraz cztery orientacyjne przykłady, w których nie dochodzi do wykonania zlecenia na rachunek klienta[986]. Te ostatnie cztery przykłady nazywane są w praktyce rynkowej testem czteroskładnikowym (*four-fold cumulative test*)[987]. Trzy przykłady, w których dochodzi do wykonania zlecenia klienta to:

1) **wykonanie zlecenia klienta jako jego agent (pośrednik)**[988]. W takim przypadku firma inwestycyjna przyjmuje zlecenie klienta i wykonuje je w

[984] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 19-21,
[985] G. Ferrarini, Best..., s. 411-413,
[986] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 18-22,
[987] FCA, Thematic review, Best execution and payment for order flow, TR 14/13, July 2014, https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr14-13.pdf dostęp 16.05.2022, s. 14-15, T. Kennedy, Best Execution Under MiFID II, 2017, https://www.ecmi.eu/sites/default/files/bestexecution_ecmi.pdf dostęp 22.05.2022, s. 8,
[988] Posługując się pojęciem agenta KE odwołuje się do cytowanego wcześniej motywu 33 MIFID. Pojęcie to jest używane w rozumieniu szerszym niż zawarte w KC. KC ogranicza pojęcie agenta m.in. przez wskazanie, że obie strony umowy muszą być przedsiębiorcami. W polskim systemie prawa cywilnego można użyć konstrukcji pośrednictwa polegającego na dokonaniu czynności prawnej. Pojęcie stosowane

miejscu wykonania zlecenia (*execution venue*) np. na rynku regulowanym, u podmiotu systematycznie internalizującego zlecenia (*systematic internaliser*) albo u innego dostawcy płynności. Rolą firmy inwestycyjnej jest znalezienie miejsca wykonania zlecenia, które oferuje najlepsze warunki dla klienta w momencie wykonania zlecenia.

2) wykonanie zlecenia klienta przez zestawienie go z pozycją własną firmy inwestycyjnej (**internalizacja zlecenia**). Firma inwestycyjna podejmuje decyzję, jak zlecenie jest wykonywane. Jeżeli klient złoży zlecenie kupna 100 akcji spółki X, to firma inwestycyjna może poza poszukiwaniami najlepszych warunków na rynku wystawić własną ofertę, która będzie najkorzystniejszą dla klienta i wykonać zlecenia klienta poprzez zestawienie go z własną ofertą.
3) wykonanie zlecenia klienta jako podmiot zestawiający zlecenia, który zawierając transakcję na własny rachunek nie podejmuje ryzyka rynkowego tej transakcji (***riskless principal, matched principal trading***). Jest to przypadek, w którym firma inwestycyjna zawiera transakcję z klientem, a jednocześnie zawiera transakcję odwrotną z innym kontrahentem np. firma inwestycyjna sprzedaje na własny rachunek klientowi 100 akcji spółki X jednocześnie kupując na własny rachunek od kontrahenta lub innego klienta 100 akcji spółki X[989]. Obrót polegający na zestawianiu zleceń (*matched principal trading*) oznacza *transakcję, w której podmiot ułatwiający wstępuje w daną transakcję pomiędzy kupującego i sprzedającego w taki sposób, że podczas całego procesu zawierania transakcji nie jest nigdy narażony na ryzyko rynkowe, przy czym obie transakcje składowe są zawierane jednocześnie, a transakcja jest zawierana po cenie, przy której podmiot ułatwiający nie osiąga zysku ani nie ponosi straty, z wyjątkiem z góry ujawnionej prowizji, opłaty lub opłaty za transakcję* (art. 4 ust. 1 pkt 38 MIFID II). W polskim prawie ten rodzaj transakcji został nazwany zestawianiem zleceń i zdefiniowany w art. 3 pkt 2a Ustawy o obrocie.

Z powyższych przykładów widać, że **KE uznawała *matched principal trading* za formę wykonywania zleceń już w reżimie MIFID**, chociaż w MIFID nie występowało

przez KE jest bliższe pojęciu agenta znanemu z systemu common law. Szersze uwagi dot. pojęcia agenta i konstrukcji pośrednictwa znajdują się, w szczególności w rozdziale I pkt 3.1.2.,

[989] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 21,

postanowienie, które regulowałoby kwalifikację *matched principal trading* w tak jednoznaczny sposób, jak czyni to aktualnie motyw 24 MIFID II. Odmienne stanowisko w tej kwestii prezentuje D. Busch, który wskazuje, że ustawodawca unijny wprowadził tą zasadę dopiero przez treść motywu 24 MIFID II. Wcześniej jego zdaniem taka forma działalności powinna być kwalifikowane jako zawieranie transakcji na własny rachunek przez firmę inwestycyjną[990]. Podobne stanowisko jak D. Busch zajmuje A. Zalcewicz[991]. KE przedstawiła następujące **cztery orientacyjne przykłady**, kryteria, które pozwalają na wnioskowanie, czy dochodzi do wykonania zlecenia na rachunek klienta:

1) **Podmiot wychodzący z inicjatywą zawarcia transakcji**. W przypadku, gdy inicjatywa zawarcia transakcji wychodzi od firmy inwestycyjnej klient jest bardziej skłonny do polegania na firmie inwestycyjnej w zakresie ochrony jego interesów dotyczących ceny instrumentu finansowego i innych parametrów transakcji;
2) **Praktyka rynkowa**. Szczególnie praktyka klientów polegająca na rozpytywaniu kilku dealerów o cenę instrumentu finansowego (*shopping around*). Zdaniem KE taka praktyka występuje na rynkach hurtowych OTC obligacji i derywatów. W takim przypadku klient nie powinien oczekiwać, że dealer będzie miał obowiązek najlepszego wykonania zlecenia;
3) **Względne poziomy transparentności na rynku**. W przypadku rynków, na których klienci nie mają łatwego dostępu do cen, a firmy inwestycyjne mają ten dostęp znacznie łatwiejsze będzie uznanie, że klient polega na firmie inwestycyjnej w zakresie ceny instrumentu finansowego,
4) **Informacja dostarczana przez firmę inwestycyjną o jej usługach i warunkach umowy** pomiędzy klientem, a firmą inwestycyjną. Jest ona zdaniem KE istotna, jednak nie ma charakteru przesądzającego.

Powyższe czynniki powinny z dużym prawdopodobieństwem, w standardowych okolicznościach, prowadzić do wniosku, że klient detaliczny liczy na ochronę jego interesów przez firmę inwestycyjną w zakresie ceny i innych parametrów transakcji[992].

[990] D. Busch, *MiFID II: Stricter…*, s. 5-7,
[991] A. Zalcewicz, Ramy prawne świadczenia usług inwestycyjnych w UE w świetle postanowień MiFID i projektowanych zmian legislacyjnych [w:] E. Rutkowska-Tomaszewska (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014, s. 136,
[992] European Commission, Working Document ESC-07-2007…, s. 21-22,

Stanowisko to spotkało się z aprobatą podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym UE. Świadczą o tym m.in. odwołania do testu czteroskładnikowego (*four-fold cumulative test*) w upublicznionych informacjach o polityce wykonywania zleceń znaczących firm inwestycyjnych[993]. W materiałach przygotowanych przez FCA dotyczących obowiązku najlepszego wykonania zlecenia klienta (*best execution*) test czteroskładnikowy podawany jest jako jedna niewielu z zasad postępowania przy której nie została wskazana podstawa prawna z aktów prawa UE[994]. Okoliczności przedstawione powyżej świadczą, że four-fold-test zachowuje aktualność do chwili obecnej, a odpowiedzi sformułowane przez KE na pytania CESR dot. obowiązku najlepszego wykonania zlecenia (*best execution*) stanowiły inspirację dla doprecyzowania przepisów w MIFID II m.in. przez rozszerzenie definicji wykonywania zleceń i dodanie motywu 24 MIFID II.

Na gruncie MIFID II ESMA wydała stanowisko, że w przypadku transakcji zawieranej przez firmę inwestycyjną na własny rachunek z podmiotem, który nie jest instytucją finansową posiadającą właściwe zezwolenie i odpowiednio regulowaną, domniemywa się, że firma inwestycyjna wykonuje zlecenie klienta. W przypadku transakcji zawieranej z instytucją finansową jedna ze stron transakcji jest zawsze uznawana za klienta. Firma inwestycyjna powinna ocenić, która ze stron wykonuje zlecenie klienta, a która jest klientem. Jest to stanowisko idące dalej niż przedstawiony wyżej test czteroskładnikowy (*four-fold cumulative test*). Stanowisko to zostało wydane w kontekście pytania o wyodrębnianie transakcji, które należy brać pod uwagę przy określaniu statusu podmiotu systematycznie internalizującego transakcje (*systematic internaliser*). Podmiot pytający prosił o wyjaśnienie, kiedy transakcja zawierana na

[993] Deutsche Bank, Order Execution Policy - Corporate Bank, Investment Bank, & Capital Release Unit Divisions, https://www.db.com/legal-resources/oep-documents/Umbrella-Order-Execution-Policy.pdf dostęp 27.05.2022, s. 3, Credit Agricole Corporate & Investment Bank, Order execution policy, https://www.ca-cib.com/sites/default/files/2017-12/OEP_GB.pdf dostęp 27.05.2022, s. 4, Barclays, Best Execution Policy: Client Summary, https://www.cib.barclays/content/dam/barclaysmicrosites/ibpublic/documents/mifid-ii/CS1723920%20V03%20HIGH%20RES%20Client%20Communication%20document_Print.pdf dostęp 27.05.2022, s. 2.

[994] FCA, COBS (Conduct of Business Sourcebook) 11.2A, aktualizacja 23.05.2022, https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/11/2A.html dostep 03.06.2022,

własny rachunek poza systemem obrotu stanowi wykonanie zlecenia klienta[995]. Mając na względzie specyfikę pytania oraz jasne wskazanie ESMA, że stanowisko to dotyczy określania kryteriów podmiotu systematycznie internalizującego wydaje się, że to stanowisko nie wpływa na aktualność testu czteroskładnikowego. Dotyczy wyłącznie progów ilościowych z art. 12 – 16 Rozporządzenia 565/2017.

1.3. Konieczność uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej w przypadku zawierania transakcji na własny rachunek w wykonaniu zlecenia klienta

Zawieranie umów sprzedaży instrumentów finansowych wyemitowanych przez firmę inwestycyjną albo instytucję kredytową w momencie ich emisji (*self placement*) jest kwalifikowane zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID II jako wykonywanie zleceń na rachunek klienta (*execution of orders on behalf of clients*). FCA zastanawia się, czy wspomniany przepis dotyczy wyłącznie podmiotów, które są w momencie emisji firmami inwestycyjnymi lub instytucjami kredytowymi, czy też emitowanie i sprzedaż instrumentów własnych (*self placement*) może prowadzić do uznania podmiotu za firmę inwestycyjną. FCA uznaje, że **zawieranie umów sprzedaży instrumentów finansowych przez ich emitenta może być wystarczającym powodem do uznania, że emitent powinien uzyskać zezwolenie na świadczenie usług inwestycyjnych**. Jako uzasadnienie wskazywane jest, że ryzyka opisane w motywie 45 MIFID II istnieją niezależnie od tego, czy emitent jest firmą inwestycyjną, czy też nie[996]:

(45) Firmy inwestycyjne i instytucje kredytowe prowadzące dystrybucję wyemitowanych przez siebie instrumentów finansowych powinny podlegać niniejszej dyrektywie, gdy świadczą swoim klientom usługi doradztwa inwestycyjnego. ***W celu wyeliminowania niepewności oraz wzmocnienia ochrony inwestorów należy zapewnić stosowanie niniejszej dyrektywy w przypadku dystrybucji przez firmy inwestycyjne i instytucje kredytowe na rynku pierwotnym wyemitowanych przez nie instrumentów***

[995] ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics, 26 May 2023, ESMA70-872942901-35, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf, dostęp 20.07.2023, s. 82-83,
[996] FCA, PERG…, 13.3, Q15, Q15A,

finansowych bez świadczenia jakichkolwiek usług doradztwa inwestycyjnego. W tym celu należy rozszerzyć definicję usługi wykonywania zleceń na rachunek klientów.

FCA nie znajduje powodu, dla którego podmiot emitujący własne, skomplikowane papiery wartościowe skierowane na rynek detaliczny nie miałby podlegać obowiązkowi uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, podczas gdy podmiot, który dystrybuuje papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty trzecie musi uzyskać wspomniane zezwolenie. Jednocześnie zauważa, że nie każda sprzedaż na rynku pierwotnym własnych instrumentów finansowych celem pozyskania przez spółkę kapitału jest działalnością maklerską. **Zdaniem FCA nie jest wymagane uzyskanie zezwolenia** na prowadzenie działalności maklerskiej przez spółkę, która:

- **nie emituje** instrumentów finansowych **w sposób zawodowy** oraz **nie wykonuje** w inny sposób **zleceń na rachunek klienta**,
- **sprzedaje** emitowane instrumenty finansowe podmiotom, które **nie są jej klientami** np. zwykła spółka handlowa emitująca dłużne papiery wartościowe **dla inwestorów finansowych**,
- **korzysta z usług innego podmiotu** będącego **firmą inwestycyjną** lub **instytucją kredytową** w celu dystrybucji emitowanych instrumentów finansowych[997].

Wyłączenia opisane przez FCA korespondują z całościową regulacją firm inwestycyjnych zawartą w MIFID II. Wykonywanie działalności w sposób zawodowy jest jednym z warunków kwalifikujących dany podmiot, jako firmę inwestycyjną zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 1 MIFID II. Drugi z wyjątków wynika z testu czteroskładnikowego (*four-fold cumulative test*[998]. Trzecie z wyłączeń odnosi się do motywu 45 MIFID II, który określa, że rozszerzenie definicji wykonywania zleceń ma dotyczyć emitentów, którzy dystrybuują własne instrumenty finansowe. Powierzenie dystrybucji podmiotowi trzeciemu powinno zatem wyłączać kwalifikację emisji jako wykonywania zleceń[999].

Niezależnie od uzasadnienia wskazanego przez FCA warto zwrócić uwagę na art. 2 ust. 1 lit. d MIFID II. Przepis ten wprowadza generalne wyłączenie stosowania MIFID II wobec podmiotów, które zawierają na własny rachunek transakcje (*dealing on own account*) na instrumentach finansowych. Wyłączenie to nie dotyczy czterech

[997] FCA, PERG…, 13.3, Q15A,
[998] European Commission, Working Document ESC-07-2007…, s. 21-22, FCA, Thematic…, s. 14-15,
[999] FCA, PERG…, 13.3, Q15A,

szczególnych przypadków, w tym wykonywania zleceń klientów przez zawieranie transakcji na własny rachunek. Cytowany wyżej przepis MIFID II został implementowany w art. 70 ust. 1 pkt 4 lit. d Ustawy o obrocie.

Wątpliwości co do prawidłowości lub kompletności powyższego stanowiska FCA wynikają z **motywu 25 MIFID II**:

(25) Wykonywanie zleceń, których przedmiotem są instrumenty finansowe, w ramach ***działalności dodatkowej*** *pomiędzy dwoma osobami, których* ***głównym rodzajem działalności, w ujęciu grupowym, nie*** *jest ani* ***świadczenie usług inwestycyjnych*** *w rozumieniu niniejszej dyrektywy,* ***ani działalność bankowa*** *w rozumieniu dyrektywy 2013/36/UE nie należy uznawać za zawieranie transakcji na własny rachunek w wykonywaniu zleceń klientów.*

Granica wykonywania zleceń klienta leży znacznie dalej niż sugeruje to FCA. Póki:

- **wykonywanie zleceń** dotyczących instrumentów finansowych **jest działalnością dodatkową**, a nie główną danego podmiotu,
- **głównym rodzajem działalności w ujęciu grupowym nie jest świadczenie usług inwestycyjnych, ani działalność bankowa**,

zawieranie transakcji na własny rachunek w wykonywaniu zleceń klientów przez ten podmiot nie powinno być uznawane za usługę maklerską. FCA ma zatem rację, że skala wykonywania zleceń przez zawieranie transakcji na rachunek własny może być tak duża, że sama ta działalność będzie wymagała uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. Motyw 25 MIFID II sugeruje, że dla kwalifikacji takiej działalności jako działalności maklerskiej nie wystarcza przekroczenie progu działalności wykonywanej w sposób zawodowy i regularny (*on a professional basis*) zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 1 MIFID II, ale konieczne jest spełnienie dodatkowych wymagań określonych powyżej. Trudnością może być definiowanie głównej działalności i działalności dodatkowej na potrzeby motywu 25 MIFID II. Wydaje się, że pomocniczo można kierować się kryteriami określonymi w Rozporządzeniu 1833/2021. Nie jest jasnym, czy na gruncie MIFID powyższe stanowisko FCA byłoby prawidłowe. Sam ustawodawca unijny przyznaje w motywie 45 MIFID II, że zmiana definicji wykonywania zleceń w tym zakresie ma na celu wyeliminowanie niepewności. MIFID nie zawierał przepisów, które tak czytelnie sugerowałyby kwalifikację *self-placement'u*. Na gruncie MIFID pojawiały się stanowiska organów UE dotyczące tej usługi, jednak nie

rozstrzygały one kwestii zasygnalizowanej przez FCA. Przykładowo stanowiska te wskazywały na podobieństwo regulacji MIFID dot. *self-placement'u* do proponowanych wtedy przepisów MIFID II. Nie wskazywały one wprost kwalifikacji takich działań jako konkretnej usługi maklerskiej, jednak z ich treści można było wywnioskować, że *self-placement* stanowi jedną z usług maklerskich zobowiązujących m.in. do działania w najlepszym interesie klienta, w sposób rzetelny i zapewniający ochronę inwestora w przypadku wystąpienia konfliktu interesów. Odnosiły się one do plasowania instrumentów kapitałowych przez instytucje finansowe wśród ich klientów[1000]. ESMA prezentowała wnioski z konsultacji dot. MIFID II w przedmiocie self-placement'u w części dokumentu zatytułowanej *Underwriting and placing – conflicts of interest and provision of information to clients*[1001]. Była to całkowicie różna kwalifikacja od obecnej. Część doktryny uznaje włączenie *self-placement'u* w MIFID II do definicji usługi wykonywania zleceń za rozszerzenie zakresu tej usługi[1002]. Motyw 25 MIFID zawierał postanowienia podobne do motywu 25 MIFID II dotyczące handlu na rachunek własny prowadzonego jako działalność dodatkowa. Z tego powodu należy ostrożnie podchodzić do stosowania powyżej opisywanej interpretacji FCA do stanów faktycznych, które miały miejsce w okresie obowiązywania MIFID. W Polsce pojawił się wyrok na gruncie przepisów sprzed implementacji MIFID II, w którym sąd stwierdził, że nabycie obligacji bezpośrednio od emitenta będącego jednocześnie biurem maklerskim nie jest usługą maklerską[1003].

Stanowisko FCA może być rozpatrywane jako postulat *de lege ferenda*. Generuje on pytanie o granicę kwalifikacji zawierania transakcji na własny rachunek tak, by nie objąć nią np. każdej spółki emitującej udziałowe lub dłużne papiery wartościowe.

[1000] ESMA, EBA, EIOPA, Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ('Self placement'), 31 July 2014, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/jc_2014-62_placement_of_financial_instruments_with_depositors_retail_investors_and_policy_holders_self_placement.pdf, dostęp 14.12.2022,

[1001] ESMA, Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 19 December 2014, ESMA/2014/1569, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf, dostęp. 14.12.2022, s. 86-87,

[1002] L. Enriques, M. Gargantini, The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case, 2017, https://ssrn.com/abstract=3088832, dostęp: 25.09.2022, s. 17-20,

[1003] Wyrok Sądu Apelacyjnego w Krakowie - I Wydział Cywilny z dnia 21 lutego 2017 r. I ACa 1303/16, LEX nr 2348622,

Jednocześnie pozwala na objęcie obowiązkiem zezwolenia podmiotów, które emitują i sprzedają w masowo własne instrumenty finansowe, bez pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Rozpoznanie to mogłoby potencjalnie zamknąć jedną z luk na rynku, które umożliwiają samodzielną intensywną emisję i sprzedaż instrumentów finansowych bez spełnienia wymogów wynikających z MIFID II wobec klienta np. przeprowadzenia testów adekwatności, wykonywania obowiązków w zakresie zarządzania produktem, zarządzania konfliktami interesów. Zaaplikowanie propozycji FCA w praktyce może pomóc ograniczyć problem „nieregulowanych" emisji poprzez wprowadzenie obowiązku uzyskania zezwolenia przez emitentów masowych i emitentów emitujących skomplikowane instrumenty finansowe, którzy nie korzystają z pośrednictwa firmy inwestycyjnej. W polskim systemie prawnym podobny problem dostrzega KNF i polski ustawodawca. Efektem są ograniczenia możliwości nabywania obligacji przez klientów detalicznych, które weszły w życie 29 września 2023 roku[1004]. Wypracowanie rozwiązania wymaga pogłębionej dyskusji na forum UE.

2. Wykonywanie zleceń w prawie polskim

Usługa wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych jest zdefiniowana w art. 73 ust. 1 i 2 Ustawy o obrocie w następujący sposób:

art. 73 ust. 1. Przez wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych rozumie się nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy lub dokonywanie innych czynności wywołujących równoważne skutki, których przedmiotem są instrumenty finansowe.

2. Wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może również polegać na zawieraniu przez firmę inwestycyjną na własny rachunek umów kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych ze zleceniodawcą lub na przyjmowaniu zapisów na emitowane lub wystawiane przez tę firmę inwestycyjną instrumenty finansowe.

[1004] Druk sejmowy Sejmu IX kadencji nr 3381…, s. 191-193 uzasadnienia,

M. Romanowski odnosząc się do usługi określonej w art. 73 ust. 1 Ustawy o obrocie posługuje się pojęciem „umowy zlecenia maklerskiego"[1005]. K. Zacharzewski używa terminu „pośrednictwo giełdowe"[1006]. Obaj autorzy skupiają się na cywilnoprawnych aspektach pośrednictwa w obrocie papierami wartościowymi na rynku giełdowym lub szerzej w obrocie zorganizowanym. W konsekwencji opisywana przez nich umowa zakłada działanie przez firmę inwestycyjną w imieniu własnym na rachunek klienta[1007]. Powyższe koncepcje mają charakter zawężający względem wykonywania zleceń. Wywodzą się z czasów sprzed implementacji MIFID. Przebija z nich prymat rynku regulowanego, czy też obrotu giełdowego i skupienie się na pośrednictwie firm inwestycyjnych w zawieraniu transakcji na tym rynku. MIFID przełamał ten prymat wprowadzając obowiązek najlepszego wykonania zlecenia oraz regulując wykonywanie zleceń klienta m.in. w drodze jego internalizacji (wykonania zlecenia przez zawarcie transakcji z firmą inwestycyjną)[1008]. Cywilnoprawne analizowanie zasad obrotu na rynku regulowanym nadal jest istotne z uwagi na istniejące niejasności[1009].

Usługa wykonywania zleceń nie dotyczy wyłącznie rynku wtórnego i obrotu giełdowego (m.in. art. 73 ust. 2 in fine Ustawy o obrocie oraz z art. 73 ust. 4 pkt 2 Ustawy o obrocie *a contrario)*. Miejscem wykonania zlecenia może być zarówno system obrotu (rynek regulowany, OTF, MTF), jak i inne miejsce (transakcje OTC – ang. *over the counter*). Wykonanie zlecenia może nastąpić poprzez działanie firmy inwestycyjnej w imieniu własnym i na rachunek klienta w imieniu i na rachunek klienta lub przez zawarcie transakcji pomiędzy klientem, a firmą inwestycyjną[1010]. Istnieje dość dużą swoboda w kształtowaniu relacji umownych przez firmę inwestycyjną świadczącą usługę wykonywania zleceń, o ile nie występują ograniczenia np. związane z realizacją zlecenia w obrocie zorganizowanym. Jednym z przykładów zawarcia transakcji

[1005] M. Romanowski, Charakter prawny zlecenia..., s.8, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), *System...*, 2018, s. 148-160,

[1006] K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 316-317, K. Zacharzewski [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów..., s.1207-1209,

[1007] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), *System...*, 2018, s. 148-184, P. Zapadka, *Usługi...*, Rozdział X.2, K. Zacharzewski [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów..., s.1204-1225,

[1008] E. Avgouleas, A Critical..., s. 191-195.

[1009] T. Łuczyński, O obrocie akcjami na rynku regulowanym i w ASO, w tym o klasyfikacji transakcji oraz obrotu zorganizowanego na rynkach akcji, 2021, Legalis, Monitor Prawa Handlowego 2021 Nr 4, s. 31-36,

[1010] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...,* 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 3 i 6, W. Kapica [w:] T. Sójka (red.) Obrót..., Komentarz do art. 73, Nb. 2,

pomiędzy klientem, a firmą inwestycyjną jest *matched principal trading.* W doktrynie opisuje się je czasem jako transakcje dwuetapowe. Przykładowo jeden etap polega na nabyciu przez firmę inwestycyjną instrumentu finansowego od kontrahenta na rynku, a w drugim na przeniesieniu tego instrumentu finansowego na klienta[1011].

2.1. Opis cywilnoprawny usługi wykonywania zleceń

Usługa wykonywania zleceń na tle innych usług maklerskich jest względnie mocno osadzona w przepisach prawa cywilnego z uwagi na odesłania zawarte w art. 73 ust. 4 Ustawy o obrocie:

Art. 73 ust. 4. W zakresie nieuregulowanym w ust. 1-2d do:

1) umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych - stosuje się odpowiednio przepisy ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny dotyczące umowy zlecenia, z wyłączeniem art. 737;

2) wykonywania zleceń nabycia lub zbycia papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym - stosuje się odpowiednio przepisy ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny dotyczące umowy komisu, z wyłączeniem art. 768 § 3.

Powyższe odesłania funkcjonowały także w PPOPW w odniesieniu do czynności będących poprzednikami wykonywania zleceń. Ich wprowadzenie było spełnieniem postulatów formułowanych przez M. Romanowskiego[1012]. Osadzenie administracyjnoprawnej regulacji czynności maklerskich w systemie prawa cywilnego jest pożądanym działaniem ustawodawcy w zakresie, w jakim nie narusza postanowień prawa UE. MIFID II, podobnie, jak MIFID milczy w kwestii cywilnoprawnej kwalifikacji umów o świadczenie poszczególnych usług maklerskich. Ustawodawca unijny był przez lata dość zachowawczy w kwestii ingerowania w sferę prawa umów poszczególnych państw członkowskich[1013]. Przepisy MIFID i MIFID II dotyczące usług maklerskich i obowiązków związanych z poszczególnymi usługami są kwalifikowane co do zasady jako przepisy publicznoprawne, które mają wpływ na prawo prywatne[1014].

[1011] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.2,
[1012] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), *System...*, 2018, s. 159,
[1013] M. Tison, The Civil..., s. 11,
[1014] T. Sójka, The..., s. 26-27, F. Annunziata, MiFID II..., s. 52-56,

Z uwagi na wielość form usługi wykonywania zleceń (zastępstwo pośrednie, zastępstwo bezpośrednie, handel przez firmę inwestycyjną na własny rachunek) art. 73 ust. 4 Ustawy o obrocie jest ograniczony. Poza ogólnym odesłaniem do umowy zlecenia odnosi się on wyłącznie do wykonania zlecenia w obrocie zorganizowanym. Wykonanie zlecenia w obrocie zorganizowanym jest podtypem wykonania zlecenia przez firmę inwestycyjną działającą jako zastępca pośredni[1015]. Odesłanie do umowy komisu powinno dotyczyć nie tylko wykonywania zleceń nabycia lub zbycia papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym, ale także wykonywania zleceń przez firmę inwestycyjną działającą jako zastępca pośredni klienta poza tym obrotem. Przepisy milczy co do cywilnoprawnej kwalifikacji wykonania zlecenia w innych formach np. zawarcia transakcji pomiędzy firmą inwestycyjną, a klientem oraz zawarcia transakcji przez firmę inwestycyjną działającą jako zastępca bezpośredni (pełnomocnik) klienta.

2.2. Wykonanie zlecenia przez zawarcie transakcji w systemie obrotu

W doktrynie często wiąże się usługę wykonywania zleceń z transakcjami zawieranymi w systemach obrotu, przede wszystkim w obrocie zorganizowanym[1016]. To skojarzenie uwypukla przymus pośrednictwa maklerskiego na rynku regulowanym (art. 31 ust. 1-3 Ustawy o obrocie). Czynność prawna mająca za przedmiot transakcję zawieraną na rynku regulowanym dokonana przez podmioty nieuprawnione jest nieważna[1017]. Znajduje to odbicie w definicji członka giełdy w § 60 Regulaminu Giełdy. Przy okazji Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w § 19 określa, że Członkiem Rynku (NewConnect i Catalyst) mogą być członkowie giełdy w rozumieniu Regulaminu Giełdy, którzy spełnią dodatkowe warunki. Członkowie rynku regulowanego i alternatywnego sytemu obrotu zawierają transakcje na tych rynkach. Zawarcie transakcji przez osobę niebędącą członkiem systemu obrotu następuje za pośrednictwem członka tego systemu działającego jako zastępca pośredni[1018]. Konstrukcja pośrednictwa opartego o

[1015] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 12,
[1016] T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), Komentarz…, Komentarz do art. 73, Nb. 2, P. Zapadka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2014, Komentarz do art. 73 Nb. 3 i 4,
[1017] T. Jaranowski, M. Stańczyk [w:] T. Sójka (red.), Komentarz…, Komentarz do art. 31, Nb. 3 i 4,
[1018] K. Zacharzewski, *Prawo…*, s. 292-293,

zastępstwo pośrednie uprawnia do zakwalifikowania usługi świadczonej przez członka giełdy na rzecz jego klientów jako wykonywania zleceń[1019].

Działając jako zastępca pośredni w systemie obrotu firma inwestycyjna wystawia zlecenie brokerskie, o którym mowa w § 2 pkt 18 r.w.s.t.p.:

§ 2. Ilekroć w rozporządzeniu jest mowa o: (...)

18) zleceniu brokerskim - rozumie się przez to zlecenie lub ofertę, a także odpowiedź na ofertę, wystawiane przez firmę inwestycyjną wykonującą złożone przez klienta zlecenie na podstawie tego zlecenia i przekazywane do miejsca wykonania, o którym mowa w pkt 24 lit. a, w celu wykonania tego zlecenia;

Zdaniem UKNF wystawiane zlecenia brokerskiego przesądza o kwalifikacji usługi jako wykonywania zleceń[1020]. Pomimo tego jednoznacznego stanowiska nadal występują w polskim obrocie prawnym odstępstwa od tej zasady. Zlecenia brokerskie są wystawiane przez firmy inwestycyjne także w przypadku:

- wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej[1021],
- rozliczania ofert publicznych za pośrednictwem systemu informatycznego GPW[1022].

2.3. Zlecenia do dyspozycji maklera

Granicą pomiędzy usługą wykonywania zleceń, a usługą zarządzania portfelem jest poziom dyskrecjonalności przysługującej firmie inwestycyjnej. W przypadku zarządzania portfelem decyzje inwestycyjne dotyczące portfela klienta podejmowane są przez firmę inwestycyjną[1023]. Jeżeli firma inwestycyjna wykonuje zlecenie na rachunek klienta, to klient podejmuję decyzję o nabyciu lub zbyciu instrumentu finansowego, a firma inwestycyjna jest wykonawcą jego woli[1024]. Przykładem swobody firmy inwestycyjnej, która mieści się jeszcze w zakresie usługi wykonywania zleceń są tzw. zlecenia DDM (do dyspozycji maklera). Są to zlecenia klienta, na których

[1019] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 12,
[1020] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 14,
[1021] M. Kalisiak, *Zmiana...*, s. 45-46,
[1022] vide rozdział IV pkt 2.8.,
[1023] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 75 Nb. 1 i 3,
[1024] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.4,

podstawie firma inwestycyjna może wystawić więcej niż jedno zlecenie brokerskie (§ 50 ust. 6-8 r.w.s.t.p.). Takie zlecenie pozwala na wykonanie instrukcji klienta w częściach. Klient firmy inwestycyjnej decyduje w tym przypadku o kierunku transakcji (kupno/sprzedaż) oraz instrumencie finansowym np. kup akcje PKN Orlen za nie więcej niż 50 000 zł. Zatem to klient, a nie firma inwestycyjna podejmuje decyzję inwestycyjną. Celem zleceń DDM jest pozostawienie firmie inwestycyjnej swobody decyzyjnej w ramach zlecenia klienta w celu osiągnięcia jak najlepszych rezultatów dla klienta[1025].

2.4. Zawieranie przez firmę inwestycyjną na własny rachunek umów kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych z klientem (art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie)

Szczególna forma wykonywania zleceń opisania w art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie jest dość często w doktrynie wyłącznie wspominana bez poszerzonych analiz[1026]. Wspomina się o obowiązkach z r.w.s.t.p.[1027], czy z art. 41 Rozporządzenia 565/2017 dotyczących takiej formy wykonania zlecenia oraz o konieczności wyraźnego wskazania w umowie z klientem takiej formy wykonania zlecenia[1028]. Jeden z autorów przeprowadza szerszą analizę tej formy wykonywania zleceń, w szczególności z cywilnoprawnego punktu widzenia m.in. nazywając ją „hybrydą działalności brokerskiej i dilerskiej" oraz „ściętym stosunkiem komisowym"[1029]. Ta ostatnia kwalifikacja cywilnoprawna nie stanowi całościowego opisu. Firmy inwestycyjnej i zleceniodawcy nie musi łączyć umowa komisu ani umowa podobna do komisu (zastępstwo pośrednie). Ustawa o obrocie nakazuje stosować do umowy o wykonywanie zleceń odpowiednio przepisy KC dotyczące umowy zlecenia. Ta kwalifikacja jest również niewystarczająca. Strony mogą umówić się na sprzedaż lub kupno instrumentu finansowego bezpośrednio pomiędzy nimi (umowa sprzedaży), bez konieczności wchodzenia w

[1025] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 4 i 13,
[1026] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.2, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), *System…*, 2018, s. 153, K. Majewski, Obowiązki banków wobec klientów przewidziane w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, Warszawa 2019, KNF, s. 18,
[1027] T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), Komentarz…, Komentarz do art. 73, Nb. 21,
[1028] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 5 i 6,
[1029] K. Zacharzewski [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów…, s.1222-1226,

stosunek prawny o charakterze komisu lub zlecenia, a relacja taka co do zasady zostanie zakwalifikowana jako wykonywanie zleceń. Przeciwna interpretacja pozostawiałaby spore pole do nadużyć. Jeżeli strony mogłyby określić, że firma inwestycyjna jest zwolniona z obowiązków związanych z wykonywaniem zleceń, gdy zawiera umowę sprzedaży z klientem, to doszlibyśmy do wniosków przeciwnych niż Komisja Europejska. Uznała ona że różnicy pomiędzy wykonywaniem zleceń, a nabywaniem i zbywaniem instrumentów finansowych na własny rachunek nie należy poszukiwać w pojęciu „zlecenia" (order), ani w pojęciu „klienta" (client), lecz zaproponowała test czteroskładnikowy (*cumulative four-fold-test*)[1030]. Kwalifikowanie wykonywania zleceń wg cywilnoprawnego podziału na umowę sprzedaży i umowę zlecenia byłoby poszukiwaniem różnicy w pojęciu „zlecenia".

Połączenie umowy zlecenia z umową sprzedaży jest niełatwe ponieważ konstrukcje te z cywilnoprawnego punktu widzenia opisują inne stany faktyczne. Istota umowy zlecenia polega na dokonaniu czynności prawnej dla innej osoby. Wykonywana czynność prawna może być dość dowolnie określona[1031]. Umowa zlecenia wykonywana jest zasadniczo w formie zastępstwa pośredniego i zastępstwa bezpośredniego[1032]. Sprzedaż instrumentów finansowych jest przenoszeniem praw za wynagrodzeniem zgodnie z art. 535 KC w zw. z art. 555 KC[1033]. W tym miejscu sygnalizuję niedoskonałość cywilnoprawnego opisu usługi wykonywania zleceń (art. 73 ust. 4 Ustawy o obrocie), która może mieć wpływ na kształt regulacji publicznoprawnej. Ze względu na publicznoprawne nachylenie niniejszej dysertacji nie analizuję szerzej tego problemu.

Przy zawieraniu transakcji na rachunek własny granicę dla świadczenia usługi wykonywania zleceń stanowi anonimowość obrotu w systemach obrotu, w szczególności w obrocie zorganizowanym[1034]. Firma inwestycyjna zawierając transakcje w obrocie zorganizowanym nie zna tożsamości swojego kontrahenta, o ile

[1030] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 20-22, vide rozdział V pkt 1.2.,

[1031] P. Drapała [w:] J. Gudowski (red.) Kodeks cywilny. Komentarz. Tom V. Zobowiązania. Część szczegółowa, LEX 2017, komentarz do art. 734, Nb. 1, 2 i 7

[1032] P. Machnikowski [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), Kodeks cywilny. Komentarz, 2021, Legalis, komentarz do art. 734 Nb. 16-20, P. Kapusta [w:] M. Załucki (red.) Kodeks cywilny. Komentarz, Legalis 2023, komentarz do art. 734 Nb. 6-7,

[1033] W. Katner, J. Pisuliński [w:] J. Rajski (red.), Prawo..., s. 52,

[1034] A. Kowalski, Spółka kapitałowa otwarta i zamknięta – funkcjonalne kryterium klasyfikacji, 2020, https://depotuw.ceon.pl/bitstream/handle/item/3659/2200-DR-PR-57126.pdf?sequence=1 dostęp 05.05.2022, s. 32-33,

nie występuje tzw. kontrahent centralny (*CCP – central counterparty*). Nie może zatem świadczyć usługi maklerskiej na rzecz drugiej, nieznanej strony transakcji. Zawieranie transakcji na własny rachunek w wykonaniu zlecenia klienta jest podstawową, domyślną kwalifikacją w przypadku świadczenia usługi nabywania instrumentów finansowych na rynku Forex w modelu *market maker.* Zależy to każdorazowo od konkretnego stanu faktycznego[1035].

2.5. Pośrednictwo w zawieraniu transakcji na rynkach zagranicznych

Jedną z wątpliwości, które występowały na polskim rynku maklerskim była kwalifikacja usługi pośrednictwa w nabywaniu i zbywaniu instrumentów finansowych na rynkach zagranicznych. W ostatnim czasie temat ten zyskał szczególne zainteresowanie z uwagi na mocniejsze powiązanie kwalifikacji usługi z wymogami kapitałowymi w IFR. Polskie firmy inwestycyjne korzystają co do zasady z usług brokera zagranicznego, który prowadzi dla firmy inwestycyjnej rachunki zbiorcze oraz świadczy dla firmy inwestycyjnej usługę wykonywania zleceń w zakresie instrumentów finansowych na rynkach zagranicznych. Polska firma inwestycyjna korzysta z takich usług w celu świadczenia usług maklerskich dla własnych klientów. Polska firma inwestycyjna co do zasady nie ujawnia brokerowi zagranicznemu danych swoich klientów, nie zawiera też z brokerem zagranicznym umowy o świadczenie usług maklerskich w imieniu swoich klientów. W łańcuchu wykonania zlecenia występują dwa podmioty pomiędzy klientem, a systemem obrotu[1036]. Zgodnie z zasadą ostatniego ogniwa w łańcuchu wykonania zlecenia firma inwestycyjna, wprowadzająca zlecenie do systemu obrotu powinna co do zasady wykonywać zlecenie, a firma inwestycyjna odbierająca zlecenie

[1035] J. Bąk [w:] J. Bąk, W. Pietrzyk, Rynek..., s. 33-36,

[1036] W. Maryański, Pewna niepewność: przekazujesz zlecenie czy je wykonujesz?, https://pl.linkedin.com/pulse/pewna-niepewno%C5%9B%C4%87-przekazujesz-zlecenie-czy-je-marya%C5%84ski-emba?trk=read_related_article-card_title dostęp 13.05.2022, mBank S.A. Regulamin świadczenia usług maklerskich w ramach usługi eMakler, listopad 2019, https://www.mbank.pl/pdf/inwestycje/emakler/regulamin-swiadczenia-uslug-maklerskich-w-ramach-uslugi-emakler-11.2019.pdf, dostęp 11.12.2022, s. 24-25, XTB S.A., Polityka realizacji zleceń z dnia 21 lutego 2022 r., https://xtb.scdn5.secure.raxcdn.com/file/0102/43/pl-polityka_realizacji_zlecen_21022022_161f101362.pdf, dostęp 11.12.2022, s. 6-7, XTB S.A., Regulamin świadczenia usług maklerskich (warunki ogólne), 21 lutego 2022, https://xtb.scdn5.secure.raxcdn.com/file/0102/43/pl-gtc_21022022_clean_e938411be0.pdf, dostęp 11.12.2022,

od klienta powinna co do zasady świadczyć usługę PPZ. Organy UE wskazują, że może dojść do złamania tej zasady w sytuacji, w której firma inwestycyjna odbierająca zlecenie od klienta i posiadająca zezwolenie na wykonywanie zleceń wprowadza pewne modyfikacje w jego treści[1037]. Wydaje się, że w opisanym powyżej schemacie działania modyfikacja treści zlecenia polega przede wszystkim na zamianie zlecenia klienta na zlecenie polskiej firmy inwestycyjnej[1038]. Podmiot świadczący usługę PPZ nie mógłby tego zrobić. Działa on jako posłaniec przekazując niezmienione oświadczenie swojego klienta podmiotowi wykonującemu zlecenie[1039].

Jest możliwe takie ukształtowanie usługi pośrednictwa w zakresie zagranicznych instrumentów finansowych, które zakłada, że polska firma inwestycyjna świadczy usługę PPZ dla klienta przekazując zlecenie do wykonania do zagranicznej firmy inwestycyjnej. W takim modelu klient powinien być związany umową maklerską zarówno z podmiotem świadczącym PPZ i z podmiotem wykonującym zlecenie[1040]. Takie ukształtowanie usługi pośrednictwa na rynkach zagranicznych byłoby kłopotliwe. Broker zagraniczny byłby zobowiązany do wypełnienia licznych obowiązków regulacyjnych, które nie zawsze są możliwe do wykonania zdalnie. Klient musiałby dostarczyć dokumenty i informacje w celu wykonania tych obowiązków.

3. Odpowiednik usługi wykonywania zleceń w prawie niemieckim

W prawie niemieckim usługa wykonywania zleceń nie jest wdrożona jako jedna usługa. Składa się na nią kilka usług. W doktrynie niemieckiej używa się zbiorczego pojęcia Effektengeschäft (transakcje papierami wartościowymi) na zbiorcze określenie różnych usług, które składają się na wykonywanie zleceń. Jest ono definiowane jako nabywanie i zbywanie papierów wartościowych dla osób trzecich (*die Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren für die andere*). Jest to pojęcie, które historycznie

[1037] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 26,
[1038] W. Maryański, Pewna...,
[1039] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1,
[1040] *Ibidem*, Rozdział 8.1,

występowało w prawie niemieckim w § 1 ust. 1 zd. 2 pkt 4 KWG[1041]. § 1 ust. 1 KWG zawiera katalog czynności bankowych (Bankgeschäfte).

Effektengeschäft odwołuje się do terminu Effekten (*papiery wartościowe*), który jest jednym z pojęć określających papiery wartościowe w prawie niemieckim. Innym jest pojęcie Wertpapieren (*papiery wartościowe*). Pomiędzy tymi pojęciami występują pewne różnice[1042], jednak nie są one istotne z punktu widzenia niniejszej pracy. Pojęcie Effektengeschäft jest istotne z punktu widzenia czynności nim opisywanej, a nie przedmiotu tej czynności. Mając na uwadze zakorzenienie niemieckiego porządku prawnego w MIFID II ostatecznie odwoływał się będę do instrumentów finansowych, jako przedmiotu każdej z czynności maklerskich.

zakłada wykonywanie czynności na rzecz osób trzecich – klientów. W tym sensie przeciwieństwem jest zawieranie transakcji na własny rachunek (*Eigengeschäft, Nostrogeschäft*). Standardowymi sposobami realizacji Effektengeschäft są komis finansowy (*Finanzkommissionsgeschäft*), transakcje ze stałą ceną (*Festpreisgeschäft*) i pośrednictwo transakcyjne (*Abschlussvermittlung*). W ramach Finanzkommissionsgeschäft dopuszczalne jest wykonanie zlecenia przez transakcję z firmą inwestycyjną (*Finanzkommissionsgeschäft mit selbsteintritt*) albo posłużenie się dalszym komisantem (*Zwischenkommissionär*). Transakcje ze stałą ceną są zaliczane do transakcji zawieranych przez firmę inwestycyjną na rachunek własny (*Eigenhandel*)[1043]. Występują trzy różne rodzaje zezwolenia i działalności regulowanej (*Finanzkommissionsgeschäft, Abschlussvermittlung, Eigenhandel*) składające się na Effektengeschäft, podczas gdy w Ustawie o obrocie są to dwa zezwolenia na wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych oraz na nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych na własny rachunek. Niektóre rodzaje transakcji wykonywanych w ramach tych działalności uzyskały w języku prawniczym odrębne nazwy własne, które precyzują typ transakcji (np. *Festpreisgeschäft, Finanzkommissionsgeschäft mit selbsteintritt*).

[1041] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 985, H. Bergmann [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts…, s. 2276, 2278-2281,

[1042] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 982-983,

[1043] Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 27.02.2008, 6C 11.07, https://www.bverwg.de/270208U6C11.07.0, dostęp 08.08.2022, nb.29, D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 984-986,

Usługi maklerskie składające się na wykonywanie zleceń są w kwalifikowane w KWG częściowo jako czynności bankowe (Finanzkommissionsgeschäft w § 1 ust. 1 pkt 4 KWG), a częściowo jako usługi finansowe (*Abschlussvermittlung* i Eigenhandel w § 1 ust. 1a pkt 2 i 4 lit c KWG). Te same czynności są kwalifikowane jednolicie w § 2 ust. 2 WpIG jako usługi inwestycyjne (Wertpapierdienstleistungen). KWG dotyczy regulacji sektora bankowego, w tym banków i instytucji finansowych, a WpIG sektora inwestycyjnego tzn. instytucji inwestycyjnych (Wertpapierinstituten). Część z czynności jest kwalifikowana zarówno jako charakterystyczne dla firm (instytucji) inwestycyjnych, jak i dla banków lub instytucji finansowych[1044].

Transakcje papierami wartościowymi (Effektengeschäft) były początkowo niemal wyłącznie przedmiotem regulacji cywilnoprawnej i umów z klientami. Aktualnie na znaczeniu przybierają przepisy regulacyjne (administracyjnoprawne). Wywołuje to trudności na styku niemieckiego prawa cywilnego i administracyjnego[1045].

3.1. Finanzkommissionsgeschäft (komis finansowy)

Finanzkommissionsgeschäft jest definiowany w § 1 ust. 1 pkt 4 KWG oraz w § 2 ust. 2 pkt 1 WpIG jako *nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych w imieniu własnym na cudzy rachunek (komis finansowy)*[1046].

BaFin rozbija przepis na przesłanki i analizuje je kolejno:

- nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych,
- w imieniu własnym,
- na cudzy rachunek.

BaFin uznaje za transakcję nabycia lub zbycia czynność prawną pomiędzy żyjącymi nakierowaną na przeniesienie własności. Taką czynnością jest m.in. umowa

---

[1044] BaFin, Wertpapierdienstleistungen, 2021, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Markteintritt/Wertpapierdienstleistungen/wertpapierdienstleistungen_node.html;jsessionid=D357505A0A7CF57CA65156E8575197C3.2_cid503, dostęp 26.06.2022, BaFin, Bankgeschäfte, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Markteintritt/Bankgeschaefte/bankgeschaefte_node.html dostęp 26.06.2022, BaFin, Finanzdienstleistungen, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Markteintritt/Finanzdienstleistungen/finanzdienstleistungen_node.html dostęp 26.06.2022,

[1045] H. Bergmann [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts..., s. 2278-2279,

[1046] Tłumaczenie własne - *die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung (Finanzkommissionsgeschäft),*

zamiany[1047]. H.-D. Assmann wskazuje m.in. także na umowę użyczenia[1048]. F. Schäfer poddaje w wątpliwość, czy taką czynnością jest pożyczka[1049]. Niemiecka definicja usługi dotyczy „nabywania i zbywania" podczas gdy polska „nabycia lub zbycia". BaFin poczuł się zobowiązany by stwierdzić, że nie jest wymagane jednoczesne świadczenia usługi nabycia i zbycia instrumentów finansowych dla klienta w celu kwalifikacji jako Finanzkommissionsgeschäft. Nabycie lub zbycie musi nastąpić w imieniu własnym. Analizowana czynność nie obejmuje działania w charakterze pełnomocnika tzn. w cudzym imieniu[1050].

Pojęcie instrumentu finansowego i różnice pomiędzy prawem polskim i niemieckim zostały opisane w rozdziale I[1051].

Nabycie lub zbycie instrumentów finansowych następuje na cudzy rachunek, jeżeli zleceniodawca odnosi korzyści i ponosi straty gospodarcze wynikające z transakcji. BaFin przyznaje, że z biegiem lat zmieniał się jego pogląd na przedmiot tej usługi wraz z rozwojem orzecznictwa. Obecnie usługa ta jest sprowadzana co do zasady do umowy komisu (Kommissionsgeschäft) o której mowa w § 383 i nast. HGB[1052]. Związkowy Sąd Administracyjny w swoim orzecznictwie podkreśla, że poszczególne czynności z § 1 KWG są przyporządkowane do określonych rodzajów transakcji, a nie do związanych z nimi ryzyk[1053]. Nie jest wymagane wypełnienie wszystkich przesłanek umowy komisu (Kommissionsgeschäft) dla przyjęcia kwalifikacji działalności jako Finanzkommissionsgeschäft[1054]. Prawa i obowiązki komisanta i komitenta mogą w poszczególnych przypadkach być zmieniane lub znoszone, o ile nie stanowią one *ius cogens* zgodnie z § 402 HGB. Przepis ten dotyczy przede wszystkim ochrony komitenta w zakresie ceny po jakiej komisant powinien wykonać transakcję. Wystarczające jest,

[1047] BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft…,
[1048] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht…, Abschnitt 1 § 2 Rn. 99,
[1049] F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG…, s. 81-82,
[1050] BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft…,
[1051] vide rozdział I pkt 2.3.,
[1052] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 986, Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 27.02.2008, 6C 11.07…, nb.27-42, Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 18.01.2017, 8B 16.16, https://www.bverwg.de/180117B8B16.16.0 dostęp 09.08.2022, nb.15, BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft…,
[1053] Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 08.07.2009, 8C 4.09, https://www.bverwg.de/080709U8C4.09.0 dostęp 09.08.2022, nb.29,
[1054] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht…, Abschnitt 1 § 2 Rn. 100, F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG…, s. 83,

że umowa zawarta pomiędzy podmiotem świadczącym usługę, a jej klientem wykazuje na tyle duże podobieństwo do typu umowy komisu z § 383 i nast. HGB by móc być w ten sposób zakwalifikowaną. Jeżeli klientowi przypisywane są z ekonomicznego punktu widzenia ryzyka i szanse związane z transakcją, jednak umowa zawarta pomiędzy nim, a podmiotem świadczącym usługę nie wykazuje odpowiedniego podobieństwa do umowy komisu, to czynność wykonywana na rzecz klienta nie będzie stanowiła Finanzkommissionsgeschäft. Związkowy Sąd Administracyjny uznaje, że typowymi właściwościami umowy komisu (*Kommissionsgeschäft*) są: uprawnienie komitenta do wydawania poleceń, wskazówek komisantowi (*Weisungsbefugnis des Kommittenten*, § 384 ust. 1 HGB), obowiązek informowania komitenta, zdania rachunku komitentowi oraz obowiązek przeniesienia własności nabytych instrumentów finansowych przez komisanta na komitenta (§ 384 ust. 2 HGB)[1055]. H.-D. Assmann uznaje, że nieujawnienie tożsamości mocodawcy jest równoznaczne z działaniem w imieniu własnym[1056].
Finanzkommissionsgeschäft może być świadczony inwestora oraz na rzecz emitenta. Wynika to z wąskiej definicji plasowania w prawie niemieckim (Platzierungsgeschäft), które obejmuje wyłącznie jednoczesne działanie w imieniu i na rachunek emitenta[1057].

3.2. Finanzkommissionsgeschäft mit selbsteintritt (komis finansowy z przystąpieniem komisanta)

§ 400 ust. 1 HGB dopuszcza możliwość wykonania umowy komisu poprzez przystąpienie komisanta jako strony umowy sprzedaży tzn. w zależności od przypadku jako kupującego instrument finansowy od inwestora (komitenta) albo jako sprzedającego instrument finansowy inwestorowi (komitentowi). Komitent może wyłączyć ten sposób wykonania umowy komisu. § 400 i 401 HGB zawierają obowiązki komisanta dotyczące tego sposobu wykonania umowy komisu mające na celu ochronę interesów komitenta, szczególności w zakresie ceny kupna lub sprzedaży instrumentu

[1055] BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft…, Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 08.07.2009, 8C 4.09…, nb.30-31, Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 18.01.2017, 8B 16.16…, nb.22,
[1056] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht…, Abschnitt 1 § 2 Rn. 98,
[1057] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft…, C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 180-181, H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht…, Abschnitt 1 § 2 Rn. 103,

finansowego. Przepisy ochronne nie mogą być zmienione przez umowę pomiędzy stronami zgodnie z § 402 HGB[1058].

3.3. Abschlussvermittlung (pośrednictwo transakcyjne)

Abschlussvermittlung jest zdefiniowany w § 1 ust. 1a pkt 2 KWG oraz w § 2 ust. 2 pkt 5 WpIG jako n*abywanie i zbywanie instrumentów finansowych w cudzym imieniu na cudzy rachunek (pośrednictwo transakcyjne)*[1059].

BaFin dokonuje rozbicia tej definicji na przesłanki:

- nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych,
- w cudzym imieniu,
- na cudzy rachunek.

Nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych oraz działanie na cudzy rachunek zostały wyjaśnione powyżej[1060]. Świadczący usługę działa w cudzym imieniu, jeżeli przy składaniu oświadczenia woli daje do zrozumienia, że oświadczenie woli nie jest przez niego składane w imieniu własnym, ale w imieniu klienta którego reprezentuje. Może to być zasygnalizowane wyraźnie, ale może także wynikać z okoliczności w jakich składane jest oświadczenie woli[1061].

Abschlussvermittlung jest uznawany cywilnoprawnie za zastępstwo bezpośrednie (*offene Stellvertretung*) uregulowane w § 164 ust. 1 BGB. Działalność ta jest wykonywana rzadko w bankowej praktyce obrotu papierami wartościowymi, ponieważ wymaganie ujawnienia danych klienta jest sprzeczne z zasadą poufności, która często ma pierwszeństwo w relacjach z klientami. Ponadto zastosowanie tej konstrukcji w zanonimizowanym obrocie giełdowym byłoby niepraktyczne[1062].

[1058] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 988,
[1059] Tłumaczenie własne - *die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten in fremdem Namen für fremde Rechnung (Abschlussvermittlung)*
[1060] Vide rozdział V pkt 3.1.,
[1061] BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung...,
[1062] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 991-992,

3.4. Eigenhandel (handel instrumentami finansowymi na rachunek własny)

Ponieważ niniejsza rozprawa traktuje o usługach maklerskich, to z zakresu działalności, jaką jest Eigenhandel (odpowiednik nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek) opiszę wyłącznie jej wycinek tzn. *handel na rachunek własny poprzez nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych na rachunek własny wykonywane jako usługa dla innych*[1063]. Działalność ta jest regulowana w § 1 ust. 1a pkt 4 lit. c KWG oraz w § 2 ust. 2 pkt 10 lit. c WpIG[1064].

BaFin wyodrębnia trzy przesłanki opisywanej usługi:

- nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych,
- w imieniu własnym,
- jako usługa dla innych.

Nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych zostało wyjaśnione powyżej[1065]. Działanie w imieniu własnym oznacza, że podmiot świadczący usługę w pełni ponosi ryzyko ceny i ryzyko rozliczenia. Świadczenie usługi dla innych wynika ze szczególnej relacji pomiędzy podmiotem handlującym na własny rachunek, a klientem. Pomimo cywilnoprawnej kwalifikacji transakcji jako umowy sprzedaży podmiot handlujący na własny rachunek występuje jednocześnie jako usługodawca pozostający w gotowości by zawierać umowy dotyczące nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Charakterystyczna jest występująca często nierównowaga pomiędzy podmiotem handlującym na własny rachunek, a klientem, która odznacza się tym, że wspomniany podmiot ma lepszy dostęp do rynku, który pozwala mu m.in. na pokrycie transakcji z klientem lub na zamknięcie pozycji wynikającej z transakcji z klientem lub na zapewnienie klientowi dostępu do rynku, który w innym przypadku byłby dla tego klienta niedostępny. Przykładem takiej działalności jest tzw. Festpreisgeschäft, czyli transakcja z określoną ceną[1066]. Widać w opisie ostatniej z przesłanek nawiązania do

---

[1063] Tłumaczenie własne - *der Eigenhandel durch das (...) Anschaffen oder Veräußern von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere*,

[1064] L. Löbig, D. H. Wendt, *Brexit und der Finanzmarkt. Die rechtlichen Auswirkungen auf grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen*, 2019, s. 30 i 31,

[1065] Vide rozdział V pkt 3.1.,

[1066] BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, 2019, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html dostęp 28.05.2022, H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 117,

testu czteroskładnikowego (*four-fold cumulative test*) zaproponowanego przez Komisję Europejską np. odwołanie do nierównowagi stron umowy sprzedaży[1067].

3.5. Festpreisgeschäft (transakcje z określoną ceną)

Festpreisgeschäft jest rodzajem transakcji wymienianym w Szczególnych warunkach transakcji papierami wartościowymi (*Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*; dalej: **SBW**). Dokument ten stanowi wzorzec umowny (Allgemeine Geschaftsbedingungen – AGB), którym posługują się niemieckie banki[1068]. Usługa ta jest definiowana w następujący sposób w nr 1 pkt 3 zd. 1 SBW:

Jeżeli bank i klient uzgadniają ze sobą dla pojedynczej transakcji określoną albo możliwą do określenia cenę (transakcja z określoną ceną), to dochodzi do zawarcia umowy sprzedaży; odpowiednio bank przyjmuje papiery wartościowe od klienta jako kupujący albo dostarcza mu je jako sprzedający[1069].

Podstawowym wzorcem umownym stosowanych w relacjach z klientami przez niemieckie banki prywatne jest tzw. AGB-Banken, który określa ogólne warunki umowne pomiędzy bankiem, a jego klientem. Jego wzór można znaleźć na stronie Związkowego Stowarzyszenia Banków Niemieckich (*Bundesverband Deutscher Banken*)[1070]. SBW to szczególne warunki regulujące relacje umowne dotyczące papierów wartościowych. Szczególne warunki mogą odmiennie regulować relacje z klientem niż AGB-Banken. Zgodnie z nr 1 ust. 1 AGB-Banken stosowanie szczególnych warunków (m.in. SBW) musi być przedmiotem odrębnego uzgodnienia z klientem. Korzenie współczesnych AGB-Banken sięgają roku 1937. Od tego czasu uległy one znaczącym zmianom. Są one sporządzane przez Związkowe Stowarzyszenie Banków Niemieckich. Pomimo ich niewiążącego charakteru są one co do zasady stosowane

[1067] European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 22,

[1068] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 990-991

[1069] H.-J. Bunte, AGB-Banken und Sonderbedingungen mit AGB-Sparkassen und AGB-Postbank. Kommentar, Monachium 2011, Verlag C.H.Beck, https://beck-online.beck.de/?vpath=bibdata/komm/BunteHdbAGBBanken_3/ges/SoBedWertP2007/cont/BunteHdbAGBBanken.SoBedWertP2007.htm dostęp 06.08.2022, Tłumaczenie własne - *Vereinbaren Bank und Kunde miteinander für das einzelne Geschäft einen festen oder bestimmbaren Preis (Festpreisgeschäft), so kommt ein Kaufvertrag zustande; dementsprechend übernimmt die Bank vom Kunden die Wertpapiere als Käuferin oder sie liefert die Wertpapiere an ihn als Verkäuferin*,

[1070] Bundesverband Deutscher Banken, Allgemeine Geschäftsbedingungen, stan na wrzesień 2021 r., https://bankenverband.de/media/uploads/2022/06/03/40000_0921_muster.pdf dostęp 04.08.2022,

przez poszczególne instytucje bez wprowadzania zmian. Ze względu na charakterystykę niemieckiego rynku finansowego oprócz AGB-Banken występują m.in. AGB-Sparkassen różniące się nieco od AGB-Banken[1071].

Przepisy dotyczące AGB (*Allgemeine Geschäftsbedingungen* – ogólne warunki umowne) stanowią implementację Dyrektywy 93/13/EWG[1072]. Z tego powodu wykazują one zbieżność z przepisami KC o wzorcach umownych. Nie będę głębiej analizował tej kwestii, ponieważ nie dotyczy ona przedmiotu rozprawy. Moim celem jest przedstawienie wpływu jednolitej praktyki rynkowej na kształtowanie warunków umownych, co pośrednio uwypukla publicznoprawne granice usług maklerskich. Taka jednolita praktyka staje się przedmiotem analiz doktryny i orzecznictwa[1073], co pozwala na wypracowanie jednolitych stanowisk orzeczniczych i na pewność prawa. Na rynku polskim istnieją w zakresie obrotu instrumentami finansowymi wzorce umowne sporządzane przez organizacje skupiające instytucje finansowe (Związek Banków Polskich, Rada Banków Depozytariuszy, Izba Domów Maklerskich), jednak nie dotyczą one regulaminów świadczenia usług maklerskich, które są odpowiednikami AGB w obszarze usług maklerskich.

W przypadku zawierania Festpreisgeschäft podmiot świadczący usługę maklerską nie pobiera opłat od klienta. Jego zysk wynika z różnicy pomiędzy ceną nabycia instrumentu finansowego, a cena jego sprzedaży klientowi. Kwalifikacja cywilnoprawna Festpreisgeschäft w prawie niemieckim jest sporna. Stanowisko mniejszościowe określa, że umowa ta jest kombinacją umowy sprzedaży (*Kaufvertrag*) i umowy o prowadzenie cudzych spraw (*Geschäftsbesorgungsvertrag*). Jest ono uzasadniane istnieniem w ramach Festpreisgeschäft obowiązków lojalności i działania w interesie klienta, które są obce umowie sprzedaży. Stanowisko większościowe, uznaje, że obok umowy sprzedaży występują obowiązki działania w interesie klienta wynikające z przepisów regulacyjnych (administracyjnych), które wpływają na prawo cywilne. Te przepisy regulacyjne to przede wszystkim § 63 i nast. WpHG[1074]. Określają

[1071] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 993-994,

[1072] C. Grüneberg [w:] G. Brudermüller, J. Ellenberger, I. Götz, C. Grüneberg, S. Herrler, H. Sprau, K. Thorn, W. Weidenkaff, D. Weidlich, H. Wicke, Beck'sche…, s. 429-430,

[1073] Przykładowo literatura dotycząca Festpreisgeschäft cytowana w niniejszym rozdziale V pkt 3.5. i wymienione w niej orzecznictwo,

[1074] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 990-991,

one obowiązki znane z MIFID II m.in. obowiązek działania w najlepszym interesie klienta, obowiązki dotyczące zarządzania produktem, obowiązki informacyjne dotyczące firmy inwestycyjnej, usług i instrumentów finansowych.

3.6. Porównanie niemieckich usług składających się na Effektengeschäft i wykonywania zleceń

Polska regulacja wykonywania zleceń i niemiecka Effektengeschäft są w wielu punktach zbieżne. Obie akceptują, iż usługa dotyczy trzech form jej świadczenia: zastępstwa pośredniego, zastępstwa bezpośredniego i zawierania transakcji na własny rachunek z klientem.

Ustawodawca niemiecki nie korzysta z pojęcia zlecenia (ang. *order,* niem. *Auftrag*) przy definiowaniu usług maklerskich wykonywania zleceń i PPZ. Jednocześnie pojęcie zlecenia (*Auftrag*) oraz wykonywania zleceń klientów (*Ausführung von Kundenaufträgen*) pojawia się przy określaniu obowiązków regulacyjnych firm inwestycyjnych w WpHG m.in. w § 69 i § 82 WpHG. U. Kleinert kojarzy wykonywanie zleceń z czterema usługami. Trzema z niniejszego rozdziału: Abschlussvermittlung, Finanzkommissionsgeschäft oraz różne formy świadczenia usług na rzecz klienta w związku z nabywaniem i zbywaniem instrumentów na własny rachunek, w szczególności Festpreisgeschäft. Ponadto wskazuje on Anlagevermittlung, jednak przyznaje, że nie jest to wykonanie zlecenia w węższym znaczeniu i nie dochodzi do zawarcia transakcji pomiędzy pośrednikiem a klientem[1075]. Pojęcie zlecenia jest używane w treści MIFID II i wydaje się ono być pojęciem swoistym dla prawa UE. Polska implementacja MIFID II przyjęła w tym zakresie wierne tłumaczenie tekstu dyrektywy. Takie podejście generuje ryzyko błędnej wykładni wynikające z podobieństwa pojęcia „zlecenie" przejętego z MIFID i MIFID II oraz pojęcia zlecenia z KC. Nie są one tożsame. Niemiecki ustawodawca przez podział na Finanzkommissionsgeschäft i Abschlussvermittlung uwypukla dwie formy wykonywania zleceń: opartą o zastępstwo pośrednie i opartą o zastępstwo bezpośrednie. Przesłanki kwalifikacji poszczególnych odpowiedników usługi wykonywania zleceń w niemieckim systemie prawa są jasne i

[1075] U. Kleinert [w:] A.-M. Szesny, T. Kuthe (red.), Kapitalmarkt Compliance, 2018, s. 721-722,

weryfikowalne. Wydaje się, że lata praktyki cywilnoprawnej w obszarze rynku kapitałowego w Niemczech sprawiły, że prawo UE (ISD, MIFID, MIFID II) zostało wpasowane w już istniejące, wypróbowane ramy regulacji prywatnoprawnej. Ponadto niemiecki ustawodawca miał więcej czasu na „przyswojenie" prawa UE, gdyż wdrożył ISD w latach 90-tych XX wieku, niemal dekadę przed wdrożeniem ISD do prawa polskiego. Pomimo tej przewagi niemieckiego systemu prawnego nie ustrzegł on się od błędów implementacji dyrektyw UE. Wadą dostrzegalną w tym rozdziale jest kwalifikacja czynności wykonywanych na rzecz emitenta jako Finanzkommissionsgeschäft w przypadku, gdy firma inwestycyjna działa w imieniu własnym na rachunek emitenta przy zbywaniu emitowanych instrumentów finansowych. Dochodzi w ten sposób do pomieszania unijnego reżimu wykonywania zleceń z reżimem plasowania instrumentów finansowych.

W niemieckim systemie prawnym toczy się dyskusja dotycząca prywatnoprawnej kwalifikacji wykonywania zleceń przez zawierania transakcji na rachunek własny[1076]. Taka dyskusja jest interesująca także z publicznoprawnego punktu widzenia z uwagi na współzależności pomiędzy gałęziami prawa. W polskim prawie ten problem wydaje się być niedostrzegany i powinien być przedmiotem dyskusji.

4. Wnioski do rozdziału V

1. **Zakres usługi wykonywania zleceń w prawie polskim i unijnym**. Usługa wykonywania zleceń jest generalnie poprawnie kojarzona w doktrynie z zastępstwem bezpośrednim, zastępstwem pośrednim i zawieraniem transakcji na własny rachunek w wykonaniu zlecenia klienta[1077]. Podobnie jak inne usługi maklerskie, powinna być definiowana przede wszystkim przez zakres wykonywanych czynności. Pomimo tego w polskim obrocie prawnym istnieje tendencja do formułowania uproszczonych twierdzeń np. że usługa wykonywa

[1076] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 990-991,

[1077] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 3 i 6, W. Kapica [w:] T. Sójka (red.) Obrót…, Komentarz do art. 73, Nb. 2, M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.2,

zleceń dotyczy zawierania transakcji w określonym systemie obrotu[1078]. To stwierdzenie może być prawdziwe, jednak nie odpowiada na pytanie o istotę usługi. Zdaniem UKNF wykonywanie zleceń występuje zawsze, gdy występuje zlecenie brokerskie[1079]. Jest to stwierdzenie prawidłowe, mające umocowanie w przepisach prawa, jednak odnosi się ono tylko do jednego ze sposobów wykonania zlecenia tzn. wykonania zlecenia w modelu zastępstwa pośredniego. Kluczowym dokumentem wyjaśniającym granice pomiędzy wykonywaniem zleceń, a PPZ i zawieraniem transakcji na własny rachunek jest stanowisko KE z 2007 roku[1080]. Odnosi się ono do takich kryteriów, jak: występowanie przez firmę inwestycyjną jako ostatnie ogniwo w łańcuchu wykonania zlecenia, decydowanie przez firmę inwestycyjną o szczegółowych parametrach transakcji klienta oraz test czteroskładnikowy (*cumulative four-fold test*)[1081]. Odsyła do niego brytyjski FCA[1082]. Widać także wpływy tego stanowiska w praktyce BaFin[1083].

2. **Próg zezwolenia na handel instrumentami finansowymi z klientami**. Handel instrumentami finansowymi z klientem na własny rachunek przez firmę inwestycyjną jest kwalifikowany jako usługa z art. 69 ust. 2 pkt 2 w zw. Z art. 69 ust. 2 pkt 3 Ustawy o obrocie (art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie). Wg stanowiska FCA nie tylko firma inwestycyjna, która handluje na własny rachunek instrumentami finansowymi z klientem świadczy tą usługę, ale co do zasady każdy podmiot, który handluje na własny rachunek instrumentami finansowymi z klientem w sposób zawodowy i regularny[1084]. Nie spotkałem się z podobnymi propozycjami w polskim dyskursie prawnym. Motyw 25 MIFID II przewiduje próg uzyskania zezwolenia maklerskiego dużo dalej niż twierdzi FCA. Zgodnie z tym motywem wykonywanie zleceń dotyczących instrumentów finansowych przez zawieranie transakcji na własny rachunek wymaga zezwolenia na

[1078] T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), Komentarz…, Komentarz do art. 73, Nb. 2, P. Zapadka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2014, Komentarz do art. 73 Nb. 3 i 4,
[1079] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 14,
[1080] European Commission, Working Document ESC-07-2007…, s. 19-26,
[1081] Vide rozdział IV pkt 1.4., rozdział V pkt 1.2., European Commission, Working Document ESC-07-2007…, s. 19-26,
[1082] FCA, COBS 11.2A…,
[1083] BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels…,
[1084] FCA, PERG…, 13.3, Q15A,

prowadzenie działalności lub usług inwestycyjnych, jeżeli jest główną działalnością danego podmiotu, albo jeżeli głównym rodzajem działalności w ujęciu grupowym danego podmiotu jest świadczenie usług inwestycyjnych albo działalność bankowa. Z tego powodu stanowisko FCA[1085] może być rozpatrywane z tego powodu jedynie jako postulat *de lege ferenda*. Ewentualne rozszerzenie zakresu zezwolenia w tym przypadku wymaga wyważenia, by nie objąć nią np. każdej spółki emitującej udziałowe lub dłużne papiery wartościowe. W interesie publicznym mogłoby leżeć objęcie obowiązkiem zezwolenia podmiotów, które emitują i sprzedają w masowo własne instrumenty finansowe, bez pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Mogłoby to zamknąć jedną z luk na rynku, które umożliwiają samodzielną intensywną emisję i sprzedaż instrumentów finansowych bez spełnienia wymogów wobec klienta np. przeprowadzenia testów adekwatności, wykonywania obowiązków w zakresie zarządzania produktem, zarządzania konfliktami interesów[1086]. Polski ustawodawca dostrzega problem emisji i sprzedaży instrumentów przez podmioty niepodlegające reglamentacji. Efektem tych spostrzeżeń są m.in. ograniczenia możliwości nabywania obligacji przez klientów detalicznych, które weszły w życie 29 września 2023 roku[1087]. Powyższy problem powinien być przedmiotem dyskusji na forum UE.

3. **Ograniczenia cywilnoprawnego opisu wykonywania zleceń**. Polska regulacja cywilnoprawna usługi wykonywania zleceń powstała w okresie, kiedy usługa ta dotyczyła handlu giełdowego oraz w alternatywnym systemie obrotu. Ukształtowała się wokół dyskusji o zleceniu maklerskim[1088]. Owocna byłaby ponowna analiza cywilnoprawna tego zagadnienia uwzględniająca rozszerzenie spektrum usługi o internalizację zleceń i inne formy wykonywania zlecenia poza systemem obrotu[1089]. *Prima facie* przepisy o komisie mogłyby znaleźć odpowiednie zastosowanie nie tylko w przypadku transakcji dokonywanych w

[1085] *Ibidem*,
[1086] Art. 16 ust. 3, art. 23 ust. 1-3 i art. 25 ust. 3 MIFID II,
[1087] Druk sejmowy Sejmu IX kadencji nr 3381..., s. 191-193 uzasadnienia,
[1088] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), *System...*, 2018, s. 148-160,
[1089] G. Ferrarini, F. Recine, *The Mifid...*, s. 236-240,

obrocie zorganizowanym (art. 73 ust. 4 pkt 2 Ustawy o obrocie), ale wszystkich transakcji, w których firma inwestycyjna występuje jako zastępca pośredni.

Ponadto w polskiej doktrynie i orzecznictwie ograniczona jest dyskusja dotycząca kwalifikacji cywilnoprawnej wykonywania zleceń poprzez zawarcie umowy sprzedaży pomiędzy firmą inwestycyjną, a klientem[1090]. Art. 73 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie nakazuje stosować do umowy o wykonywanie zleceń przepisy KC o zleceniu. Zlecenie z KC wykonywane jest zasadniczo w formie zastępstwa pośredniego i zastępstwa bezpośredniego[1091]. Nie znalazłem wskazań pozwalających na przyjęcie, że zleceniem z KC jest także umowa sprzedaży zawarta bezpośrednio pomiędzy zleceniodawcą, a zleceniobiorcą. Mowa tu o sprzedaży, która nie zachodzi w sposób określony w art. 108 KC, ale o umowie sprzedaży zawartej bez udziału zastępcy bezpośredniego i zastępcy pośredniego. W prawie niemieckim pogląd większościowy uznaje, że w taki stanie faktyczny należy kwalifikować jako połączenie umowy sprzedaży (*Kaufvertrag*) i obowiązków publicznoprawnych. Pogląd mniejszościowy zakłada połączenie dwóch konstrukcji cywilnoprawnych: umowy sprzedaży (*Kaufvertrag*) i umowy prowadzenia cudzych spraw (*Geschäftsbesorgungsvertrag*)[1092].

[1090] K. Zacharzewski [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów..., s.1222-1226,
[1091] P. Machnikowski [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), Kodeks..., komentarz do art. 734 Nb. 16-20, L. Ogiegło [w:] J. Rajski (red.), Prawo..., s. 622,
[1092] D.-F. Lange [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 990-991,

VI. ZAKRES USŁUGI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Rozdział zawiera opis zakresu usługi maklerskiej oferowania instrumentów finansowych. Jest to trzeci z czterech rozdziałów dotyczących opisu wybranych usług maklerskich. Każdy z nich jest uporządkowany w podobny sposób, według zasady „od ogółu do szczegółu", czyli:

1) rozpoczyna się od opisu **odpowiednika usługi maklerskiej w prawie UE**; w niektórych przypadkach część dotycząca prawa UE jest uzupełniana przedstawieniem poglądów brytyjskiego organu nadzoru (FCA) na zakres tej usługi;
2) druga część dotyczy **zakresu usługi maklerskiej w prawie polskim**;
3) trzecia część zawiera **opis odpowiednika usługi maklerskiej w prawie niemieckim** oraz porównanie definicji usługi w prawie polskim i niemieckim;
4) kończy się przedstawieniem najistotniejszych **wniosków**.

1. Oferowanie instrumentów finansowych w prawie Unii Europejskiej

MIFID II, tak samo jak MIFID, nie zawiera definicji usługi oferowania instrumentów finansowych (*placing of financial instruments without a firm commitment basis*). Sama dyrektywa nie zawiera wielu wskazówek, co do treści tej usługi. Wnioski można wyciągać przede wszystkim z nazwy tej usługi inwestycyjnej, jej powszechnego rozumienia na rynku finansowym oraz z wypowiedzi organów UE. Milczenie ustawodawcy unijnego jest jedną z przyczyn trudności interpretacyjnych i rozbieżności implementacyjnych dotyczących tej usługi. Jest to usługa wobec której w pełni znajduje potwierdzenie twierdzenie EBA, że usługi inwestycyjne nie zostały zdefiniowane w sposób ścisły w MIFID[1093].

[1093] EBA, *Report on investment…, s. 18,*

1.1. Pojęcie oferowania instrumentów finansowych, a pojęcie oferty publicznej i oferty

Usługa oferowania instrumentów finansowych z Ustawy o obrocie jest określona w Załączniku nr 1 sekcji A pkt 7 MIFID II jako subemisja instrumentów finansowych bez gwarancji przejęcia emisji. Nazwa ta wywołuje błędne skojarzenie z pojęciem subemisji inwestycyjnej i subemisji usługowej, które występowało w Ustawie o ofercie i Ustawie o obrocie do 30 listopada 2019 r. Pojęcie „subemisji" było krytykowane przez M. Romanowskiego[1094]. Subemisja inwestycyjna i subemisja usługowa zostały zbiorczo zastąpione przez „gwarantowanie emisji". Załącznik nr 1 sekcja A MIFID II jest odwzorowany w art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie z zamienioną kolejnością czynności znajdujących się z pkt 6 i 7 (oferowanie instrumentów finansowych i gwarantowanie emisji). Powoduje to dodatkowe zamieszanie, co do treści tych dwóch punktów.

Pkt 6 i 7 Załącznika nr 1 sekcja A MIFID II – polska wersja językowa	**Pkt 6 i 7 Załącznika nr 1 sekcja A MIFID II – angielska wersja językowa**
6) Gwarantowanie emisji instrumentów finansowych lub subemisja instrumentów finansowych z gwarancją przejęcia emisji; *7) Subemisja instrumentów finansowych bez gwarancji przejęcia emisji;*	*(6) Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis;* *(7) Placing of financial instruments without a firm commitment basis;*

Czynnikiem rozróżniającym te dwie usługi jest „gwarancja przejęcia emisji"[1095].

Ustawodawca unijny używa pojęcia *placing*, które jest najbliższe polskiemu słowu „plasowanie". W prawie polskim podjęta była próba wprowadzenia takiej nazwy usługi[1096]. W dalszej części niniejszego rozdziału będę posługiwał się wymiennie pojęciami oferowania i plasowania instrumentów finansowych. Użycie w Ustawie o obrocie określenia „oferowanie" wydaje się mieć uzasadnienie historyczne. Już w PPOPWFP użyto takiego pojęcia dla określenia jednej z czynności maklerskich. Jest ono

[1094] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System..., 2023, s. 745-746,
[1095] Vide rozdział VII pkt 1.2.,
[1096] Uzasadnienie projektu z dnia 15 lipca 2021 r. ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, 2021, https://legislacja.gov.pl/docs//2/12349203/12803512/12803513/dokument514070.pdf, dostęp 17.02.2023, s. 53,

od tego czasu używane nieprzerwanie w prawie polskim na określenie usługi świadczonej na rzecz emitenta instrumentów finansowych i podmiotu sprzedającego papiery wartościowe w drodze oferty publicznej. Pojęcie „oferowania instrumentów finansowych" budzi błędne skojarzenia z pojęciem oferty publicznej zdefiniowanym w Rozporządzeniu Prospektowym oraz z pojęciem oferty właściwym dla prawa cywilnego. Ma to konsekwencje dla tworzenia prawa w Polsce, kierunków wykładni i powszechnego rozumienia analizowanej usługi.

Nietrafność skojarzenia z pojęciem oferty publicznej można wykazać w szczególności na poziomie tekstów angielskich MIFID II i Rozporządzenia Prospektowego. Rozporządzenie Prospektowe używa określeń „plasowanie" (*placing*) i „oferta publiczna papierów wartościowych" (*offer of securities to the public*) rozdzielnie. *Offer of securities to the public*, *offer to the public* i *offer* są używane licznie z uwagi na przedmiot Rozporządzenia Prospektowego i odnoszą się każdorazowo do czynności podejmowanej przez emitenta (*issuer*) lub oferującego (*offeror*). *Placing* i *placement* występują zaledwie kilka razy i odnoszą się wyłącznie do czynności wykonywanej przez pośrednika finansowego (*financial intermediary*)[1097]. Czynności pośrednika finansowego dzielą się na plasowanie (*placing*) i sprzedaż (*selling*)[1098]. Może to sugerować podział na czynności wykonywane na rzecz emitenta (plasowanie) i innych oferujących (sprzedaż). Pojęcie oferty publicznej (*public offer*, *offer to the public*) występuje w MIFID II tylko raz, w art. 33 ust. 3 lit c, odniesieniu do Rynków rozwoju MŚP. Odnosi się ono do zasad funkcjonowania specyficznych MTFów, jakimi są Rynki rozwoju MŚP, a dokładnie do obowiązku weryfikacji, czy instrumenty finansowe które mają być dopuszczone do obrotu na MTF były przedmiotem prospektu lub innego, właściwego dokumentu informacyjnego w ramach oferty publicznej poprzedzającej dopuszczenie do obrotu. Nie ma ono związku z zakresem usług inwestycyjnych. Pojęcie „placing" jest w MIFID II zarezerwowane dla plasowania (oferowania) instrumentów finansowych oraz plasowania (składania) zleceń (*placing orders*).

Drugim z błędnych skojarzeń jest powiązanie usługi oferowania instrumentów finansowych z pojęciem oferty w jego potocznym znaczeniu albo w znaczeniu cywilnoprawnym. MIFID II licznie posługuje się pojęciem oferty i oferowania (offer).

[1097] Art. 2 lit. d, art. 5 ust. 1, art. 21 ust. 2 lit. b, art. 21 ust. 11 Rozporządzenia Prospektowego,
[1098] Art. 21 ust. 2 lit b i art. 21 ust. 11 Rozporządzenia Prospektowego,

Jednym z przypadków, który może budzić mylne skojarzenia jest określenie roli dystrybutora instrumentów finansowych w związku z procesem zarządzania produktem (*product governance*)[1099]. W polskim prawie kwestie te są regulowane m.in. w art. 83b ust. 9 Ustawy o obrocie oraz w § 36 ust. 11 r.w.s.t.p. Pierwszy z tych przepisów nasuwa skojarzenie z usługą maklerską oferowania instrumentów finansowych:

Firma inwestycyjna, która w ramach prowadzonej działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 i 4, rekomenduje lub oferuje instrument finansowy albo w inny sposób umożliwia nabycie lub objęcie instrumentu finansowego przez grupę docelową, opracowuje, wdraża, stosuje oraz poddaje przeglądowi rozwiązania związane z procesem wykonywania tych czynności, zapewniające, że instrument finansowy oraz strategia dystrybucji będą odpowiednie dla grupy docelowej.

W tym przypadku „oferuje instrument finansowy" nie odnosi się do usługi oferowania instrumentów finansowych, ale do oferowania w rozumieniu potocznym. Art. 24 ust. 2 zd. 2 MIFID II, który odnosi się do tych samych obowiązków brzmi tak:

An investment firm shall understand the financial instruments they offer or recommend, assess the compatibility of the financial instruments with the needs of the clients to whom it provides investment services, also taking account of the identified target market of end clients as referred to in Article 16(3), and ensure that financial instruments are offered or recommended only when this is in the interest of the client.

W starszym polskim piśmiennictwie nazwa usługi oferowania papierów wartościowych z art. 33 PPOPW (poprzednik art. 72 Ustawy o obrocie) budziła wątpliwości natury cywilnoprawnej. Część doktryny podnosiła, że dom maklerski powinien przedstawiać inwestorowi ofertę w rozumieniu art. 66 KC. Taki pogląd nie został zaakceptowany powszechnie. Domy maklerskie co do zasady przedstawiały zaproszenia do składania ofert, a zapis inwestora był ofertą[1100]. Taka praktyka występuje do chwili obecnej.

[1099] ESMA, Guidelines on MiFID II product governance requirements, 2018, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_requirements_0.pdf dostęp 31.01.2022,

[1100] A. Chłopecki [w:] L. Sobolewski (red.), Prawo…, s. 509,

1.2. Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II – klient usługi

Komisja Europejska tak zdefiniowała usługę plasowania instrumentów finansowych:
Placing *is the service provided by an investment firm* ***to an issuer*** *whereby the firm undertakes to place financial instruments with investors on behalf of the issuer. Placing can be carried out either on a firm commitment basis or not depending on the type of commitment that firms undertake towards the issuer. It refers to services provided by the investment firm related to primary market activities associated with the issuance of new instruments (including private equity)*[1101].

Klientem jest zatem emitent. Z uwagi brak istotnych różnic w regulacji usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II powyższe stanowisko jest nadal aktualne. Przemawia za tym Rozporządzenie 565/2017, które określa część obowiązków specyficznych dla tej usługi m.in. odpowiednie zarządzanie konfliktem interesów. Art. 38-43 Rozporządzenia 565/2017 oraz motywy 57-59 wspomnianego rozporządzenia opisują dwie kategorie klientów występujących przy okazji świadczenia usługi plasowania instrumentów finansowych:

- klient będący emitentem (issuer client),
- klienci inwestycyjni (investment clients).

Gdyby występowały inne kategorie klientów w tym procesie (w szczególności oferujący), to unijny ustawodawca uwzględniłby je także w tym miejscu[1102].

KE nazywa zbiorczo usługi oferowania i gwarantowania emisji (underwriting and placing) oraz usługi dodatkowe z Załącznika I Sekcji B pkt (3) i (6) usługami finansowania przedsiębiorstw (*corporate finance*)[1103]. Nazwa *corporate finance* sugeruje, że usługi te są skierowane do przedsiębiorstw (*corporate*), a nie jednostek, inwestorów. Takie same wnioski płyną z literatury fachowej dotyczącej *corporate finance*[1104]. Osoby fizyczne będących znaczącymi akcjonariuszami występują często w roli oferujących. KE

[1101] European Commission, Questions..., s. 1,
[1102] F. Annunziata, Investment..., s. 15-16,
[1103] ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR..., s. 76,
[1104] S. Mahajan, Corporate Finance Theory and Practice in Emerging Economies, 2020, Cambridge University Press, s. 1-19, D. Hillier, S. Ross, R. Westetfield, J. Jaffe, B. Jordan, Corporate Finance, 4th European Edition, 2021, s. 1-17, J. Berk, P. DeMarzo, Corporate Finance, 5th global edition, 2020, s. 31-52,

opisując usługi *corporate finance* pisze o emisji nowych instrumentów finansowych i nie wspomina o ofertach publicznych istniejących instrumentów finansowych[1105]. ESMA analizując usługi „underwriting and placing" odnosi się do emitowania instrumentów finansowych, a nie do ich sprzedaży w ramach oferty publicznej. Używa pojęć „issuer client" (klient będący emitentem) i „investment client" (klient inwestycyjny) włączonych aktualnie do Rozporządzenia 565/2017[1106].

Pewne wątpliwości może budzić stwierdzenie ESMA, że czynności z zakresu oferowania instrumentów finansowych i gwarantowania emisji dotyczą zarówno czynności podejmowanych na rynku pierwotnym, jak i wtórnym[1107]. Mogłoby to sugerować, że usługi nie są świadczone wyłącznie na rzecz emitenta (rynek pierwotny), ale też oferującego, który nie jest emitentem (rynek wtórny). Z uwagi na inne argumenty wymienione powyżej takie rozumienie jest moim zdaniem błędne. Przypuszczam, że stwierdzenie to może się odnosić do czynności firmy inwestycyjnej, która może plasować emisję:

- na rynku pierwotnym, jeżeli transakcja jest zawierana pomiędzy emitentem, a inwestorem za pośrednictwem firmy inwestycyjnej albo
- na rynku wtórnym, jeżeli emitent sprzedaje instrumenty finansowe firmie inwestycyjnej w celu ich uplasowania na rynku.

W Polsce to rozumowanie jest zaburzane przez art. 4 pkt 3 lit. b Ustawy o ofercie, który tworzy fikcję nabycia papieru wartościowego w obrocie pierwotnym od gwaranta emisji[1108]. Przepis ten nie jest wdrożeniem prawa UE, ale jest rozwiązaniem krajowym.

Z powyższych okoliczności można wywnioskować, że polska implementacja usługi oferowania instrumentów finansowych w art. 72 Ustawy o obrocie oraz usługi gwarantowania emisji (art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie) są wadliwe w zakresie w jakim uznają oferującego nie będącego emitentem za klienta tych usług.

Podejście zawarte w art. 72 Ustawy o obrocie, które zakłada, że klientem usługi plasowania instrumentów finansowych jest zarówno emitent, jak i oferujący nie było odosobnione pod rządami MIFID. F. Annunziata uznaje, że emitent stał się wyłącznym

[1105] ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR…, s. 76,
[1106] *Ibidem*, s. 76 – 87,
[1107] *Ibidem*, s. 77,
[1108] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie…, Komentarz do art. 4 pkt 3.4,

klientem usługi plasowania instrumentów finansowych od wejścia w życie MIFID II. Usługa ta jego zdaniem była tradycyjnie powiązana z procesem oferowania instrumentów finansowych i świadczona na rzecz emitenta lub oferującego. F. Annunziata uznaje przepisy oraz motywy Rozporządzenia 565/2017, które odwołują się do emitenta jako klienta usługi, za wyłom w dotychczasowych zasadach[1109]. Na gruncie MIFID CESR stwierdził, że usługi gwarantowania emisji i oferowania instrumentów finansowych (*underwriting and placing*) są świadczone na rzecz emitenta albo posiadacza instrumentów finansowych[1110]. Jest to zaskakujące stanowisko na tle przedstawionych powyżej argumentów. Nie natrafiłem na jego powtórzenie w innych dokumentach organów UE wydanych na gruncie MIFID i MIFID II.

1.3. Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II – czynności podejmowane wobec klienta inwestycyjnego

W kontekście motywu 59 Rozporządzenia 565/2017 można powziąć wątpliwość, że usługa oferowania instrumentów finansowych jest świadczona zarówno na rzecz klienta będącego emitentem, jak i klientów inwestycyjnych. Alternatywą jest objęcie usługą oferowania wyłącznie czynności wykonywanych na rzecz emitenta, a czynności wykonywanych na rzecz inwestora inną usługą maklerską. M. Hobza i A. Vondráčková skłaniają się ku drugiemu z przedstawionych rozwiązań przedstawiając argumenty wypływające z Rozporządzenia w sprawie crowdfundingu. Usługa finansowania społecznościowego z art. 2 ust. 1 lit. a pkt ii Rozporządzenia w sprawie crowdfundingu jest plasowaniem bez wiążącego zaangażowania w rozumieniu załącznika I sekcji A pkt 7 MIFID II oraz przyjmowaniem i przekazywaniem zleceń klientów w rozumieniu załącznika I sekcji A pkt 1 MIFID II w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego. Mając na uwadze wskazanie tych dwóch usług w definicji oraz fakt, że dostawca usług finansowania społecznościowego świadczy usługi na rzecz emitenta (właściciela projektu) i inwestora, usługę świadczoną na rzecz klienta będącego

[1109] F. Annunziata, Investment..., s. 15-16,
[1110] CESR, CESR's Responses to Questions 15-18..., s. 2,

emitentem i na rzecz klienta inwestycyjnego należy kwalifikować odrębnie[1111]. Potwierdza to KE, która uznaje plasowanie instrumentów finansowych za usługą świadczoną na rzecz emitenta[1112] oraz ESMA, która wskazuje że klienci inwestycyjni, są klientami firmy inwestycyjnej w ramach innej usługi inwestycyjnej niż usługa plasowania np. wykonywania zleceń, zarządzania portfelem[1113]. Kwalifikacja tych usług jest przedmiotem innych rozdziałów pracy[1114].

1.4. Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II – czynności informacyjne i marketingowe

Mając na uwadze rozbudowaną definicję usługi oferowania instrumentów finansowych zawartą w art. 72 Ustawy o obrocie uderzający jest brak definicji usługi plasowania instrumentów finansowych bez wiążącego zaangażowania w MIFID II. Dyrektywa zawiera jedynie nazwę usługi. Najbardziej precyzyjne stwierdzenia dotyczące zakresu tej usługi pochodzą ze stanowisk organów UE. Wspomniany wyżej Q&A KE określa, że istotą usługi jest plasowanie instrumentów finansowych inwestorom na rachunek emitenta (*firm undertakes to place financial instruments with investors on behalf of the issuer*)[1115]. Działanie na rachunek (*on behalf*) przypomina konstrukcję agenta (*commercial agency*) znanego z niewiążącego Draft Common Frame of Reference z 2009 r. Zakres działania agenta obejmuje zarówno podejmowanie czynności faktycznych, które mają na celu zawarcie umowy w imieniu zleceniodawcy, jak i zawieranie umów na rachunek zleceniodawcy w jego imieniu i w imieniu własnym (*to negotiate or to conclude contracts on behalf of another party*)[1116]. Ta ostatnia wskazówka interpretacyjna nie jest wiążąca z uwagi na fakt, że Draft Common Frame of Reference był projektem, który nie został ostatecznie przyjęty jako wiążące przepisy UE. Jego

[1111] M. Hobza, A. Vondráčková, The New…, s. 14-15,
[1112] European Commission, Questions…, s. 1,
[1113] ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR…, s. 77,
[1114] Vide rozdział IV pkt 2., 2.7. i 2.8.,
[1115] European Commission, Questions…, s. 1,
[1116] E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 52-54, Study Group on a European Civil Code, Research Group on EC Private Law (Acquis Group), *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Frame of Reference (DCFR)*, 2009, https://www.law.kuleuven.be/personal/mstorme/2009_02_DCFR_OutlineEdition.pdf, dostęp 17.02.2022, IV. E. – 3:101,

celem jest jedynie służenie jako projekt, a nie ostateczna treść aktu prawnego. Ponadto ma on znacznie skromniejsze cele poboczne m.in. cele naukowe, badawcze i edukacyjne, czy służenie jako potencjalne źródło inspiracji[1117]. Działanie „na rachunek" (*on behalf*) jest używane w MIFID i MIFID II przy definiowaniu usługi wykonywania zleceń. Firma inwestycyjna świadcząca usługę plasowania instrumentów finansowych bez wiążącego zaangażowania wykonuje jedynie funkcję "sprzedażową", w której firma inwestycyjna zobowiązuje się sprzedać publiczności instrumenty finansowe osoby trzeciej bez zobowiązania tej firmy do nabycia jakichkolwiek instrumentów, które nie zostaną sprzedane publiczności (*an investment firm performing this activity for another entity actually performs only a 'sales' function in that the investment firm agrees to sell the financial instruments of a third party to the public, without the investment firm having an obligation to buy any of the financial instruments that could not be sold to the public*)[1118]. Nie jest to definicja lecz opis, ponieważ cytowany tekst został przygotowany przez EBA na potrzeby przeglądu schematów ostrożnościowych określonych w CRD IV i CRR, a nie w celu precyzyjnego określenia granic usług maklerskich. Pomimo tego oddaje on sens zbieżny ze wspomnianymi powyżej Q&A KE.

FCA nazywa plasowanie znajdowaniem inwestorów papierów wartościowych (*finding investors for securities*)[1119].

Polska implementacja usługi oferowania wykracza poza ramy określone powyżej, w zakresie, w jakim art. 72 Ustawy o obrocie pozwala na zakwalifikowanie jako usługi oferowania instrumentów finansowych czynności informacyjnych, które nie mieszczą się w ramach szeroko pojmowanego pośrednictwa, czynności „sprzedażowych".

[1117] F. Emmert, The Draft Common Frame of Reference (DCFR) - The Most Interesting Development in Contract Law Since the Code Civil and the BGB, 2012, Researchgate https://www.researchgate.net/publication/25585458 9_The_Draft_Common_Frame_of_Reference_DCFR_-_The_Most_Interesting_Development_in_Contract_Law_Since_the_Code_Civil_and_the_BGB, dostęp 24.07.2023, s. 9-10, Study Group on a European Civil Code, Research Group on EC Private Law (Acquis Group), *Principles…*, s. 3-4,

[1118] EBA, *Report on investment…*, s. 19,

[1119] FCA, PERG…, 13.3, Q22,

1.5. Zakres usługi oferowania instrumentów finansowych w MIFID II – wyłączenie jednostek uczestnictwa spod usługi oferowania instrumentów finansowych

Dystrybucja jednostek uczestnictwa FIO i SFIO przez firmę inwestycyjną nie jest objęta usługą oferowania instrumentów finansowych[1120] chociaż wykazuje duże podobieństwo do oferowania np. certyfikatów inwestycyjnych FIZ. Zdaniem KE nie występuje w tym przypadku plasowanie instrumentów finansowych, ponieważ jednostki funduszy typu UCITS są emitowane w sposób stały, w celu zaspokojenia popytu ze strony nowych inwestorów (*sale of units in an open-ended collective investment scheme where shares are continually being issued to satisfy the demand by new investors, the investment firm does not provide the service of underwriting and/or placing issues in respect of the issuer*)[1121]. Powyższy Q&A jest akceptowany m.in. przez brytyjski FCA[1122].Polskie FIO należą do funduszy typu UCITS[1123]. Obowiązek emitowania jednostek w sposób stały w celu zaspokojenia popytu inwestorów wynika z art. 84 Dyrektywy UCITS. Przeciwieństwem emitowania w sposób stały jest emitowanie instrumentów finansowych w sposób okresowy lub w ograniczonych ilościach. Dotyczy to w szczególności powszechnie występujących na rynku emisji papierów wartościowych w seriach (np. akcje, obligacje).

2. Oferowanie instrumentów finansowych w prawie polskim

Oferowanie instrumentów finansowych jest czynnością maklerską *sensu stricto*[1124]. Jest zdefiniowane w art. 72 Ustawy o obrocie w następujący sposób:

Art. 72. Przez oferowanie instrumentów finansowych rozumie się podejmowanie na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego

[1120] Art. 27 ust. 1 i art. 32 ust. 1 pkt 3 Ustawy o funduszach,
[1121] European Commission, Questions…, s. 16-17,
[1122] FCA, PERG…, 13.3, Q22,
[1123] T. Miziołek, Ewolucja przepisów prawnych dotyczących depozytariuszy na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, RPEiS, rok LXXXIV, zeszyt 2-2022, s. 35,
[1124] W. Kapica, J. Majcher [w:] T. Sójka (red.) Obrót…, Komentarz do art. 72, Nb. 1,

instrument finansowy czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych, przez:

1) prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów lub,

2) pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji, o których mowa w pkt 1, lub

3) prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego informacji w celu:

a) promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub

b) zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych.

Cytowanemu przepisowi brakuje zwięzłości i syntetyczności[1125]. Użyty w pierwszej części art. 72 Ustawy o obrocie zwrot: **podejmowanie (…) czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych** stanowi kluczowy element definicji, który powinien być wykorzystywany przy analizie każdego z trzech punktów art. 72 Ustawy o obrocie[1126]. Znamiona z art. 72 pkt 2 i 3 Ustawy o obrocie stanowią superfluum w zestawieniu z nim. Zachęcanie do nabycia, promowanie nabycia i pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych ze swojej natury są czynnościami prowadzącymi do nabycia instrumentów finansowych. Wspomniany zwrot oddaje istotę oferowania instrumentów finansowych najlepiej spośród określeń użytych przez polskiego ustawodawcę w całej definicji. Niestety to sformułowanie nie było przed 2018 r. używane do określania zakresu usług maklerskich przez co nie ma długiej praktyki interpretacji i stosowania.

[1125] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 643,

[1126] A. Serzysko, Praktyczne stosowanie art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi m.in. w kontekście platform crowdfundingowych, Lex 2022,

2.1. Oferowanie instrumentów finansowych w ramach ofert publicznych i ofert prywatnych

Terminologia używana w art. 72 Ustawy o obrocie pochodzi częściowo z Ustawy o ofercie i Rozporządzenia Prospektowego np. emitent, oferujący. Mogłoby to sugerować, że oferowanie instrumentów finansowych jest ograniczone do przypadków oferty publicznej w rozumieniu art. 2 lit. e Rozporządzenia Prospektowego tzn. do *kierowania komunikatów do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiających wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych (instrumentów finansowych), w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych*. Obecna definicja oferty publicznej literalnie wskazuje, że granicą pomiędzy ofertą publiczną, a tzw. ofertą prywatną jest skierowanie komunikacji do co najmniej dwóch odbiorców. Jeżeli komunikat kierowany jest wyłącznie do jednego odbiorcy, to oferta nie będzie ofertą publiczną w rozumieniu Rozporządzenia Prospektowego[1127]. Pogląd mniejszościowy zakłada, że nie występuje próg liczby inwestorów, do których jest skierowana oferta publiczna, chociaż ograniczony krąg podmiotów powinien przemawiać przeciwko kwalifikacji jako oferta publiczna[1128]. Ustawodawca unijny zmienił Rozporządzeniem Prospektowym definicję oferty publicznej przez likwidację progu liczbowego co najmniej 150 inwestorów, do których powinien być skierowany komunikat. Podział na oferty publiczne i prywatne stracił na znaczeniu praktycznym[1129]. Pomimo to zachowuje aktualność stanowisko, że usługa oferowania

[1127] J. Szewczyk, Publiczne oferowanie papierów wartościowych, MoP 2020, Nr 3, Legalis, J. Róg-Dyrda, Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego, IKAR 2019 nr 7, s. 35, R. Woźniak [w:] K. Osajda (red. serii), J. Dybiński (red. tomu), Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE. Komentarz, Legalis 2022, Komentarz do art. 2, Nb. 44,

[1128] I. Pieczyńska-Czerny, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE. Komentarz, Legalis 2023, Komentarz do art. 2, Nb. 4,

[1129] A. Pietrancosta, A. Marraud des Grottes, Has the Notion of 'Private Offerings' Been Abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?, Bulletin Joly Bourse 01/01/2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3124225, dostęp 08.12.2021, Nb. 6 – 9,

instrumentów finansowych co do zasady znajduje zastosowanie zarówno do ofert publicznych, jak i do ofert prywatnych[1130].

2.2. Klient usługi oferowania instrumentów finansowych

Klientem usługi oferowania instrumentów finansowych jest, wg literalnego brzmienia art. 72 Ustawy o obrocie, emitent papierów wartościowych, wystawca instrumentu finansowego lub oferujący instrument finansowy[1131]. Pojęcia emitenta i oferującego na podstawie odesłań zawartych w Ustawie o obrocie mają znaczenie nadane im w Rozporządzeniu Prospektowym. Emitentem jest zgodnie z art. 2 lit. h Rozporządzenia Prospektowego ***podmiot prawny, który emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe***. Oferującym jest zaś ***podmiot prawny lub osoba fizyczna, która publicznie oferuje papiery wartościowe***. Emitent jest jednocześnie oferującym w przypadku nowych akcji spółki. Jeżeli wraz z nowymi akcjami przedmiotem oferty są także akcje już istniejące, np. akcje należące do głównego akcjonariusza, to będzie występował także co najmniej jeden oferujący, którzy nie jest emitentem[1132]. Wystawcą jest *podmiot wystawiający we własnym imieniu* ***instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi*** *i uprawniony lub zobowiązany z tych instrumentów finansowych[1133].* Słaba jakość legislacji art. 72 Ustawy o obrocie, w tym wadliwość odesłania do Rozporządzenia Prospektowego, jest widoczna w pojęciach emitenta, oferującego i wystawcy. Emitent i oferujący są definiowani w Rozporządzeniu Prospektowym przez odniesienie do pojęcia papieru wartościowego charakterystycznego dla Rozporządzenia Prospektowego. Obejmuje ono zbywalne papiery wartościowe w rozumieniu MIFID II z wyłączeniem instrumentów rynku pieniężnego. MIFID II i Ustawa o obrocie odnoszą się do instrumentów finansowych. Polski ustawodawca stara się „załatać" tą rozbieżność posługując się w art. 72 Ustawy

[1130] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.3, A. Lichosik, Rozdział XXIV..., § 3,
[1131] D. Nowalińska, W. Pietrzyk, M. Wojciechowski, Prawa..., s. 24,
[1132] D. Busch, The influence of the EU prospectus rules on private law, Capital Markets Law Journal, 2021, Vol. 16, no. 1, https://academic.oup.com/cmlj/article/16/1/3/6032812?login=true, dostęp 5 stycznia 2022, s.5,
[1133] art. 3 pkt 12 Ustawy o obrocie,

o obrocie doprecyzowanymi definicjami: „emitent papierów wartościowych", „wystawca instrumentu finansowego" i „oferujący instrumentu finansowego".

W polskiej doktrynie nie jest kwestionowany katalog klientów usługi oferowania instrumentów finansowych określony w art. 72 Ustawy o obrocie[1134].

Działanie „na rzecz" jest równoznaczne z używanymi przez ustawodawcę określeniami „działanie na rachunek" i „działanie dla". Określenia te odnoszą się do stosunku wewnętrznego, pomiędzy dającym zlecenie, a pośrednikiem i określają, komu mają przypaść ewentualne korzyści oraz komu mają zostać przypisane straty. Działalność na rzecz może, ale nie musi, wiązać się z uprawnieniem dla pośrednika do działania w imieniu zleceniodawcy[1135].

Objęcie usługą oferowania instrumentów finansowych oferującego niebędącego emitentem, działającego na rynku wtórnym, generuje trudności w oddzieleniu usługi oferowania instrumentów finansowych od usługi wykonywania zleceń i PPZ. Problem ten został uwypuklony po wejściu w życie Rozporządzenia Prospektowego i Ustawy wdrażającej Rozporządzenie Prospektowe. Do tego czasu za oferowanie instrumentów finansowych uznawano głównie pośrednictwo w ofercie publicznej[1136], a pośrednictwo na rynku wtórnym w poszukiwaniu nabywcy dla papieru wartościowego przy ograniczonej liczbie adresatów oferty (do 149 osób) było raczej kwalifikowane jako usługa świadczona na rzecz inwestora: wykonywanie zleceń albo PPZ[1137]. Od czasu wejścia w życie Rozporządzenia Prospektowego ofertą publiczną stało się kierowanie komunikacji sprzedażowej do więcej niż jednej osoby, co zburzyło wcześniejszy kruchy i rzadko komunikowany jednoznacznie podział. Zmiana w podejściu do granicy usług oferowania i PPZ oraz wykonywania zleceń nie była komunikowana przez

---

[1134] J. Szewczyk [w:] K. Osajda (red. serii), J. Dybiński (red. tomu), Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z 7.10.2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937. Komentarz, Legalis 2024, komentarz do art. 2 Nb. 9-10.3, A. Zagajewska, Ustawa…, Komentarz do art. 72 Nb. 1, W. Kapica, J. Majcher [w:] T. Sójka (red.) Obrót…, Komentarz do art. 72, Nb. 1, M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 729 – 739, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 72 Nb. 2,

[1135] E. Rott-Pietrzyk [w:] J. Rajski (red.), Prawo…, s. 816; E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 82,

[1136] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 643 – 653, P. Zapadka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2014, Komentarz do art. 72 Nb. 7, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2018, Komentarz do art. 72 Nb. 4,

[1137] Uzasadnienie projektu z dnia 15 lipca 2021 r. ustawy…, s. 53

ustawodawcę w uzasadnieniu do Ustawy wdrażającej Rozporządzenie Prospektowe[1138]. Problem został dostrzeżony po czasie. W pierwszej kolejności stworzony został projekt zmiany art. 72 Ustawy o obrocie, który miał pojęcie oferowania zamieniać na plasowanie. W uzasadnieniu tego projektu wskazano, że rozszerzenie usługi oferowania na przypadki obrotu wtórnego w ramach dawnej oferty prywatnej nie było zamiarem ustawodawcy[1139]. Projekt ten nie został ostatecznie skierowany do prac w Sejmie RP. Po zarzuceniu prac nad projektem została wydana aktualizacja stanowiska UKNF dotyczącego usługi oferowania instrumentów finansowych. UKNF stwierdził, że w przypadku ofert publicznych przy których pośrednictwo firmy inwestycyjnej nie jest obowiązkowe (art. 19 ust. 1 pkt 2 Ustawy o obrocie) możliwa jest kwalifikacja usługi świadczonej na rzecz oferującego zarówno jako PPZ, jak i jako oferowanie instrumentów finansowych. UKNF stwierdził, że zakresy tych usług w tym przypadku pokrywają się. Jednocześnie przyznał, że *firma inwestycyjna działająca na rzecz oferującego (właściciela papierów wartościowych), w zależności od zakresu czynności, które zamierza wykonywać, może zdecydować, czy działania podejmowane na rzecz zbywcy będą wykonywane w ramach usługi oferowania papierów wartościowych, czy przyjmowania i przekazywania zleceń*[1140]. Stanowisko jest wewnętrznie sprzeczne. Z jednej strony wskazuje na częściowo pokrywające się zakresy usług i brak jasnych granic, a z drugiej wskazuje, że zakres usług jest istotny przy decydowaniu przez firmę inwestycyjną o kwalifikacji. Rozwiązanie tego problemu leży w prawie UE. Oferujący nie powinien być klientem usługi oferowania[1141].

2.3. Oferowanie instrumentów finansowych jako usługa

Oferowanie instrumentów finansowych jest usługą maklerską, odbiciem w polskim prawie usługi inwestycyjnej z MIFID II. Każda usługa inwestycyjna, a także usługa

[1138] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 3755, Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=3755 dostęp 08.08.2023, s. 79 uzasadnienia,
[1139] Uzasadnienie projektu z dnia 15 lipca 2021 r. ustawy..., s. 53, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 72 Nb. 5,
[1140] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 12-14,
[1141] vide rozdział VI pkt 1.2.,

maklerska, zawiera w sobie element usługowy związany ze świadczeniem na rzecz klienta[1142]. Oznacza to, że samodzielne wykonywanie przez emitenta czynności informacyjnych określonych w art. 72 pkt 1 i 3 Ustawy o obrocie, jak również samodzielne zbywanie emitowanych akcji, obligacji lub innych instrumentów finansowych nie będzie stanowiło wykonywania czynności maklerskiej oferowania instrumentów finansowych.

Emitentem instrumentów finansowych może być też sama firma inwestycyjna, która będzie prowadziła również dystrybucję emitowanych instrumentów do podmiotów trzecich (*self-placement*). W takim przypadku nie dochodzi do świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych, ponieważ brak jest dwóch podmiotów: emitenta i firmy inwestycyjnej. Takie przypadki są kwalifikowane jako wykonywanie zleceń połączone ze zbywaniem instrumentów na rachunek własny[1143] zgodnie z art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie.

2.4. Historyczny kontekst zmiany art. 72 Ustawy o obrocie w 2018 r.

Ustawa wdrażająca MIFID II istotnie przebudowała definicję usługi oferowania instrumentów finansowych. Zmiany w art. 72 dokonane przez tą ustawę nie wynikały z przepisów MIFID II[1144]. W poprzednim stanie prawnym definicja ta była bardziej ogólna i odnosiła się do umowy o oferowanie instrumentów finansowych[1145]. Jej przesłanki ograniczały się do **pośrednictwa w proponowaniu nabycia instrumentów finansowych oraz pośrednictwa w ich zbywaniu**. Ten trzon definicji był niezmienny od wejścia w życie Ustawy o obrocie do 21 kwietnia 2018 r.

Przepis w brzmieniu sprzed 21 kwietnia 2018 r. był wykładany na dwa różne sposoby. Część doktryny twierdziła, że pośrednictwo w proponowaniu nabycia zawiera w sobie nie tylko pośrednictwo w zbywaniu instrumentów finansowych, ale także wykonywanie niektórych czynności informacyjnych np. promocja proponowanych instrumentów

[1142] vide rozdział I pkt 2.1.,
[1143] L. Enriques, M. Gargantini, The Expanding…, s. 17-20,
[1144] Najwyższa Izba Kontroli, Informacja…, s. 63,
[1145] E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 2,

finansowych, czy nakłanianie inwestora do nabycia instrumentów finansowych[1146]. Drugi pogląd zakładał, że proponowanie nabycia z dawnego art. 72 Ustawy o obrocie powinno być interpretowane w kontekście pojęcia proponowania nabycia i propozycji nabycia z art. 33-35 Ustawy o obligacjach. Proponowaniem nabycia obligacji nie powinno być przekazywanie dowolnych informacji reklamowych, ale przedstawienie propozycji nabycia obligacji[1147]. Drugi pogląd pozwalał na prowadzenie działalności promocyjnej emitowanych instrumentów finansowych bez konieczności uzyskania zezwolenia na świadczenie usługi maklerskiej oferowania instrumentów finansowych. W świetle drugiego poglądu zmiana definicji oferowania instrumentów finansowych dokonana Ustawą wdrażającą MIFID II była istotną zmianą jakościową rozszerzającą zakres usługi[1148].

Dość ogólny przepis odnoszący się do zawartości umowy oferowania instrumentów finansowych został zamieniony na kazuistyczną definicję usługi oferowania instrumentów finansowych. Wydaje się, że zmiana art. 72 Ustawy o obrocie stanowi spełnienie co najmniej części postulatów formułowanych przez M. Kurzajewskiego[1149]. Uzasadnienie projektu Ustawy wdrażającej MIFID II wskazywało jedynie, że analizowana zmiana została wprowadzona w celu uniknięcia wątpliwości interpretacyjnych[1150]. UKNF ujawnił, że zaostrzenie art. 72 Ustawy o obrocie nastąpiło z jego inicjatywy. Urząd zidentyfikował praktykę rynkową niektórych podmiotów nieregulowanych polegającą na prezentowaniu potencjalnym nabywcom wybiórczych informacji o oferowanych instrumentach finansowych zachęcających do inwestycji. Jednocześnie nie była przedstawiana konkretna oferta nabycia. Zdaniem UKNF *efekt tej aktywności sprowadzał się de facto do działalności polegającej na oferowaniu instrumentów finansowych czyli czynności polegających na pośrednictwie w pozyskiwaniu kapitału na rzecz emitenta poprzez przedstawianie takich informacji, które miały skłonić inwestora do nabycia instrumentów finansowych (np. obligacji emitowanych w drodze oferty niepublicznej).* W celu wyeliminowania tej praktyki prowadzonej przez podmioty

[1146] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), Komentarz…, Komentarz do art. 72, Nb. 4,
[1147] J. Róg-Dyrda, Oferowanie…, s. 29-30,
[1148] Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 17 czerwca 2020 r., VI SA/Wa 1847/19, LEX nr 3162412,
[1149] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3,
[1150] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191…, s. 22 uzasadnienia,

nieregulowane UKNF uznał za zasadne wprowadzenie definicji usługi oferowania instrumentów finansowych, która będzie obejmowała swoim zakresem powyższe czynności[1151]. W późniejszych wypowiedziach Zastępca Przewodniczącego KNF stwierdził nawet, że *oferowaniem klientom detalicznym [do 2018 r.] różnych instrumentów finansowych, także obligacji, mogły zajmować się firmy, które nie posiadały zezwolenia komisji*[1152]. Jest to moim zdaniem kontrowersyjne stanowisko w świetle pierwszej z interpretacji dawnego art. 72 Ustawy o obrocie przytoczonej powyżej.

Komunikat UKNF pokazuje słabość procesu legislacyjnego, w którym przedstawiane są jedynie zdawkowe uzasadnienia projektów ustaw. Cel zmiany został de facto podany przez UKNF w komunikacie[1153], a nie przez ustawodawcę w uzasadnieniu. § 12 pkt 1 Zasad techniki prawodawczej wymaga aby uzasadnienie projektu ustawy zawierało *przedstawienie możliwości podjęcia alternatywnych w stosunku do uchwalenia projektowanej ustawy środków umożliwiających osiągnięcie zamierzonego celu, ze wskazaniem, czy środki te zostały podjęte, a w przypadku ich podjęcia - przedstawienie osiągniętych wyników*. W analizowanym przypadku brak jest takich elementów w uzasadnieniu projektu ustawy[1154]. Nie zawiera ich także komunikat UKNF[1155]. Istniały interpretacje dawnego art. 72 Ustawy o ofercie, które pozwalały na przyjęcie, że działalność promocyjna stanowiła czynność oferowania instrumentów finansowych[1156]. Kluczowa była interpretacja istniejących przepisów. UKNF stwierdził jedynie, że występowała praktyka rynkowa, ale nie wspominał np. o praktyce orzeczniczej, czy administracyjnej. Nie przedstawił w uzasadnieniu alternatywy do uchwalenia ustawy np. podjęcia działań organów państwa w celu zwalczania takiej praktyki w tym sformułowania stanowiska UKNF w tej sprawie. Przy okazji tak istotnych zmian, jak definicje usług maklerskich powinna być przeprowadzona szczegółowa analiza, dlaczego dotychczasowe przepisy nie są wystarczające dla zapewnienia bezpieczeństwa obrotu. Brak takiego uzasadnienia można uznać też za uchybienie art.

[1151] UKNF, *Komunikat Urzędu…*,
[1152] Wypowiedzi Zastępcy Przewodniczącego KNF R. Mikusińskiego…,
[1153] UKNF, *Komunikat Urzędu…*,
[1154] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191…, s. 22 uzasadnienia,
[1155] UKNF, *Komunikat Urzędu…*,
[1156] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), Komentarz…, Komentarz do art. 72, Nb. 4,

34 ust. 2 pkt 1 – 3 Regulaminu Sejmu, który wymaga, żeby uzasadnienie projektu ustawy zawierało:

1) wyjaśnienie potrzeby i celu wydania ustawy,

2) przedstawienie rzeczywistego stanu w dziedzinie, która ma być unormowana,

3) wykazanie różnicy pomiędzy dotychczasowym a projektowanym stanem prawnym.

Takie naruszenia stanowią usterki ograniczające dostęp obywateli do informacji[1157].

Na marginesie wspomnę, że pojęcie „proponowanie nabycia" ma szerszy historyczny kontekst. W PPOPWFP i PPOPW publiczny obrót papierami wartościowymi był definiowany przy użyciu określenia „proponowanie nabycia lub nabywanie (...) papierów wartościowych (...)". To pojęcie doczekało się licznych opracowań doktrynalnych[1158]. Zwracano uwagę, że pojęcie propozycji nabycia występujące w ówczesnych przepisach regulujących emitowanie obligacji jest podobne do proponowania nabycia z PPOPW. Szczegółowa regulacja treści propozycji nabycia obligacji mogła mieć wpływ co najwyżej na pojęcie proponowania nabycia w przypadkach, gdy była skierowana indywidualnie, bez pomocy środków masowego przekazu adresata i do oznaczonego adresata[1159]. Ustawodawca stara się miejscami korzystać z pojęć historycznie używanych w polskim prawie rynku kapitałowego przy wdrażaniu dyrektyw UE. Pojęcie „publicznego obrotu papierami wartościowymi" było polskim rozwiązaniem, które nie miało bezpośredniego odpowiednika w prawie UE. Jest wątpliwe, czy to właściwy sposób wdrażania dyrektyw, który zapewnia zgodność z prawem UE.

2.5. Czynności informacyjne jako element usługi oferowania instrumentów finansowych

Aktualna definicja usługi oferowania instrumentów finansowych odnosi się nie tylko do czynności pośrednictwa, lecz również do niektórych czynności informacyjnych. Pkt 1 i 3 artykułu 72 Ustawy o obrocie dotyczą prezentowania informacji udostępnianych

[1157] J. Olszewski, Obowiązki..., s. 178-182, 184-185 i 193,

[1158] Przykładowo: M. Michalski [w:] M. Bączyk, M. H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, Papiery..., s. 649-663,

[1159] G. Domański [w:] L. Sobolewski (red.), Prawo..., s. 101,

przez emitenta, wystawcę lub oferującego[1160]. Prezentowanie informacji, które nie zostały udostępnione przez te podmioty nie mieści się w zakresie usługi oferowania instrumentów finansowych. Pojęcie udostępnienia jest szerokie. Nie wymaga formalnego przekazania informacji osobie prezentującej, lecz wyłącznie skorzystania przez osobę prezentującą z informacji pochodzących od emitenta, wystawcy lub oferującego[1161] np. wykorzystania informacji zawartych na stronie internetowej emitenta lub w dokumentach informacyjnych, w tym w prospekcie.

Art. 72 pkt 3 Ustawy o obrocie odnosi się do prezentowania informacji indywidualnie oznaczonym adresatom. Pojęcie zindywidualizowanych informacji (zindywidualizowanego przekazu) jest rozumiane jako sposób zaadresowania danej informacji i wybór kanału komunikacji. Umieszczenie informacji na ogólnodostępnej stronie internetowej nie powinno być kwalifikowane jako zindywidualizowany przekaz w przeciwieństwie do przesłania informacji marketingowych na adres poczty elektronicznej (nawet w przypadku szablonowej korespondencji masowej), bezpośredniej rozmowy telefonicznej z adresatem marketingu, czy bezpośredniej rozmowy osobistej[1162]. Zindywidualizowanym przekazem jest także spotkanie osobiste, kontakt telefoniczny, kontakt w zamkniętych grupach na portalach społecznościowych (w przypadku, gdy wymogiem uczestnictwa jest zaproszenie od członka grupy)[1163]. Poza indywidualizacją przekazu dla wypełniania przesłanki oferowania instrumentów finansowych niezbędne jest by przekaz ten promował lub zachęcał bezpośrednio lub pośrednio do nabycia instrumentów finansowych. Promowanie ma na celu zwiększenie popularności określonego produktu[1164], natomiast zachęcanie jest nakłanianiem, przekonywaniem[1165] do nabycia instrumentu finansowego.

[1160] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Prawo…, s. 13-14,
[1161] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2019, s. 5,
[1162] UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zarządzania produktowego, 2021, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_zarzadzania_produktowego_72596.pdf, s. 11-12, A. Serzysko, Praktyczne…,
[1163] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 15-16,
[1164] Wydawnictwo Naukowe PWN, Słownik języka polskiego PWN, https://sjp.pwn.pl/slowniki/promowa%C4%87.html, dostęp 24.07.2023,
[1165] Słownik języka polskiego PWN, https://sjp.pl/zach%C4%99ca%C4%87 dostęp 24.07.2023,

2.6. Ograniczenie marketingu ofert publicznych przez zmianę definicji usługi oferowania instrumentów finansowych

W tej części staram się pokazać, że istnieje różnica pomiędzy działalnością marketingową i działalnością sprzedażową, która wydaje się zacierać w art. 72 ust. 1 Ustawy o obrocie. Art. 72 pkt 1 Ustawy o obrocie dotyczy prezentowania informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia w dowolnej formie i w dowolny sposób. Takie informacje powinny stanowić *wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu instrumentów finansowych*. Pojęcie *wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o nabyciu instrumentów finansowych* jest zaczerpnięte z przepisów dotyczących oferty publicznej i prospektu. W doktrynie wskazuje się często, że informacje o cenie instrumentów finansowych są elementem, który ma istotne znaczenie dla potwierdzenia tej przesłanki[1166]. R. Woźniak wskazuje, że cena nie jest konieczna, ponieważ w części ofert cena nie jest określana w prospekcie, ale może być określona później. Podaje on jako elementy konieczne informację o papierze wartościowym, warunki nabycia i planowanej oferty[1167]. UKNF w stanowisku z 2022 r. określił, że kluczowymi informacjami w kontekście omawianej przesłanki są rodzaj instrumentu finansowego, którego dotyczy oferta, cena instrumentu finansowego (także określona w formie tzw. widełek), oraz osoba emitenta (także przez wskazanie branży). UKNF dodał, że w niektórych przypadkach wystarczające może być mniej informacji, w szczególności, gdy w przestrzeni publicznej znajdują się informacje, których brak w przekazie[1168]. Takie stwierdzenie sugeruje, że publikacja przez osobę inną niż emitent niemal każdego przekazu marketingowego dotyczącego oferty publicznej wymagającej sporządzenia prospektu wymaga uzyska zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy o obrocie, ponieważ brakujące informacje są co do zasady opublikowane w prospekcie.

[1166] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.3, M. Wierzbowski, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2018, Komentarz do art. 3, Nb. 2, A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie..., Komentarz do art. 3,

[1167] R. Woźniak [w:] K. Osajda (red. serii), J. Dybiński (red. tomu), Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 2017/1129..., Komentarz do art. 2, Nb. 41,

[1168] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 8-9,

Od czasu wydania pierwszego stanowiska dotyczącego definicji usługi oferowania instrumentów finansowych w 2019 roku pojawiają się liczne reklamy ofert publicznych na portalach branżowych np. stooq.pl, czy stockwatch.pl. Jednocześnie nie spotkałem się z informacją o postępowaniach karnych z art. 178 Ustawy o obrocie prowadzonych przeciwko podmiotom prowadzącym te portale. Informacja taka powinna się co do zasady pojawić na liście ostrzeżeń publicznych KNF, jeżeli to KNF kierowałby zawiadomienie o możliwości popełnienia przestępstwa (art. 6b Ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym)[1169]. Zakładam, że istnieje wyłączenie, które pozwala na prowadzenie takiej działalności, które jest uznawane przez UKNF. Można wyobrazić sobie kilka uzasadnień m.in.:

- uznanie, że wynajem powierzchni reklamowej przez emitenta na stronie internetowej nie stanowi świadczenia usługi maklerskiej,
- zawarcie umowy przez właściciela strony internetowej (serwis informacyjny) z firmą inwestycyjną świadczącą usługę oferowania instrumentów finansowych, a nie z emitentem (działanie na rzecz firmy inwestycyjnej, a nie emitenta),
- art. 79 ust. 2b Ustawy o obrocie, który określa, że firma inwestycyjna może powierzyć czynności pozyskiwania klientów lub potencjalnych klientów usług maklerskich, w tym informowania o zakresie usług maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną lub o instrumentach finansowych będących ich przedmiotem podmiotowi innemu niż agent firmy inwestycyjnej lub firma inwestycyjna, jeżeli w ramach ich wykonywania informacje przekazywane są jednocześnie do szerokiej grupy klientów lub potencjalnych klientów firmy inwestycyjnej, albo do nieokreślonego adresata.

Jeżeli istnieje takie wyłączenie, to nie jest ono przedmiotem oficjalnych stanowisk UKNF[1170]. Problem relacji pomiędzy art. 79 ust. 2b Ustawy o obrocie, a art. 72 pkt 1 Ustawy o obrocie nie został zbadany w doktrynie, ani w publicznie dostępnych stanowiskach UKNF. Jest to kwestia kłopotliwa, ponieważ art. 72 i art. 79 ust. 2b Ustawy o obrocie stanowią rozwiązania krajowe, niebędące implementacją MIFID II. Dlatego należy w pierwszym kroku badać ich zgodność z prawem UE, a dopiero w drugim relację pomiędzy nimi. W kontekście powyższych niejasności UKNF powinien przeanalizować

[1169] KNF, Lista ostrzeżeń publicznych KNF, https://www.knf.gov.pl/dla_konsumenta/ostrzezenia_publiczne, dostęp 02.03.2023,
[1170] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022,

ponownie swoje stanowisko uzupełnić niewyartykułowane wyjątki albo podjąć bardziej zdecydowane środki celem egzekwowania przepisów, których wykładnię przedstawił.
Konsekwencją objęcia czynności informowania o ofercie publicznej zakresem usługi z art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy o obrocie jest nałożenie ograniczenia administracyjnego na reklamy związane z ofertą instrumentów finansowych[1171]. Jeżeli czynność reklamowa wypełnia przesłanki art. 72 pkt 1 lub 3 Ustawy o obrocie wymagane jest dokonywanie tej czynności za pośrednictwem firmy inwestycyjnej lub innego uprawnionego podmiotu (przymus maklerski)[1172]. Jest to dodatkowe ograniczenie administracyjne przekazu reklamowego ofert publicznych obok art. 22 Rozporządzenia Prospektowego, który określa zasady prowadzenia reklamy oferty publicznej.
Przy wykładni definicji usługi oferowania instrumentów finansowych nie można zapominać, że wzorzec tej usługi wynikający z prawa UE zakłada że jest to usługa, która odnosi się do pośrednictwa i czynności „sprzedażowych" [1173], a nie informacyjnych.

2.7. Ograniczenie działalności sporządzania rekomendacji i analiz przez zmianę definicji oferowania instrumentów finansowych

Rozszerzenie definicji oferowania instrumentów finansowych na czynności informacyjne może prowadzić do narażenia na sankcje podmiotów prowadzących dotychczas legalną działalność, które nie posiadają zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 6. Pierwszy przypadek to podmioty prowadzące działalność marketingową, co zostało opisane powyżej. Kolejnym przykładem jest sporządzanie analiz inwestycyjnych i rekomendacji. Jest to działalność z art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy o obrocie. Jej prowadzenie nie wymaga zezwolenia KNF, o ile jest ona wykonywana przez podmiot, który nie świadczy żadnej z usług maklerskich określonych w art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie[1174]. Możliwy do wyobrażenia jest przypadek, w którym podmiot nieposiadający zezwolenia z art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy

[1171] J. Róg-Dyrda, Oferowanie..., s. 30-31, UKNF, Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania..., 2019, s. 6-7,
[1172] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 7-8,
[1173] vide rozdział VI pkt 1.4.,
[1174] M. Fedorowicz [w:] T. Sójka (red.) Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz, 2022, Lex,, Komentarz do art. 69 Nb. 2, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...*, 2023, Komentarz do art. 69 Nb. 8,

o obrocie sporządza analizę akcji spółki, której oferta publiczna trwa w momencie udostępnienia analizy. Korzysta on przy sporządzaniu analizy z opublikowanego prospektu, tzn. z materiałów udostępnionych przez emitenta, w celu pozyskania danych finansowych spółki i innych informacji cenotwórczych. W sporządzanej analizie cena ofertowa akcji porównywana jest z ceną akcji innych spółek działających w podobnej branży w kontekście wskaźników typu cena/zysk operacyjny, cena/wartość księgowa. Z rzetelnej analizy wynika, że cena akcji oferowanych jest korzystna względem ceny rynkowej akcji porównywanych spółek. Na końcu sporządzanej analizy umieszczono rekomendację „kupuj". Analiza wraz z rekomendacją została wysłana w trakcie trwania oferty do odbiorców newslettera oraz opublikowana na stronie internetowej podmiotu sporządzającego analizę. Można sobie wyobrazić, że podmiot sporządziłby wspomnianą analizę na zlecenie emitenta i otrzymał za nią wynagrodzenie. Wynagrodzenie miałoby charakter opłaty stałej (niepowiązanej z wpływami z oferty), a emitent nie miałby wpływu na treść analizy, ani nawet wglądu do niej przed publikacją. Do wejścia w życie Ustawy wdrażającej MIFID II powyższe czynności zostałyby zakwalifikowane jako czynność z art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy o obrocie. Literalna wykładnia art. 72 Ustawy o obrocie generuje ryzyko zakwalifikowania opisanego stanu faktycznego jako oferowania instrumentów finansowych.

Gdyby z powyższego stanu faktycznego usunąć zlecenie emitenta i wynagrodzenie to wykluczona zostałaby przesłanka działania **„na rzecz emitenta"**. Nie jest pewnym, jak interpretować pojęcie **„czynności prowadzące do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych"**. Literalne brzmienie przepisu nie rozstrzyga, czy czynności powinny bezpośrednio, czy też pośrednio prowadzić do nabycia instrumentów finansowych. Nie rozstrzyga też, czy podmiot podejmujący te czynności musi działać z zamiarem doprowadzenia do nabycia instrumentów finansowych przez inwestorów. UKNF w swoim stanowisku odnosi się dość oszczędnie do tej przesłanki. Określa ją jako cel podmiotu świadczącego usługę i posługuje się nią by wykluczyć działalność edukacyjną i informacyjną z zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych[1175]. Wydaje się, że jest to przesłanka, która mogłaby pozwolić na wyłączenie sporządzania rekomendacji i analiz spod reżimu oferowania. Kwestia ta

[1175] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 5 i 10,

powinna być analizowana ad casum, ponieważ wyobrażam sobie możliwość sporządzenia i opublikowania rekomendacji, która w skrajnie dobrym świetle stawia instrumenty finansowe emitenta pomimo braku argumentów, a jednocześnie sporządzający jest wynagradzany za jej sporządzenie prowizją od sprzedaży np. przez określenie procentowego udziału we wpływach z emisji. W takim przypadku można mieć wątpliwości, czy jego celem jest wyłącznie działalność informacyjna, czy także sprzedażowa. Słabością tej interpretacji jest fakt, że przepis literalnie nie zawiera typowych znamion używanych przez ustawodawcę przy określaniu intencji działającego np. „w celu", „z zamiarem" etc., ale używa bardziej zobiektywizowanego określenia „czynności prowadzące do". W związku z tym trudno w chwili obecnej jednoznacznie wykluczyć albo potwierdzić, czy publikacja pozytywnej rekomendacji lub analizy i przekazanie jej do publicznej wiadomości oraz konkretnych adresatów wypełnia znamię "czynności prowadzące do nabycia instrumentów finansowych". Pozostałe przesłanki z art. 72 pkt 1 i pkt 3 Ustawy o obrocie są spełnione z uwagi na przekazanie komunikacji zarówno do **indywidualnie oznaczonych adresatów** (korespondencja mailowa z treścią analizy do odbiorców newslettera), jak i **do nieoznaczonego adresata** przez publikację analizy i rekomendacji na stronie internetowej. Informacje zawarte w analizie poza komentarzami podmiotu sporządzającego rekomendację zawierają **dane i wiadomości udostępnione przez emitenta**. Jeżeli nie weźmiemy pod uwagę strony podmiotowej (intencji działającego), to trudno znaleźć argumenty przeciwko zakwalifikowaniu opisanych wyżej działań jako **promowania instrumentów finansowych**, a nawet **zachęcania do ich nabycia**. Z obiektywnego punktu widzenia przekazanie rekomendacji pozytywnej w czasie trwania oferty niewątpliwie promuje instrumenty finansowe, a nawet zachęca do ich nabycia. Analiza zawiera dane emitenta, informacje o cenie akcji, a nawet porównanie jej do ceny akcji spółek z branży. Z tego powodu spełniona jest przesłanka **„informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów"**. Ponadto analiza jest przekazywana w trakcie trwania oferty publicznej (a nie do przyszłej oferty) przez co trudno argumentować, że nie dochodzi do oferowania z uwagi

na fakt, że czynność nie może prowadzić do nabycia instrumentów finansowych a przekazywane informacje nie są wystarczająco precyzyjne[1176].

Na możliwość zastosowania art. 72 Ustawy o obrocie do podmiotów sporządzających analizy inwestycyjne zwrócił nawet uwagę UKNF, który jednoznacznie wyraził się przeciwko takiej kwalifikacji usługi sporządzania analiz. Po pierwsze wskazał, że działalność w zakresie analiz nie jest wykonywana na zlecenie emitenta w przeciwieństwie do usługi oferowania instrumentów finansowych. Po drugie zauważył, że *działalność w zakresie analiz może mieć na celu zarówno zachęcenie do nabycia, jak i do powstrzymania się przed nabyciem określonego instrumentu finansowego, jak i zachęcenie do jego zbycia,* podczas gdy usługa oferowania jest jednoznacznie nakierowana na zachęcenie do nabycia instrumentu finansowego[1177]. Odnosząc się do pierwszego z argumentów należy wskazać, że nie jest on prawdziwy. Część analiz jest sporządzana na zlecenie emitenta. W Internecie dość łatwo znaleźć informacje o analizach przygotowanych na zlecenie emitenta[1178]. Przepisy na to zezwalają nakazując publikować informację o tym fakcie[1179].

Drugi argument jest również nieprzekonywujący. Podmiot sporządzający analizę może *in abstracto* wydać analizę, która zachęca do nabycia lub zniechęca do nabycia, ale rekomendacja *in concreto* z reguły posiada już określony wydźwięk. UKNF nie wskazał w swoim stanowisku, jak odniósłby się do rekomendacji, która ma wydźwięk pozytywny względem danego papieru wartościowego. Z tych względów stanowisko przedstawione przez UKNF nie budzi mojego zaufania.

Powyższy przykład pokazuje, że w warstwie literalnej powyższy przepis jest zredagowany zbyt szeroko. Jedyna przesłanka, która pozwalałyby na zwolnienie sporządzania analiz i rekomendacji z kwalifikacji jako działalność oferowania instrumentów finansowych, to „czynności prowadzące do nabycia instrumentów finansowych". Jej zastosowanie wymaga jednak odpowiedniej interpretacji. UKNF nie

[1176] T. Sójka [w:] T. Sójka (red.) Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, [w:] Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, LEX 2015, Komentarz do art. 3 teza 4,

[1177] UKNF, Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…, 2019, s. 9-10,

[1178] Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A., *Wikana, Corporate research*, 01.10.2021, https://www.bm.pkobp.pl/analizy-i-rekomendacje/raporty-wydane-na-zlecenie-emitenta/wikana/wikana-wyniki-w-iii-kw-2021/?download dostęp 24.07.2023,

[1179] Art. 6 ust. 1 lit. c pkt iv Rozporządzenia 958/2016,

wskazał bezpośrednio tej interpretacji[1180]. Poza tym można poszukiwać argumentów celowościowych i systemowych przemawiających przeciwko takiej kwalifikacji oraz argumentów wynikających z prawa UE.

2.8. Pośredniczenie w zbywaniu jako przesłanka usługi oferowania instrumentów finansowych z art. 72 pkt 2 Ustawy o obrocie

Czynnością definiującą zakres usługi oferowania instrumentów finansowych, poza czynnościami o charakterze informacyjnym, jest ***pośredniczenie w zbywaniu*** *instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów* (art. 72 pkt 2 Ustawy o obrocie). Pierwsze wrażenie, jakie sprawia ta przesłanka, to nadmierna kazuistyka regulacji. Czy pośrednictwo w zbyciu instrumentu finansowego na rynku pierwotnym bez zaprezentowania informacji o instrumentach finansowych o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów będzie nadal czynnością maklerską? Z literalnej wykładni wynika, że nie będzie. Literalna wykładania w tym przypadku może nie być decydująca. UKNF wyjaśnił w 2018 r., że nowa treść przepisu miała na celu przeciwdziałanie podobnym, niepożądanym praktykom rynkowym[1181]. Można argumentować, że klient, który dokonał zakupu otrzymał informacje niezbędne do podjęcia decyzji inwestycyjnej, ponieważ decyzję taką podjął i zapewne dokonał przelewu, co znaczy, że miał informację o cenie. W przypadku takiej argumentacji mamy w przepisie kolejne *superfluum*. Docelowo art. 72 Ustawy o obrocie powinien ulec głębokiej przebudowie. Z pewnością art. 72 pkt 2 Ustawy o obrocie po słowach „pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych" powinien zostać uchylony.

Pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych na rzecz emitenta było przez lata uznawane za istotę czynności dokonywanych przez podmiot świadczący usługę oferowania instrumentów finansowych. Już w 1997 r. definicja usługi oferowania papierów wartościowych w publicznym obrocie z art. 33 PPOPW odwoływała się do

[1180] UKNF, Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania..., 2022, s. 9-11,
[1181] UKNF, *Komunikat Urzędu...*,

podobnych pojęć. Analizując stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych można odnieść wrażenie, że przesłanka ta straciła na znaczeniu, a być może nawet jest pusta. UKNF zalicza w skład tej przesłanki: **przyjęcie zapisu** na objęcie instrumentów finansowych, **przyjęcie środków pieniężnych** tytułem opłacenia zapisu oraz **wszelkie czynności następcze** z tym związane, a następnie odwołuje się do art. 5a Ustawy o ofercie i rozdziału 3 oddziału 6 r.w.s.t.p. Kawałek dalej UKNF wskazuje, **że do przyjęcia zapisu** na objęcie instrumentu finansowego **niezbędne jest zawarcie z inwestorem umowy PPZ**[1182]. **Przyjęcie środków pieniężnych** tytułem opłacenia zapisu **nie jest żadną z usług maklerskich z art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie**. Takie działanie stanowi **prowadzenie rachunków pieniężnych z art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie**. Moim zdaniem zawężające traktowanie rachunku pieniężnego wyłącznie jako instytucji zbliżonej do rachunku bankowego może być nieprawidłowym podejściem do MIFID II. Ten ostatni akt prawny określa wspomnianą usługę jako **zarządzanie środkami pieniężnymi** (*cash management*). UKNF nie precyzuje czym są **wszelkie czynności następcze**, jednak spoglądając w przytoczone w stanowisku przepisy można wnioskować, że ma na myśli przede wszystkim zapisanie instrumentów finansowych na rachunku. Taka czynność powinna być kwalifikowana, jako usługa z art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie. Skoro czynności, które zdaniem UKNF kwalifikują się jako **pośrednictwo w zbywaniu instrumentów finansowych** są regulowane jako inne usługi przesłanka jest nieznacząca, pustą.

Przepisy rozdziału 3 oddziału 6 r.w.s.t.p., do których odwołuje się UKNF w części nie dotyczą usługi oferowania instrumentów finansowych. § 84 i 85 r.w.s.t.p. odnoszą się do przenoszenia papierów wartościowych pomiędzy rachunkami na skutek transakcji na rynku wtórnym. Najbliżej im zatem do usługi z art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie. § 82 i 83 r.w.s.t.p., które co najmniej słownie przywołują usługę oferowania, występują w zmieniających się rozporządzeniach wydawanych na podstawie art. 94 ust. 1 pkt 1 Ustawy o obrocie od 2006 r. Biorąc pod uwagę znaczącą zmianę w podejściu do usługi oferowania instrumentów finansowych od 2018 r. poprzez jej podział na usługę oferowania instrumentów finansowych i PPZ[1183] zastanawiający jest brak

[1182] UKNF, Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania..., 2019, s. 11-12,
[1183] *Ibidem*, s. 11-12,

odzwierciedlenia tej okoliczności w ww. przepisach r.w.s.t.p. Szczególnie kategoryczne brzmienie § 82 ust. 1 r.w.s.t.p. wydaje się być kłopotliwe:

§ 82. 1. Firma inwestycyjna pośrednicząca w oferowaniu instrumentów finansowych jest obowiązana do przyjęcia zapisu na instrumenty finansowe zgodnie z warunkami oferty.

§ 82 ust. 1 r.w.s.t.p. nie wnosi znaczącej treści. Literalnie nie obliguje on do przyjęcia zapisu firmy inwestycyjnej pośredniczącej w oferowaniu instrumentów finansowych, ale do działania zgodnie z warunkami oferty. Jeżeli firma inwestycyjna, która świadczy usługę oferowania instrumentów finansowych musiałaby zawsze przyjąć zapis w ofercie, to świadczenie usługi oferowania instrumentów finansowych bez jednoczesnego świadczenia usługi PPZ lub wykonywania zleceń byłoby niemożliwe. Z art. 72, 73 i 74b Ustawy o obrocie wynika, że podział pomiędzy oferowaniem, a PPZ przebiega w punkcie przyjęcia zlecenia (zapisu) inwestora. Tak długo, jak pośrednik prezentuje informacje o ofercie lub zachęca do niej świadczy wyłącznie usługę oferowania instrumentów finansowych. Przyjęcie zapisu (zlecenia) jest początkiem świadczenia usługi na rzecz inwestora: PPZ albo wykonywania zleceń. Podobne wnioski wydają się wypływać ze stanowiska UKNF[1184]. Ponadto UKNF dopuszcza wprost możliwość świadczenia samej usługi PPZ bez oferowania instrumentów finansowych[1185].

Pośrednictwo w zbywaniu instrumentów finansowych ma cały czas spore znaczenie. Art. 72 pkt 1 i 3 Ustawy o obrocie nie obejmują wszystkich czynności pośrednictwa, jakie firma inwestycyjna świadczy na rzecz emitenta. Dotyczy to możliwości działania przez firmę inwestycyjną, jako zastępca pośredni lub bezpośredni emitenta, jeżeli taka konieczność zajdzie w toku emisji. Obejmuje ona także formy pośrednictwa faktycznego świadczonego na rzecz emitenta nieujęte w art. 72 pkt 1 i 3 Ustawy o obrocie. Wydaje się, że ta przesłanka mogłaby także obejmować inne formy pośrednictwa, które nie są opisywane szerzej w polskim obrocie w przypadku ich akceptacji w polskim prawie cywilnym np. zbywanie oferowanych instrumentów finansowych z rachunku własnego firmy inwestycyjnej na polecenie emitenta[1186]. Czynności pośrednictwa w zbywaniu instrumentów finansowych podejmowane na

[1184] Ibidem, s. 11-12,
[1185] UKNF, Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania..., 2022, s. 17-18,
[1186] Vide rozdział VII pkt. 2.5.,

rzecz emitenta mogą przybrać różną formę. Przykładowo może to być przyjmowanie zapisów od inwestorów i przekazywanie ich do emitenta w celu wykonania (czynności faktyczne) lub składanie zleceń sprzedaży emitowanych instrumentów finansowych w systemie w systemie giełdowym w imieniu własnym na rachunek emitenta (zastępstwo pośrednie) lub sprzedaż instrumentów finansowych jako pełnomocnik emitenta (zastępstwo bezpośrednie). W przypadku świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych takie czynności nie są dodatkowo kwalifikowane jako PPZ lub wykonywanie zleceń świadczone na rzecz emitenta.

UKNF komentując tą przesłankę błędnie przyjmuje, że *pośrednictwo w zbywaniu instrumentów finansowych jest formą usługi, która służyć ma realizacji decyzji inwestycyjnej przez inwestora*[1187]. Oferowanie instrumentów finansowych nie jest czynnością wykonywaną na rzecz inwestora, ale na rzecz emitenta. Przesadne skoncentrowanie na osobie inwestora jest jedną z przyczyn zamieszania dotyczącego zakresu przedmiotowego usługi oferowania instrumentów finansowych.

2.9. Usługa oferowania instrumentów finansowych jako rodzaj pośrednictwa

Pośredniczenie w zbywaniu było elementem definicji oferowania instrumentów finansowych przed 2018 r. Równolegle z nim występowało pojęcie pośredniczenia w proponowaniu nabycia, które było krytykowane za jego wewnętrzną niespójność przez M. Kurzajewskiego[1188]. Sedno krytyki M. Kurzajewskiego oraz sedno problemu z zakresem usługi oferowania, który miała usunąć nowelizacja art. 72 Ustawy o obrocie z 2018 roku[1189] sprowadza się do pytania o zakres pośrednictwa firmy inwestycyjnej świadczącej usługę oferowania instrumentów finansowych. Na istotność tego pojęcia zwracano uwagę już w poprzednim stanie prawnym[1190].

T. Sójka celnie zauważył w stanie prawnym sprzed 21 kwietnia 2018, że pojęcie pośrednictwa zawarte w art. 72 Ustawy o obrocie powinno być wykładane z uwzględnieniem dorobku doktryny dotyczącego umowy agencyjnej, z uwagi na pojęcie

[1187] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 11,
[1188] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3,
[1189] UKNF, *Komunikat Urzędu…*,
[1190] A. Lichosik, Rozdział XXIV…, § 3,

pośrednictwa przy zawieraniu umów zastosowane w art. 758 § 1 KC. Jego zdaniem *pośrednictwo w zbywaniu instrumentów finansowych może polegać - zależnie od treści umowy - zarówno na dokonywaniu czynności faktycznych mających na celu zawarcie umowy pomiędzy zbywcą (emitentem, sprzedającym albo podmiotem wystawiającym) a nabywcą (inwestorem), jak i czynności prawnych dokonywanych w imieniu zbywcy*[1191]. Moim zdaniem należy nawet rozszerzyć tą analogię. Polski KC rozróżnia w art. 758 § 1 KC pośredniczenie przy zawieraniu z klientami umów na rzecz dającego zlecenie oraz zawieranie umów w imieniu dającego zlecenie. Pośredniczenie w zawieraniu umów nie obejmuje zawierania umów. Z uwagi na to rozróżnienie zostały ukute w doktrynie pojęcia „agencji pośredniczej" (w której agent nie jest umocowany do zawierania umów w imieniu dającego zlecenie) i „agencji przedstawicielskiej" (w której agent jest umocowany do zawierania umów w imieniu dającego zlecenie)[1192]. W Ustawie o obrocie ustawodawca posługuje się pojęciem „pośrednictwa" w szerszym znaczeniu, takim, które co do zasady nie wyłącza żadnej formy działania przez pośrednika na rachunek zleceniodawcy: w imieniu własnym, w imieniu zleceniodawcy, jak też w inny sposób, który nie zakłada składania oświadczeń woli na rachunek zleceniodawcy. Takie wnioski można wysnuć m.in. z art. 3 pkt 39d, art. 4 ust. 1 pkt 2 i art. 69h Ustawy o obrocie, w których pośrednictwem nazywa się m.in. świadczenie usługi wykonywania zleceń, gdzie firma inwestycyjna może działać w imieniu własnym i na rachunek klienta lub w imieniu klienta i na jego rachunek. Proponowane rozumienie pojęcia pośrednictwa wykracza zatem nie tylko poza zakres pośrednictwa określonego w art. 758 § 1 KC, ale także poza zakres pojęcia umowy agencyjnej w rozumieniu KC. Ta ostatnia nie obejmuje możliwości działania przez agenta na rachunek zleceniodawcy w imieniu własnym (tzn. w sposób właściwy dla umowy komisu). Wydaje się, że ta przesłanka mogłaby także obejmować inne formy pośrednictwa, które nie są opisywane szerzej w polskim obrocie w przypadku ich akceptacji w polskim prawie cywilnym np. zbywanie oferowanych instrumentów finansowych z rachunku własnego firmy inwestycyjnej na polecenie emitenta[1193].

[1191] T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), Komentarz..., Komentarz do art. 72, Nb. 4,
[1192] J. Jezioro, [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), Kodeks..., komentarz do art. 758, Nb. 5, E. Rott-Pietrzyk [w:] J. Rajski (red.), Prawo..., s. 799;
[1193] Vide rozdział VII pkt. 2.5.,

M. Kurzajewski określa to pośrednictwo jako *wszelką aktywność zmierzającą do realizacji zamiarów obu stron: „dostawcy" – co do zbycia instrumentu finansowego i inwestora – w zakresie jego nabycia*[1194]. To ostatnie stanowisko jest w przypadku usługi oferowania instrumentów finansowych zbyt szerokie, ponieważ jest ona świadczona wyłącznie na rzecz podmiotu zbywającego instrument finansowy, a nie inwestora. Określenie „*wszelka aktywność zmierzającą do realizacji zamiarów*" jest nieprzydatne, ponieważ jest zbyt szerokie i nie pozwala na odróżnienie stanów faktycznych, które nie stanowią pośrednictwa.

Szczególnie interesujący jest moim zdaniem opis czynności faktycznych, które składają się w ocenie doktryny na agencję pośredniczą:

*Ustawowe ujęcie przedmiotu działania agenta wskazuje na to, że przez zawarcie samej umowy agencyjnej agent zostaje z reguły zobowiązany do dokonywania dla dającego zlecenie jedynie czynności faktycznych (**pośredniczenia**), których celem jest doprowadzenie do powstania stosunków prawnych między dającym zlecenie a osobą trzecią. **Agent-pośrednik** nie doprowadza zatem do powstania więzi prawnej między dającym zlecenie i osobą trzecią, a stwarza jedynie pewien stan faktyczny. Nie działa on bowiem w imieniu dającego zlecenie, lecz tylko na jego rachunek*[1195].

Wydaje się, że opisany powyżej zakres czynności mógłby być odpowiedzią na wątpliwości nadzorcze wskazane w komunikacie UKNF z 2018 r., które doprowadziły do zmiany treści art. 72 Ustawy o obrocie Ustawą wdrażającą MIFID II[1196]. W mojej ocenie prezentowanie wybiórczych informacji o emitencie i instrumencie zachęcających do skorzystania z oferty (o czym pisze UKNF) można zakwalifikować jako *czynność faktyczną, której celem jest doprowadzenie do powstania stosunków prawnych między dającym zlecenie a osobą trzecią.* Mam wrażenie, że zmiana art. 72 Ustawy o obrocie dokonana Ustawą wdrażającą MIFID II, w szczególności przez dodanie pkt 1 i 3 tego przepisu, była niezbyt udaną próbą dopisania w przepisie kilku jego interpretacji pożądanych przez nadzorcę. Próba ta zamieniła syntetyczny przepis cechujący się pewną trwałością na przepis nowy i nadmiernie kazuistyczny. Tworząc nadmiernie kazuistyczną regulację ustawodawca dąży do uniknięcia luk w prawie, a

[1194] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.3,
[1195] E. Rott-Pietrzyk [w:] J. Rajski (red.), Prawo..., s. 816;
[1196] UKNF, *Komunikat Urzędu...*,

osiąga efekt przeciwny: ujawnia kolejne luki wymagające interwencji[1197]. Dostrzegana jest nadmierną aktywność ustawodawcy oraz nieprzestrzeganie dyrektyw racjonalnego tworzenia prawa. Występuje błędne przekonanie, że wprowadzenie nowej regulacji doprowadzi do usunięcia nieprawidłowości życia społecznego lub gospodarczego[1198]. O ile pojęcie „pośrednictwa w proponowaniu nabycia" bywało krytykowane w doktrynie[1199] to można wskazać, że obowiązywało od wejścia w życie Ustawy o obrocie w 2005 r. „Pośrednictwo w zbywaniu" definiowało usługę oferowania instrumentów finansowych od wejścia w życie PPOPW w 1998 r. Nie doceniono przepisu, który funkcjonował na tyle długo, że miał okazję „dorobić się" ugruntowanej praktyki nadzorczej, stanowisk doktryny i orzecznictwa. Jestem w stanie wyobrazić sobie usunięcie z dawnego przepisu przesłanki „pośredniczenia w proponowaniu nabycia", jako pojęcia niezrozumiałego[1200], i pozostanie przy samym „pośredniczeniu w zbywaniu" bez zmiany zakresu regulacji. To ostatnie pojęcie jest adekwatne i pojemne.

M. Krajewski zauważa, że aktualne brzmienie art. 72 Ustawy o obrocie wprowadza element pośrednictwa do usługi oferowania instrumentów finansowych. Jednocześnie wskazuje, że natura prawna umowy oferowania instrumentów finansowych nie jest jasna[1201]. Moim zdaniem nawet w obecnym stanie prawnym cały przepis art. 72 Ustawy o obrocie powinien być interpretowany w kontekście przesłanki pośrednictwa. Art. 72 pkt 1 i 3 Ustawy o obrocie byłyby w takim przypadku rozpatrywane jako czynności informacyjne (czynności faktyczne) nakierowane na zawarcie transakcji zbycia instrumentów finansowych wykonywane na rzecz emitenta. Wymaga to odpowiedniej wykładni przesłanek: „podejmowanie na rzecz emitenta (...) czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych". Pozwoliłoby to wykluczyć czynności reklamowe i czynności z zakresu sporządzania analiz inwestycyjnych i rekomendacji z zakresu oferowania instrumentów finansowych. Kryterium pomocniczym wskazującym na rozróżnienie takich czynności od

[1197] W. Chróścielewski, Z problematyki skuteczności norm prawa administracyjnego, Lex, Państwo i Prawo 2011 Nr 4, s. 61-72,
[1198] *Ibidem*, s. 61-72,
[1199] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.3,
[1200] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.3,
[1201] M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 49,

pośrednictwa mogłoby być pobieranie przez podmiot świadczący usługę prowizji od wolumenu sprzedaży. Takie wynagrodzenie jest charakterystyczne dla pośrednictwa i może generować ryzyko podejmowania nierzetelnych działań, które wzmocnią sprzedaż. Pojawienie się wynagrodzenia prowizyjnego w umowie dotyczącej czynności marketingowych, informacyjnych, czy sporządzania analiz może sugerować, że umowa ma charakter pozorny[1202], a jej prawdziwym celem jest pośrednictwo. Taka wykładnia byłaby poprawna w kontekście obowiązku stosowania wykładni prounijnej[1203], ponieważ oferowanie instrumentów finansowych byłoby rozumiane w kontekście szeroko pojętego pośrednictwa i czynności sprzedażowych[1204].

2.10. Czynności nie stanowiące oferowania instrumentów finansowych będące przedmiotem umów o świadczenie usług oferowania instrumentów finansowych

Przed wejściem w życie Ustawy wdrażającej MIFID II art. 72 nie definiował wprost usługi maklerskiej oferowania instrumentów finansowych, ale opisywał treść umowy o oferowanie instrumentów finansowych[1205]. Treścią tą miało być pośredniczenie w proponowaniu nabycia lub pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych. Treść umowy i zakres usługi maklerskiej są ze sobą związane, jednak nie są tożsame. Ze względu na takie sformułowanie przepisu część doktryny wskazywała dodatkowe, nie zostały ujęte w przepisie elementy umowy oferowania instrumentów finansowych:

1) wypracowanie programu emisji określonych papierów wartościowych (instrumentów finansowych), czyli kompleksowej koncepcji sposobu dokonania emisji i jej wielkości, w tym przygotowanie struktury oferty, przeprowadzenie tzw. *book building*, polegającego na określaniu, które podmioty i w jakim zakresie będą dokonywały zapisów na określone papiery wartościowe będące przedmiotem planowanej oferty, poprzedzonego organizacją publicznych prezentacji oferty publicznej dla wybranych grup potencjalnych inwestorów

[1202] A. Grzesiok-Horosz [w:] M. Załucki (red.) Kodeks…, komentarz do art. 83 Nb. 2,
[1203] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 1043-1048,
[1204] vide rozdział VI pkt 1.4.,
[1205] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191…, s. 23-24 uzasadnienia, E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 73 Nb. 2,

(ang. *roadshow)*, a także określenie organizacyjnych zasad przyjmowania zapisów;

2) analiza adekwatnej ceny emisyjnej;
3) sporządzenie prospektu emisyjnego (w szczególności w zakresie części ofertowej), co poprzedza odpowiednia analiza prawna i ekonomiczna (ang. *due dilligence)*;
4) ewentualne wypracowanie i zawarcie umowy konsorcjalnej z innymi firmami inwestycyjnymi lub instytucjami finansowymi, dla celów przyjmowania zapisów na emitowane papiery wartościowe;
5) prowadzenie tzw. rejestru sponsora emisji[1206].

Powyższe uwagi są słuszne tak długo, jak odnoszą się do treści umowy o oferowanie instrumentów finansowych, a nie do usługi oferowania instrumentów finansowych. Umowa o oferowanie instrumentów finansowych może być na zasadzie swobody umów wzbogacona o dodatkowe elementy, które nie są usługą oferowania instrumentów finansowych. Treść usługi oferowania instrumentów finansowych w obecnym stanie prawnym jest definiowana w art. 72 Ustawy o obrocie. W poprzednim stanie prawnym treść ta mogła być pośrednio wywodzona z art. 72 Ustawy o obrocie, ponieważ odnosił się on do zawartości umowy. Spośród wymienionych wyżej czynności część nie stanowi usługi maklerskiej (np. sporządzenie prospektu emisyjnego), a część stanowi inną czynność maklerską *sensu stricto* lub *sensu largo* np. prowadzenie rejestru sponsora emisji jest czynnością z art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie.

2.11. Wyłączenie pośrednictwa w zakresie jednostek uczestnictwa z czynności oferowania instrumentów finansowych

Polski ustawodawca przesądza, że dla prowadzenia dystrybucji jednostek uczestnictwa FIO i SFIO firma inwestycyjna powinna posiadać wyłącznie zezwolenie w zakresie PPZ

[1206] P. Zapadka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2014, Komentarz do art. 72 Nb. 7, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…*, 2018, Komentarz do art. 72 Nb. 4, podobnie M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 643-650, E. Szlachetka, Umowa o oferowanie, Monitor Prawa Bankowego, lipiec-sierpień 2014, s. 124-125,

(art. 27 ust. 1 i art. 32 ust. 1 pkt 3 Ustawy o funduszach). Nie jest wymagane do tej czynności zezwolenie na oferowanie instrumentów finansowych.

Jednostki uczestnictwa FIO i SFIO są instrumentami finansowymi, ale nie są papierami wartościowymi w rozumieniu art. 2 lit. a Rozporządzenia Prospektowego. Nie mają przymiotu zbywalności charakterystycznego dla papierów wartościowych. Jednostki uczestnictwa są sprzedawane i odkupywane przez fundusz, który je emituje. Możliwe jest dziedziczenie jednostek uczestnictwa (art. 82 i 83 ust. 2 i 3 Ustawy o funduszach)[1207]. W przypadku SFIO ww. przepisy znajdują zastosowanie przez odesłanie zawarte w art. 112 ust. 1 Ustawy o funduszach.

Powstaje pytanie, dlaczego ustawodawca wykluczył pośrednictwo w sprzedaży jednostek uczestnictwa z usługi oferowania instrumentów finansowych, a nakazał jego objęcie usługą PPZ. Wyłączenie zostało wprowadzone w art. 27 Ustawy o funduszach przez ustawę z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy - Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2008 r. Nr 231, poz. 1546). Niestety uzasadnienie projektu nie wskazuje przyczyny takiej zmiany[1208]. Piśmiennictwo akceptuje analizowaną zasadę, nie kwestionuje jej, nie przedstawia jej uzasadnienia[1209]. W prawie UE przyjmuje się, że jednostki uczestnictwa UCITS są emitowane w sposób stały, w celu zaspokojenia popytu ze strony nowych inwestorów, dlatego nie dochodzi do plasowania[1210].

3. Odpowiednik usługi oferowania instrumentów finansowych w prawie niemieckim

W prawie niemieckim odpowiednikiem usługi oferowania instrumentów finansowych jest Platzierungsgeschäft. W celu odróżnienia tej usługi od oferowania instrumentów finansowych będę ją nazywał niemiecką nazwą.

[1207] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), Prawo…, 2016, s. 48-49 i 51,

[1208] Druk sejmowy Sejmu VI kadencji nr 61, Projekt ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/o/CD6A7306686F072BC12573AF00421E10?OpenDocument, dostęp 06.12.2021,

[1209] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.1 i 8.3, A. Nowak [w:] A. Kidyba (red.), Ustawa…, Komentarz do art. 27 i 32, R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), Ustawa…, Komentarz do art. 27 i 32,

[1210] Vide rozdział VI pkt 1.5.,

3.1. Platzierungsgeschäft

Platzierungsgeschäft jest zdefiniowany w § 1 ust. 1a pkt 1c KWG jako: *plasowanie instrumentów finansowych bez wiążącego zobowiązania do ich objęcia*[1211].

Zdaniem BaFin znamionami Platzierungsgeschäft są:

1) zbycie (przeniesienie własności) instrumentów finansowych (*die Veräußerung von Finanzinstrumenten*),
2) w cudzym imieniu i na cudzy rachunek (*im fremden Namen und für fremde Rechnung*),
3) w ramach emisji (*im Rahmen einer Emission*),
4) z porozumieniem co do plasowania (*mit Platzierungsabrede*),
5) brak wiążącego zobowiązania do objęcia instrumentów finansowych (*ohne feste Übernahmeverpflichtung*).

Platzierungsgeschäft nie może być świadczony wobec nabywcy instrumentu finansowego. Zbycie jest dowolną czynnością prawną pomiędzy żyjącymi nakierowaną na odpłatne przeniesienie własności. Obejmuje ono także umowy zamiany. Zbycie dotyczy zarówno czynności zobowiązującej, jak i rozporządzającej[1212]. To ostatnie wyróżnienie jest istotne z uwagi na występowanie w niemieckim prawie prywatnym zasady rozdzielenia (*Trennungsprinzip*) i zasady abstrakcyjności (*Abstraktionsprinzip*). Pierwsza z nich określa, że czynności zobowiązujące i rozporządzające są oddzielnymi zdarzeniami prawnymi. Czynności zobowiązujące należą do sfery prawa zobowiązań, natomiast czynności rozporządzające mają charakter prawnorzeczowy. Nie jest możliwa zmiana czynności rozporządzającej przez czynność zobowiązującą. Abstraktionsprinzip zakłada, że ważność, istnienie i treść czynności zobowiązującej i rozporządzającej są od siebie niezależne[1213]. Jest to istotna różnica względem polskiej regulacji m.in. art. 155 § 1 KC i art. 510 § 1 KC[1214].

[1211] Tłumaczenie własne - *Das Platzieren von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung (Platzierungsgeschäft).*

[1212] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft...,

[1213] A. Bieranowski [w:] M. Fras, M. Habdas, *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II. Własność i inne prawa rzeczowe (art. 126-352)*, LEX 2018, komentarz do art. 155, Nb. 16, Ł. Przyborowski, Ograniczone prawa rzeczowe w prawie niemieckim, Legalis, Studia Prawa Prywatnego 2008 nr 4, s. 43,

[1214] A. Bieranowski [w:] M. Fras, M. Habdas, *Kodeks...*, komentarz do art. 155, Nb. 3,

Pojęcie instrumentu finansowego jest analizowane w rozdziale I pkt 2.3.

BaFin traktuje Platzierungsgeschäft jako szczególny przypadek Abschlussvermittlung. Do 1 listopada 2007 r. Platzierungsgeschäft nie był wyodrębniony w KWG jako osobna czynność maklerska. Wykonywanie tej usługi przed 1 listopada 2007 r. wymagało zezwolenia, ponieważ przed tą datą występowała w KWG usługa Abschlussvermittlung, której Platzierungsgeschäft jest szczególną odmianą[1215]. Abschlussvermittlung jest szerzej opisany w rozdziale V. Podobieństwo tych dwóch usług wynika z działania w imieniu i na rachunek klienta (zastępstwo bezpośrednie)[1216]. Firma inwestycyjna działająca w imieniu własnym na rachunek klienta nie wykonuje Platzierungsgeschäft, ale Finanzkommissionsgeschäft[1217]. Abschlussvermittlung i Finanzkommissionsgeschäft są dwoma odmianami czynności wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych[1218]. Odmienne stanowisko w kwestii działania na cudzy rachunek i w cudzym imieniu zajmuje H.-D. Assmann. Jego zdaniem definicja Platzierungsgeschäft nie przesądza, że czynność ta może być wykonywana tylko w tej formie. Dopuszcza on także możliwość świadczenia Platzierungsgeschäft w ramach zastępstwa pośredniego. Wskazuje on na podwójną kwalifikację czynności Platzierungsgeschäft i Abschlussvermittlung w przypadku zastępstwa bezpośredniego (offene Stellvertretung) oraz Platzierungsgeschäft i Finanzkommissionsgeschäft w przypadku zastępstwa pośredniego (mittelbare Stellvertretung)[1219]. Wydaje się, że jest to aktualnie stanowisko mniejszościowe w prawie niemieckim.

Platzierungsgeschäft może mieć miejsce tylko w ramach emisji tzn. pierwszego wydania papierów wartościowych przez podmiot wystawiający papiery wartościowe (emitenta). BaFin uznaje za emisję także emisje trwałe (*Daueremission*)[1220]. Emisją trwałą jest bieżące wydawanie papierów wartościowych. Przy takich emisjach nie jest podawana łączna wartość emisji, ale emitowane są na bieżąco nowe transze.

[1215] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft..., H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 141,

[1216] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft..., F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG..., s. 91,

[1217] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft...,

[1218] Vide rozdział V pkt 3,

[1219] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 145-147,

[1220] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft...,

Przykładem emisji trwałych (*Daueremission*) są emisje niemieckich obligacji związkowych (*Bundesobligationen*)[1221].

Porozumienie co do plasowania to porozumienie, w którym emitent zleca plasującemu lub plasującym zbywanie instrumentów finansowych inwestorom albo innymi słowy uplasowanie, umieszczenie emitowanych instrumentów finansowych na rynku kapitałowym[1222]. Jeżeli firma inwestycyjna zakupuje instrumenty finansowe pochodzące z emisji na zlecenie nabywcy, a nie występuje pomiędzy nią a emitentem lub bankiem konsorcjantem porozumienie co do plasowania, to nie zachodzi Platzierungsgeschäft. Czynność wykonywana na zlecenie nabywcy może być kwalifikowana w niemieckim porządku prawnym, w zależności od stanu faktycznego, jako Anlagevermittlung, Abschlussvermittlung lub Finanzkommissionsgeschäft[1223].

Platzierungsgeschäft zachodzi tylko wtedy, kiedy brak jest wiążącego zobowiązania firmy inwestycyjnej do objęcia instrumentów finansowych. Wiążące zobowiązanie do objęcia instrumentów finansowych ma miejsce, gdy firma inwestycyjna zobowiąże się do przejęcia instrumentów finansowych z emisji na własny rachunek po z góry określonej cenie. Dochodzi wtedy do przejścia ryzyka sprzedaży instrumentów finansowych z emitenta na firmę inwestycyjną. Bez znaczenia jest, czy wiążące zobowiązanie do przejęcia następuje w formie nabycia emitowanych instrumentów finansowych, czy też w formie gwarancji[1224].

Jeżeli firma inwestycyjna zobowiązuje się do przejęcia części papierów wartościowych danej emisji, a wobec pozostałej części papierów wartościowych danej emisji firma inwestycyjna pozostawia sobie wyłącznie opcję jej przejęcia, to i tak należy traktować wykonywaną usługę jako Emissionsgeschäft[1225] (odpowiednik gwarantowania emisji).

Możliwa jest sprzedaż emitowanych papierów wartościowych w sposób właściwy dla umowy komisu tzn. na zlecenie emitenta firma inwestycyjna sprzedaje instrumenty finansowe w imieniu własnym, ale na rachunek emitenta. Ryzyko uplasowania emisji pozostaje w takim przypadku przy emitencie. Przypadek taki nazywany jest

[1221] Deutsche Börse, Börsenlexikon, https://www.boerse.de/boersenlexikon/Daueremission, dostęp 11.02.2021,
[1222] C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 180,
[1223] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft…,
[1224] *Ibidem*,
[1225] *Ibidem*,

Begebungskonsortium (best effort underwriting). Zarówno BaFin, jak i piśmiennictwo niemieckie, za wyjątkiem H.-D. Assmana[1226], wskazują, że z pewnością nie jest to Emissionsgeschäft. BaFin jednoznacznie określa taką czynność jako Finanzkommissionsgeschäft, jednak stanowisko to bywa poddawane w wątpliwość[1227].

3.2. Porównanie Platzierungsgeschäft i oferowania instrumentów finansowych

Platzierungsgeschäft i oferowanie instrumentów finansowych są podobne, jednak różnią się w szczegółach. Definicja oferowania instrumentów finansowych jest znacznie bardziej rozbudowana i kazuistyczna niż definicja Platzierungsgeschäft. Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych jest kilka razy dłuższe niż stanowisko BaFin dotyczące Platzierungsgeschäft[1228]. Platzierungsgeschäft w świetle stanowiska BaFin ma prostą definicję o weryfikowalnych, klarownie opisanych przesłankach. Definicja ta potwierdza wniosek wyciągnięty powyżej z prawa UE, że analizowana czynność jest świadczona wyłącznie na rzecz emitenta. Definicja nie obejmuje czynności mających wyłącznie informacyjny charakter[1229]. W przypadku oferowania instrumentów finansowych ta ostatnia okoliczność nie jest jasna i zależy od interpretacji przesłanki: *podejmowanie (...) czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych na rzecz emitenta*[1230].

Porozumienie co do plasowania (*Platzierungsabrede*) jest wiąże emitenta z firmą inwestycyjną oraz jednocześnie nakierowuje działania firmy inwestycyjnej na sprzedaż instrumentów finansowych inwestorom. Przesłanka ta ma zastosowanie także w przypadku jednej z form Emissionsgeschäft (*placing with a firm commitment*)[1231]. Brak porozumienia co do plasowania (*Platzierungsabrede*) wyklucza Platzierungsgeschäft i Emissionsgeschäft (w formie *placing with a firm commitment*)[1232]. W art. 72 Ustawy o

[1226] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 145-147,
[1227] C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 180-181, BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft...,
[1228] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft...,
[1229] Merkblatt Platzierungsgeschäft..., vide rozdział VI pkt 1.2.,
[1230] Vide rozdział VI pkt 2.5.-2.9.,
[1231] Merkblatt Platzierungsgeschäft...,
[1232] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 133, C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 180,

obrocie można odnaleźć elementy podobne do tej przesłanki w znamionach: *podejmowanie na rzecz emitenta (...) czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych*. Polskie przesłanki są dużo bardziej ogólne, niedookreślone, pozwalające na większą dowolność przy interpretacji. UKNF nie dostarcza ich jednoznacznej interpretacji[1233]. Trudno odnaleźć w polskim prawie element wspólny dla definicji oferowania instrumentów finansowych i gwarantowania emisji, który występuje w prawie UE w postaci przesłanki „plasowanie" (*placing*).

Przesłanka Platzierungsgeschäft zakładająca działanie „w ramach emisji"[1234] wyraża element usługi plasowania, który nie jest obecny w prawie polskim, a który wynika z prawa UE. Wprowadzenie podobnej przesłanki w prawie polskim stanowiłoby wyjaśnienie dla niewystępowania usługi oferowania instrumentów finansowych w przypadku dystrybucji jednostek uczestnictwa[1235].

Platzierungsgeschäft jest przedstawiany przez BaFin[1236] jako wąska usługa względem art. 72 Ustawy o obrocie. Definicja Platzierungsgeschäft wydaje się być zbyt wąska względem wzorca wynikającego z prawa UE, ponieważ obejmuje wyłącznie działania podejmowane w imieniu i na rachunek klienta. Takie ograniczenie nie wynika z prawa UE[1237]. Może ono być zakorzenione w niemieckim przekonaniu zakorzenionym w historii regulacji, że Platzierungsgeschäft jest szczególnym przypadkiem Abschlussvermittlung[1238]. Argumentów przeciwko zawężającemu modelowi Platzierungsgeschäft dostarcza Rozporządzenie w sprawie crowdfundingu. W motywie 10 tego rozporządzenia stwierdzone jest, że świadczenie usług finansowania społecznościowego modelowo obejmuje jednoczesne wykonywanie usługi plasowania oraz PPZ w rozumieniu MIFID II. BaFin sporządzając na swojej stronie internetowej materiały informacyjne dotyczące crowdinvestingu, wskazuje, że należy rozważyć kwalifikację świadczonych usług jako Anlagevermittlung, Abschlussvermittlung lub Platzierungsgeschäft. Jednocześnie dodaje, że w dotychczas znanych nadzorcy modelach prowadzonej działalności nie występuje porozumienie co do plasowania

[1233] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 3-6,
[1234] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft...,
[1235] vide rozdział VI pkt. 1.5. i 2.11.,
[1236] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft...,
[1237] European Commission, Questions..., s. 1,
[1238] *Ibidem*...,

(Platzierungsabrede), jak również operator platformy crowdinvestingowej nie składa własnego oświadczenia woli [dotyczącego sprzedaży instrumentów finansowych], ale przekazuje cudze oświadczenia woli[1239]. Materiały informacyjne BaFin dotyczące crowdinvestingu zostały wydane jeszcze przed wejściem w życie Rozporządzenia w sprawie crowdfundingu. Jednocześnie stanowisko BaFin zawarte w nich wydaje się być spójne z dotychczasowymi poglądami BaFin dotyczącymi poszczególnych usług inwestycyjnych. Rozdźwięk pomiędzy motywem 10 Rozporządzenia o crowdfundingu, a definicją Platzierungsgeschäft powinien być przyczynkiem do weryfikacji przez BaFin swojego podejścia do Platzierungsgeschäft oraz zakomunikowania wyników tej weryfikacji rynkowi. W tej kwestii polska definicja oferowania instrumentów finansowych jest w wyższym stopniu prawidłowa, gdyż nie zawęża ona pośrednictwa firmy inwestycyjnej do przypadków zastępstwa bezpośredniego.

W zakresie polskiej usługi można zgłaszać zastrzeżenia, że jest ona zbyt szeroka względem wzorca unijnego[1240].

4. Wnioski do rozdziału VI

1. **Brak definicji plasowania w MIFID II i trudności z określeniem zakresu oferowania instrumentów finansowych.** Trudności polskiego ustawodawcy w formułowaniu definicji usługi oferowania instrumentów finansowych wynikają z faktu, że usługa ta (plasowanie instrumentów finansowych bez wiążącego zaangażowania firmy inwestycyjnej) nie ma definicji w MIFID II[1241]. Jej przesłanki i istota mogą być interpretowane z treści pakietu regulacyjnego MIFID II[1242] oraz z wypowiedzi organów UE[1243]. Jest to wada MIFID II, która prowadzi do wątpliwości prawnych nie tylko w polskiej jurysdykcji, ale m.in. niemieckiej[1244].

[1239] BaFin, Crowdinvesting, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting_node.html, dostęp 11.02.2022;
[1240] Vide rozdział VI pkt 2.2., 2.5., 2.6., 2.7.,
[1241] EBA, *Report on investment…, s. 18,*
[1242] M.in. art. 38-43 Rozporządzenia 565/2017 oraz motywy 57-59 Rozporządzenia 565/2017,
[1243] European Commission, Questions…, s. 1, EBA, *Report on investment…*, s. 19, ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR…, s. 75 – 87,
[1244] Vide Rozdział VI pkt 3.2.,

Jest to jeden z przykładów zaniedbania przez ustawodawcę unijnego centralnych pojęć dla prawa rynku kapitałowego[1245].

Konsekwencją braków prawa UE są rozbieżności w krajowych implementacjach[1246] oraz stworzenie własnej definicji usługi oferowania instrumentów finansowych przez polskiego ustawodawcę. Rozszerzenie zakresu usługi oferowania instrumentów finansowych w 2018 r. na czynności informacyjne, reklamowe[1247] jest krytykowane w doktrynie[1248]. Jest ono także wątpliwe z punktu widzenia stanowisk organów UE, które podkreślają, że usługa ta polega na pełnieniu funkcji sprzedażowej (*sales function*)[1249], plasowaniu instrumentów finansowych inwestorom na rachunek emitenta[1250]. Powinna istnieć wyraźna granica pomiędzy oferowaniem instrumentów finansowych, a czynnościami mającymi charakter wyłącznie reklamowy lub informacyjny.

Zmiana art. 72 Ustawy o obrocie przez Ustawę wdrażającą MIFID II była znaczącą ingerencją w przepis, który we względnie stabilnej postaci obowiązywał niemal 13 lat. W uzasadnieniu Ustawy wdrażającej MIFID II nie przedstawiono przekonywujących argumentów za korektą[1251]. Wybrano nadmiernie kazuistyczną metodę regulacji, by uniknąć luk w prawie, a osiągnięto efekt przeciwny: kolejne luki wymagające interwencji[1252]. UKNF wydał stanowisko dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych niespełna rok po wejściu w życie Ustawy wdrażającej MIFID II[1253], a następnie jego aktualizację[1254]. Pomimo tego art. 72 Ustawy o obrocie nadal budzi wątpliwości interpretacyjne.

W poprzednim stanie prawnym głównymi przesłankami usługi oferowania instrumentów finansowych były: pośrednictwo w proponowaniu nabycia

[1245] R. Veil, Rechtsquellen…, s. 95-99,
[1246] Vide rozdział VI pkt 3.2.,
[1247] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, s. 6-11, art. 72 Ustawy o obrocie,
[1248] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Prawo…, s. 13-14,
[1249] EBA, *Report on investment…*, s. 19,
[1250] European Commission, Questions…, s. 1,
[1251] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191…, s. 22 uzasadnienia, vide rozdział VI pkt 2.4.-2.9.,
[1252] W. Chróścielewski, Z problematyki…, s. 61-72,
[1253] UKNF, Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…, 2019,
[1254] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022,

instrumentów finansowych oraz pośrednictwo w ich zbywaniu. Dla przesądzenia o karalności niepożądanych zachowań rynkowych wskazanych przez UKNF[1255] wystarczające było wyjaśnienie pojęcia „pośrednictwa w zbywaniu" w stanowisku UKNF oraz usunięcie z przepisu przesłanki „pośrednictwa w proponowaniu nabycia", która była słusznie kwestionowana w doktrynie[1256]. Pośrednictwo należałoby tłumaczyć podobnie do pojęcia *agency* używanego w systemach anglosaskich tzn. jako zastępcę bezpośredniego, zastępcę pośredniego lub osobę wykonującą na rzecz mocodawcy (emitenta) czynności faktyczne[1257] w celu doprowadzenia do zbycia przez emitenta instrumentów finansowych. Takie podejście jest zbieżne z podejściem polskiej doktryny prawa prywatnego do pojęcia pośrednictwa[1258]. Podkreślenie, że pośrednictwo może polegać na wykonywaniu czynności faktycznych pozwoliłoby na jednoznaczne objęcie zakresem usługi także stanów faktycznych, w których podmiot świadczący usługę przekazywałby niepełne informacje o ofercie[1259]. W aktualnym stanie prawnym pojęcie pośrednictwa występuje tylko w art. 72 pkt 2 Ustawy o obrocie. Wydaje się, że przesłankę pośrednictwa dla całego art. 72 Ustawy o obrocie można nadal wyinterpretować ze znamion: *podejmowanie na rzecz emitenta czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych*.

2. **Klient usługi oferowania instrumentów finansowych.** Klientem usługi są emitent, oferujący i wystawca (art. 72 Ustawy o obrocie). Wg prawa UE klientem tej usługi powinien być wyłącznie emitent[1260]. Kwalifikacja czynności wykonywanej na rzecz oferującego, jako oferowanie instrumentów finansowych jest jednocześnie wykluczeniem innej kwalifikacji np. wykonywania zleceń z uwagi na rozłączność usług maklerskich[1261]. Błędne określenie klienta usługi oferowania instrumentów finansowych doprowadziło

[1255] UKNF, *Komunikat Urzędu…*,
[1256] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3,
[1257] E. Rott-Pietrzyk [w:] J. Rajski (red.), Prawo…, s. 780-781, European Commission, Questions…, s. 1,
[1258] M. Romanowski, Charakter prawny umowy o pośrednictwo, Legalis, Monitor Prawniczy 1997, Nr 2, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 82-84,
[1259] UKNF, *Komunikat Urzędu…*,
[1260] European Commission, Questions… , s. 1, ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR…, s. 76 – 87, art. 38-43 Rozporządzenia 565/2017 oraz motywy 57-59 Rozporządzenia 565/2017,
[1261] Vide rozdział I pkt 3.2., rozdział VI pkt 1.2. i 2.2.,

do wątpliwości w kwestii tego, jak zdefiniować granicę pomiędzy czynnością oferowania instrumentów finansowych świadczoną na rzecz oferującego a PPZ i wykonywaniem zleceń[1262]. Rozwiązaniem tego dylematu powinna być zmiana art. 72 Ustawy o obrocie, która wykluczałaby możliwość świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych na rzecz oferującego, który nie jest emitentem. Czynności pośrednictwa w obrocie instrumentami finansowymi wykonywane przez firmę inwestycyjną na rzecz takiego klienta powinny być, w zależności od stanu faktycznego, kwalifikowane jako PPZ albo wykonywanie zleceń[1263].

3. **Wprowadzająca w błąd nazwa usługi oferowania instrumentów finansowych.** Trudności interpretacyjne generuje sama nazwa usługi oferowania instrumentów finansowych. Rodzi ona niezasadne skojarzenia z pojęciami oferty publicznej i oferty w rozumieniu KC. Takie asocjacje nie mają umocowania w prawie UE. Zarówno w polskiej, jak i w angielskiej wersji językowej MIFID II nazwa usługi (subemisja instrumentów finansowych bez gwarancji przejęcia emisji oraz p*lacing of financial instruments without a firm commitment basis*) nie budzą takich skojarzeń. Dyskusja dotycząca usługi świadczonej na rzecz oferującego oraz posługiwanie się przez ustawodawcę i UKNF[1264] pojęciami zaczerpniętymi z Ustawy o ofercie i Rozporządzenia Prospektowego przy definiowaniu usługi oferowania instrumentów finansowych świadczą o tym, że takie błędne skojarzenia występują w polskim obrocie prawnym. Już w czasie obowiązywania PPOPW występowały kontrowersyjne, niesłuszne interpretacje, które wskazywały, że oferowanie instrumentów finansowych może następować tylko w formie oferty w rozumieniu KC, a nie może być zaproszeniem do składania ofert[1265]. *De lege ferenda* zasadna jest zmiana nazwy usługi na taką, która nie wywołuje błędnych skojarzeń z innymi pojęciami np. na „plasowanie". Należy oddzielić plasowanie bez wiążącego zaangażowania firmy inwestycyjnej od plasowania z takim

[1262] Uzasadnienie projektu z dnia 15 lipca 2021 r. ustawy..., s. 53, UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 12-14,
[1263] Vide rozdział I pkt 3.2., rozdział VI pkt 1.2. i 2.2.,
[1264] Np. *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 7-8,
[1265] A. Chłopecki [w:] L. Sobolewski (red.), Prawo..., s. 509,

zaangażowaniem by odróżnić usługi z pkt 6 i 7 Załącznika nr 1 sekcji A MIFID II. Próba takiej zmiany w ostatnich latach skończyła się niepowodzeniem[1266].

4. **Wyłączenie stosowania usługi oferowania instrumentów finansowych wobec jednostek uczestnictwa.** W art. 27 ust. 1 Ustawy o funduszach przesądzono, że pośrednictwo w sprzedaży jednostek uczestnictwa nie wymaga świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych. Nie znalazłem uzasadnienia dla takiego rozwiązania w polskich przepisach, stanowiskach UKNF[1267] i poglądach polskiej doktryny[1268]. Taki brak uzasadnienia, deficyt wiedzy może prowadzić do zniesienia tego wyłączenia w przyszłości lub innych zmian legislacyjnych mających za zadanie uzupełnienie rzekomej luki prawnej. Opisywany wyjątek wynika z faktu, że jednostki uczestnictwa funduszy UCITS są emitowane w sposób ciągły, stały, by zaspokoić popyt inwestorów[1269]. Pogląd ten podziela FCA[1270]. BaFin przyjmuje, że jedną z przesłanek Platzierungsgeschäft jest działanie „w ramach emisji"[1271]. Podobna przesłanka powinna zostać wprowadzona w art. 72 Ustawy o obrocie.

[1266] Uzasadnienie projektu z dnia 15 lipca 2021 r. ustawy..., s. 53, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie...,* 2023, Komentarz do art. 72 Nb. 5,
[1267] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022
[1268] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.1 i 8.3, A. Nowak [w:] A. Kidyba (red.), Ustawa..., Komentarz do art. 27 i 32, R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), Ustawa..., Komentarz do art. 27 i 32,
[1269] European Commission, Questions..., s. 16-17,
[1270] FCA, PERG..., 13.3, Q22,
[1271] BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft...,

VII. ZAKRES USŁUGI GWARANTOWANIA EMISJI

Rozdział zawiera opis zakresu usługi maklerskiej gwarantowania emisji. Jest to ostatni z czterech rozdziałów dotyczących opisu wybranych usług maklerskich (oraz ostatni rozdział pracy). Każdy z czterech rozdziałów dotyczących poszczególnych usług maklerskich jest uporządkowany w podobny sposób, według zasady „od ogółu do szczegółu", czyli:

1) rozpoczyna się od opisu **odpowiednika usługi maklerskiej w prawie UE**; w niektórych przypadkach część dotycząca prawa UE jest uzupełniana przedstawieniem poglądów brytyjskiego organu nadzoru (FCA) na zakres tej usługi;
2) druga część dotyczy **zakresu usługi maklerskiej w prawie polskim**;
3) trzecia część zawiera **opis odpowiednika usługi maklerskiej w prawie niemieckim** oraz porównanie definicji usługi w prawie polskim i niemieckim;
4) kończy się przedstawieniem najistotniejszych **wniosków**.

Pełna nazwa analizowanej usługi używana w prawie polskim znajduje się w art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie. Używam uproszczonej nazwy „gwarantowanie emisji", która jest zrozumiała i odróżniająca, a nie rodzi tylu problemów językowych przy stosowaniu, co pełne pojęcie ustawowe. W kwestii nazwy usługi wypowiada się szerzej M. Romanowski[1272].

1. Gwarantowanie emisji w prawie Unii Europejskiej

EBA zauważa, że usługi inwestycyjne nie zostały zdefiniowane w sposób ścisły w MIFID[1273] i to podejście zostało utrzymane w MIFID II. Dotyczy ono w wysokim stopniu analizowanej usługi. Usługa gwarantowania emisji z art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie ma swoje źródło w usłudze inwestycyjnej określonej w Załączniku I Sekcji A pkt (6) MIFID II nazwanej: *gwarantowanie emisji instrumentów finansowych lub subemisja instrumentów finansowych z gwarancją przejęcia emisji*. Po angielsku usługa ta nosi

[1272] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System..., 2023, s. 745-746,
[1273] EBA, *Report on investment..., s. 18,*

nazwę: *underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis*. Nazwa angielska w wyższym stopniu oddaje istotę usługi niż nazwa polska. Słowo underwriting jest pojęciem, które nie ma prostego, jednowyrazowego odpowiednika w języku polskim. Jego występowanie w języku angielskim historycznie wiąże się z ubezpieczeniami morskimi i Lloyd's Coffee House na Tower Street w Londynie. Było to miejsce spotkań osób zajmujących się morskim handlem. Osoba zainteresowana uzyskaniem ubezpieczenia statku polecała tam pośrednikowi (brokerowi) zbieranie podpisów[1274] bogatych kupców pod polisą do czasu aż ryzyko zostało w pełni pokryte[1275]. Literalnie *underwriting* oznacza udzielenie finansowego wsparcia dla jakiegoś przedsięwzięcia, poniesienie kosztów, jeżeli ono się nie powiedzie[1276]. Na rynku akcji *underwrite* oznacza zobowiązanie instytucji finansowej do nabycia nowych akcji, które nie zostaną sprzedane pomimo ich zaoferowania inwestorom[1277]. Używam angielskiego pojęcia *underwriting*, żeby odróżnić tą formę usługi gwarantowania emisji od plasowania z wiążącym zaangażowaniem firmy inwestycyjnej.

1.1. Underwriting

MIFID i MIFID II nie zawierają definicji pojęcia „underwriting". Takie podejście prowadziło do niepewności regulacyjnej w różnych jurysdykcjach. Przykładowo we włoskiej doktrynie[1278] wskazuje się, że brak definicji pojęcia *underwriting'u*, jak i plasowania sprawiał, że te dwie usługi były swego rodzaju zagadką. Doktryna prowadziła spory dotyczące relacji pomiędzy firmą inwestycyjną, a emitentem oraz pomiędzy firmą inwestycyjną, a inwestorem. Jedna z wątpliwości dotyczyła kwestii niezależności *underwriting'u* od plasowania. Większość autorów wskazywała, że

[1274] ang. underwrite oznacza m.in. podpisać,
[1275] A. Mohan, Underwriter in the Indian Capital Market, 2009, SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1501630, dostęp 31.03.2023, s. 3,
[1276] Cambridge University Press & Assessment, Cambridge Dictionary, underwriting, strona internetowa Cambridge Dictionary, https://dictionary.cambridge.org/pl/dictionary/english/underwriting, dostęp 01.04.2023,
[1277] Cambridge University Press & Assessment, Cambridge Dictionary, underwrite, strona internetowa Cambridge Dictionary, https://dictionary.cambridge.org/pl/dictionary/english/underwrite, dostęp 12.12.2023,
[1278] S. Lombardo, Einige..., s. 1197,

underwriting jest funkcjonalnie związany z plasowaniem instrumentów finansowych. Podkreślali oni spójnik „i" znajdujący się pomiędzy usługami *underwriting'u* i plasowania z wiążącym zaangażowaniem w MIFID pomimo, że był on zapisany jako: „i/lub" [1279]. Uznawano, że istotniejszą usługą świadczoną przez firmę inwestycyjną było plasowanie, a underwriting traktowano jako usługę dodatkową (ancillary service) z Załącznika I Sekcji B pkt (6) MIFID. Inna część włoskiej doktryny uznawała niezależny charakter *underwriting'u* jako usługi inwestycyjnej (*investment service*) lub działalności inwestycyjnej (*investment activity*). Prawidłowość stanowiska zakładającego niezależny charakter *underwriting'u* potwierdziło Rozporządzenie 565/2017, które zawiera szczególne obowiązki związane ze świadczeniem usługi *underwriting'u* w art. 38-43. W tych przepisach emitent jest nazywany wprost klientem, co przesądza o kwalifikacji *underwriting'u* jako usługi inwestycyjnej[1280]. Niezależny charakter *underwriting'u* (subemisji inwestycyjnej) nie był kwestionowany w prawie polskim. Sprzyjało wyraźne oddzielenie subemisji inwestycyjnej od subemisji usługowej[1281].

TSUE wypowiadał się w kwestii opodatkowania podatkiem od towarów i usług usługi gwarancji emisji papierów wartościowych (*underwriting guarantee*). Usługa ta nie została nazwana dokładnie tą samą nazwą, która była zawarta w MIFID. W angielskiej wersji wyroku i opinii rzecznika generalnego jest mowa o *underwriting guarantee*, a nie o *underwriting'u*. Jednocześnie z opinii rzecznika generalnego wynika, że kwalifikował on świadczoną usługę jako *underwriting* z pkt 6 załącznika I sekcji A MIFID. Stwierdził on, że: **u*sługi gwarancji emisji papierów wartościowych*** *dotyczą co do zasady sytuacji, w których gwarant zobowiązuje się, za wynagrodzeniem,* ***do nabycia lub subskrypcji (w przypadku nowej emisji) akcji, które nie znajdą nabywcy lub subskrybenta na rynku****. Celem tych usług jest więc zapewnienie, że wyemitowane lub sprzedawane akcje zostaną w całości objęte lub sprzedane, a emitent uzyska kapitał w określonej wysokości*[1282].

[1279] w wersji anglojęzycznej: „and/or", S. Lombardo, Einige rechtsvergleichende Fälle zwischen Italien und Deutschland in den Harmonisierungsbestrebungen des europäischen Kapitalmarkts [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston, s. 1196-1198,

[1280] S. Lombardo, Einige..., s. 1196-1199,

[1281] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie..., Komentarz do art. 4 pkt 12 i 13, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.) Komentarz do ustawy o ofercie publicznej..., Komentarz do art. 4 teza 23-40,

[1282] Opinia Rzecznika Generalnego Niila Jääskinena przedstawiona w dniu 16 grudnia 2010 r., sprawa C-540/09 Skandinaviska Enskilda Banken AB Momsgrupp przeciwko Skatteverket,

TSUE wskazał, że **usługa ma charakter gwarancyjny** i może ona w niektórych przypadkach prowadzić do **nabycia akcji przez instytucje kredytową, jeżeli nie dojdzie do złożenia zapisów na wszystkie akcje w ramach danej emisji**. Może zdarzyć się też przypadek, w którym do takiego nabycia nie dojdzie, jeżeli inwestorzy nabędą wszystkie akcje danej emisji[1283].

Art. 325k i 345 CRR opisują sposób wyznaczania wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka rynkowego i ryzyka pozycji instytucji (banku lub kwalifikowanej firmy inwestycyjnej) w przypadku underwriting'u. Świadczy to o występowaniu w przypadku underwiritingu ryzyka rynkowego, czyli *ryzyka strat wynikających ze zmian cen rynkowych, w tym zmian kursów walutowych lub zmian cen towarów* (art. 4 ust. 1 pkt 141 CRR).

Z uwagi na brak definicji *underwriting'u* w prawie UE warto przytoczyć stanowisko FCA dotyczące zakresu tej usługi:

***Underwriting* to zobowiązanie do objęcia instrumentów finansowych na wypadek gdy inni ich nie nabędą** (*underwriting is a commitment to take up financial instruments where others do not acquire them*)[1284].

Definicja ta jest prosta i zbliżona do pojęcia subemisji inwestycyjnej, które można było wyinterpretować z art. 4 pkt 12 Ustawy o ofercie w brzmieniu sprzed 30 listopada 2019 r. Pojęcie subemisji inwestycyjnej było węższe, ponieważ:

- subemisja dotyczyła papierów wartościowych, a nie instrumentów finansowych,
- instrumenty finansowe musiały być oferowane w ofercie publicznej,
- posłużono się bardziej skomplikowaną przesłanką „nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania" zamiast „inni nie nabędą".

Powyższe trzy ograniczenia wynikają z tendencji polskiego ustawodawcy do wiązania usług oferowania instrumentów finansowych i gwarantowania emisji (subemisji) z pojęciem oferty publicznej. Oferta publiczna dotyczy papierów wartościowych, a nie instrumentów finansowych (art. 2 lit. a i d Rozporządzenia Prospektowego). Ustawa o ofercie publicznej wielokrotnie posługuje się pojęciem zapisu sugerując pierwszeństwo trybu subskrypcji przed innymi sposobami zawarcia transakcji w ofercie publicznej[1285].

[1283] Wyrok TSUE z dnia 10 marca 2011 r., C-540/09, Skandinaviska Enskilda Banken AB Momsgrupp przeciwko Skatteverket,
[1284] FCA, PERG…, 13.3, Q22,
[1285] Vide rozdział I pkt 2.4.2.,

Przyjęcie, że *underwriting* dotyczy tylko emisji sprzedawanych w drodze subskrypcji byłoby zawężające i generowałoby oczywistą lukę w prawie. Pomiędzy MIFIDem, a Rozporządzeniem Prospektowym nie występuje powiązanie w tak mocnej formie, jaką przewidział polski ustawodawca dla gwarantowania emisji. Prawidłowe jest podejście prezentowane przez FCA, które nie zawęża *underwriting'u* do oferty publicznej, papierów wartościowych i trybu subskrypcji. Podobną definicję *underwriting'u* można wyinterpretować z polskiego prawa, jednak wymaga to pewnego wysiłku. Art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie obecnie oraz przed 30.11.2019 wskazywał, że przedmiotem umowy o gwarancję emisji (subemisję inwestycyjną) są instrumenty finansowe, a nie papiery wartościowe. Sugeruje to, że wymienione powyżej trzy ograniczenia definicji subemisji inwestycyjnej nie mogą występować, ponieważ przeciwnym przypadku instrumenty finansowe inne niż papiery wartościowe nie mogłyby być przedmiotem umów o gwarancję emisji. Definicja umowy o gwarancję emisji powinna zostać *de lege ferenda* przeniesiona do Ustawy o obrocie oraz pozbawiona elementów, które wiążą ją z pojęciem oferty publicznej. Zapewni to większą spójność regulacji usług maklerskich, ponieważ wszystkie definicje tych usług zostałyby zebrane w jednym miejscu. Wyeliminowałoby to wskazane powyżej wątpliwości, które wynikają z umieszczenia definicji w Ustawie o ofercie. W praktyce większość przypadków *underwriting'u* dotyczy oferty publicznej. Być może z tego powodu powyższa trudność definicyjna nie jest zauważana i podnoszona w polskim systemie prawa.

1.2. Plasowanie z wiążącym zaangażowaniem (*placing on a firm commitment basis*)

Drugą z form opisywanej usługi w MIFID II jest plasowanie instrumentów finansowych z wiążącym zaangażowaniem (*placing of financial instruments on a firm commiemtment basis*). Pojęcie plasowania jest szerzej analizowane w Rozdziale VI pkt 1.1. – 1.5. Nieuzasadnionym byłoby powtarzanie opisu i wniosków tam przedstawionych. Ograniczę się do krótkiej analizy definicji z naciskiem na pojęcie „wiążącego zaangażowania". MIFID II nie zawiera definicji przedmiotowego pojęcia. Wiążące

zaangażowane polega na przejęciu sprzedawanych instrumentów finansowych, które nie zostały nabyte w procesie plasowania[1286].

KE sformułowała następującą definicję plasowania:

Plasowanie to usługa świadczona przez firmę inwestycyjną dla emitenta, na podstawie której firma [inwestycyjna] podejmuje się plasowania instrumentów finansowych inwestorom na rachunek emitenta (placing is the service provided by an investment firm to an issuer whereby the firm undertakes to place financial instruments with investors on behalf of the issuer)[1287].

FCA twierdzi, że *aspekt „wiążącego zaangażowania" w usłudze plasowania odnosi się do osoby organizującej plasowanie, zamiast do osoby, która zgodziła się na zakup jakichkolwiek instrumentów [finansowych] w ramach plasowania. W związku z tym plasowanie na zasadzie wiążącego zobowiązania ma miejsce, gdy firma [inwestycyjna] zobowiązuje się do zorganizowania plasowania instrumentów finansowych w rozumieniu MiFID oraz* ***zakupu niektórych lub wszystkich instrumentów, których nie uda jej się uplasować osobom trzecim****. Innymi słowy, element plasowania w usłudze z załącznika I sekcji A pkt 6 MIFID II wymaga, aby ta sama osoba prowadziła plasowanie i podjęła się wiążącego zobowiązania [zaangażowania], że niektóre lub wszystkie instrumenty zostaną zakupione.*

(In our view, the 'firm commitment' aspect of the placing service relates to the person arranging the placing, as opposed to the person who has agreed to purchase any instruments as part of the placing. Accordingly, placing on a firm commitment basis occurs where a firm undertakes to arrange the placing of MiFID financial instruments and to purchase some or all the instruments that it may not succeed in placing with third parties. In other words, the placing element of A6 requires the same person to arrange the placing and provide a firm commitment that some or all of the instruments will be purchased)[1288].

FCA uznaje, że „wiążące zaangażowanie" występuje, gdy firma inwestycyjna nabywa instrumenty finansowe, których nie udało się uplasować oraz wyklucza „wiążące zaangażowanie", gdy nabycie następuje jedynie jako element procesu plasowania.

[1286] S. N. Hooghiemstra, Will the Proposed European Crowdfunding Regulation Lead to a 'True' European Market for Crowdfunding?, 2019, https://ssrn.com/abstract=3492981 dostęp 17.02.2022, s. 3,
[1287] European Commission, Questions..., s. 1,
[1288] *Ibidem*,

M. Kurzajewski stoi na stanowisku, że nabycie instrumentów finansowych przez firmę inwestycyjną w procesie plasowania także powinno być kwalifikowane jako gwarantowanie emisji, niezależnie od tego, czy dojdzie do przejęcia niesprzedanych instrumentów finansowych po zakończeniu procesu plasowania[1289]. Stanowisko FCA trudno uznać za decydujące dla wykładni prawa UE. Z uwagi na pojawiające się rozbieżności w interpretacji pojęcia „wiążącego zaangażowania" (*firm commitment*) pożytecznym byłoby zajęcie w tej kwestii stanowiska przez ESMA.

W polskich przepisach prawa nie jest odzwierciedlone podobieństwo usługi plasowania instrumentów finansowych bez wiążącego zaangażowania (*placing of financial instruments without a firm commitment basis*) oraz plasowania instrumentów finansowych z wiążącym zaangażowaniem (*placing of financial instruments on a firm commitment basis*), jakie widać w angielskiej wersji językowej MIFID II. Takie podobieństwo jest widoczne w polskiej wersji językowej MIFID II, gdzie poszczególne usługi są określane jako: subemisja instrumentów finansowych bez gwarancji przejęcia emisji oraz subemisja instrumentów finansowych z gwarancją przejęcia emisji. Brak jest wspólnego znamienia w definicji oferowania instrumentów finansowych (art. 72 Ustawy o ofercie) i definicji umowy o gwarancję emisji (art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie). Jest to wada, która utrudnia zrozumienie istoty tych pojęć i nie sprzyja prounijnej wykładni polskich przepisów.

1.3. Proces związany ze świadczeniem usługi gwarantowania emisji i sub-underwriting

Opis procesu świadczenia usługi maklerskiej (stan faktyczny) jest istotny dla ustalenia kwalifikacji prawnej. Proces świadczenia usługi gwarantowania emisji rzuca światło na zakres tej usługi. Proces ten różni się w zależności od zwyczajów na danym rynku oraz specyfiki instrumentów finansowych. Jako proces opisywana jest emisja od etapu planowania po stronie emitenta po wprowadzenie papieru wartościowego do obrotu w systemie obrotu. Dla niniejszej rozprawy kluczowe są „środkowe" części procesu związane z plasowaniem oraz *underwriting'iem*.

[1289] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.3,

Poza samym plasowaniem i *underwriting'iem* wymieniane są w szczególności następujące etapy procesu emisji: podejmowanie decyzji przez emitenta o emisji, wybór podmiotów świadczących usługi związane z emisją, formowanie konsorcjum podmiotów świadczących usługi na rzecz emitenta, ustalenie struktury emisji (ceny, czasu), czynności pre-marketingowe (badanie rynku), proces sprzedaży (zbieranie zapisów). W tle tego procesu firmy inwestycyjne świadczące usługę gwarantowania emisji mogą sięgać po instrumenty zabezpieczające ryzyko świadczonej usługi. Należą do nich: niska wycena nabywanych papierów wartościowych, czynności pre-marketingowe, pozyskanie podmiotów, które przejmą ryzyko (sub-underwriting) i transakcje zabezpieczające[1290]. Sub-underwriting nie jest rodzajem *underwriting'u* opisywanego w tym rozdziale, ponieważ nie jest usługą świadczoną na rzecz emitenta. Świadczenie usługi na rzecz emitenta jest jednym z elementów definicyjnych usługi gwarantowania emisji w obu jej formach[1291]. Sub-underwriting jest czynnością dokonywana pomiędzy firmą inwestycyjną świadczącą usługę *underwriting'u*, a inwestorem instytucjonalnym lub innym znaczącym inwestorem. Podobny pogląd jest wyrażany na gruncie prawa niemieckiego[1292]. Polskie prawo zawęża krąg klientów usługi gwarantowania emisji w art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie.

1.4. Gwarantowanie emisji przez inne podmioty niż firmy inwestycyjne

Art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie czyni wyłom wobec zasady, że usługi maklerskie mogą być świadczone tylko przez podmioty, którym udzielono zezwolenia na prowadzenie takiej działalności. Przepis ten określa, że usługę gwarantowania emisji w formie dawnej subemisji inwestycyjnej (*underwrting*) może świadczyć: *bank, firma inwestycyjna, zagraniczna firma inwestycyjna, fundusz inwestycyjny, alternatywna spółka inwestycyjna zarządzana przez zarządzającego ASI w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych prowadzącego działalność na podstawie zezwolenia, otwarty fundusz emerytalny, zakład ubezpieczeń, polska lub zagraniczna instytucja finansowa*

[1290] CESR, CESR's Responses to Questions 15-18..., 9-12
[1291] Vide rozdział VI pkt 1.2. i 2.2. oraz rozdział VII pkt 1.5. i 2.4.,
[1292] F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG..., s. 90-91, BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft...,

mająca siedzibę w państwie należącym do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) lub konsorcjum tych podmiotów.

Od strony systematyki przepisów wyłączenie obowiązku uzyskania zezwolenia powinno być umieszczone w art. 70 Ustawy o obrocie, a nie w przepisach Ustawy o ofercie.

Opisane powyżej wyłączenie nie jest kwestionowane w doktrynie, ani w literaturze[1293]. Autorzy wskazują różne przyczyny tak zakreślonego katalogu podmiotów, które mogą świadczyć usługę gwarantowania emisji w wariancie odpowiadającym dawnej subemisji inwestycyjnej. A. Chłopecki przyjmuje, że lista podmiotów uprawnionych do świadczenia usługi subemisji inwestycyjnej[1294] składa się z instytucji finansowych, które zdaniem ustawodawcy są w stanie w sposób merytoryczny ocenić sens (potencjalnej) inwestycji. Autor ten nie wyklucza możliwości zawarcia „umowy emisyjnej" przez podmioty nie wymienione w przepisie[1295]. M. Romanowski dostrzega w tym przepisie ograniczenie zasady swobody umów, która obowiązywała pod rządami PPOPWFP. Jego zdaniem podmioty wymienione w katalogu podmiotów uprawnionych do świadczenia usługi gwarantowania emisji w wariancie odpowiadającym dawnej subemisji inwestycyjnej podlegają kontroli wyspecjalizowanych organów państwowych oraz są zobligowane do uzyskania odpowiednich zezwoleń lub zgód administracyjnych na prowadzenie działalności[1296].

Spoglądając na art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie z perspektywy prawa UE można dojść do wniosku, że polski ustawodawca wykroczył poza ramy zakreślone przez dyrektywy. Mając na uwadze mnogość i złożoność przepisów sektorowych odniosę się do niego w zakresie funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeń. MIFID II zawiera w art. 2 ust. 1 lit. i postanowienie wyłączające jego stosowanie względem funduszy inwestycyjnych:

[1293] K. Haładyj, Subemisja…, s. 90-93, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 666, M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie…* 2023, Komentarz do art. 14a Nb. 8 i 9, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.) Komentarz do ustawy o ofercie…, Komentarz do art. 14, pkt 3, I. Kuska-Żak, M. Żak, Oferta publiczna i warunki wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółki publiczne. Komentarz, LEX 2006, Komentarz do art. 14, pkt III, M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany, Warszawa 2006, s. 71-73,

[1294] W przytaczanej publikacji autor literalnie pisze o subemisji usługowej. Jest to oczywista omyłka pisarska, ponieważ autor komentuje dawny art. 14 ust. 3 Ustawy o ofercie, który dotyczył subemisji inwestycyjnej, a także odnosi się do szerokiego kręgu podmiotów, które mogą świadczyć tą usługę.

[1295] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie…, Komentarz do art. 14 pkt 3,

[1296] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 666,

Art. 2 ust. 1. Niniejsza dyrektywa nie ma zastosowania do:

i) przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania i funduszy emerytalnych, bez względu na to, czy ich działalność jest koordynowana na poziomie Unii, oraz depozytariuszy lub osób zarządzających takimi przedsiębiorstwami;

Implementacja tego przepisu znajduje się w art. 70 ust. 1 pkt 6 Ustawy o obrocie. Analogiczna regulacja występowała w MIFID. Wynikała ona z faktu, że działalność wymienionych wyżej podmiotów regulują inne przepisy np. Dyrektywa UCITS[1297].

Art. 5 ust. 1 MIFID II wymaga uzyskania zezwolenia właściwych organów na prowadzenie usług inwestycyjnych (*investment services*) w sposób profesjonalny i regularny. *Underwriting* jest usługą inwestycyjną, a nie działalnością inwestycyjną tzn. przy jego wykonywaniu występuje podmiot będący klientem[1298]. Dyrektywa UCITS i AIFMD dopuszczają wykonywanie pewnej działalności, którą można zakwalifikować jako usługa inwestycyjna, przez AIFM oraz spółki zarządzające UCITS (odpowiedniki TFI w przypadku funduszy inwestycyjnych). Możliwość ta wynika z art. 6 ust. 3 i 4 Dyrektywy UCITS oraz art. 6 ust. 5 i 6 AIFMD. Czynnościami tymi są zarządzanie portfelem i doradztwo inwestycyjne, a w przypadku spółek zarządzających UCITS dodatkowo PPZ. Wykonywanie takich czynności podlega wymogom MIFID II przez odesłania zawarte w art. 6 ust. 4 Dyrektywy UCITS oraz art. 6 ust. 6 AIFMD. Stosowanie obowiązków wynikających z MIFID II potwierdza także art. 1 ust. 1 Rozporządzenia 565/2017. Z tych przepisów wynika, że ustawodawca unijny przewiduje czasami możliwość świadczenia usług inwestycyjnych przez podmioty wymienione w Dyrektywie UCITS i AIFMD. Taka możliwość jest przewidziana wprost w przepisach, a ustawodawca unijny zapewnił stosowanie w takich przypadkach odpowiednich przepisów MIFID II, dotyczących m.in. ochrony inwestorów. Taki zabieg legislacyjny nie został wykonany przez ustawodawcę unijnego w zakresie *underwriting'u*, który miałby być świadczony przez UCITS lub AFI, które są odpowiednikami polskich funduszy inwestycyjnych. UCITS i AFI są uprawnione do **inwestowania zebranych środków zgodnie z odpowiednią polityką inwestycyjną** oraz przy zachowaniu wymogów

[1297] P. Zawadzka, Pakiet MiFID a regulacje unijne dotyczące przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania [w:] E. Rutkowska-Tomaszewska (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014, s. 146,

[1298] D. Busch, MIFID II: Stricter…, s. 2, S. Lombardo, Einige…, s. 1196-1199,

wynikających z przepisów prawa[1299]. Dyrektywa UCITS i AIFMD nie zezwalają wprost na prowadzenie przez UCITS lub AFI działalności w postaci *underwriting'u* w rozumieniu Załącznika I Sekcji A pkt (6) MIFID II. Działalność UCITS i AFI polegająca na inwestowaniu zebranych środków może być traktowana jako inny reżim regulacyjny dla działalności inwestycyjnej (*investment activity*) zawierania transakcji na własny rachunek (załącznik I sekcja A pkt (3) MIFID II). Ze względu na uznanie *underwriting'u* za usługę trudno uznać, że mieści się on w pojęciu „inwestowanie zebranych środków zgodnie z odpowiednią polityką inwestycyjną".

W przypadku zakładów ubezpieczeń, wspomnianych w art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie, warto zwrócić uwagę na wyłącznie z art. 70 ust. 1 pkt 1 Ustawy o obrocie. Przepis ten wyłącza stosowanie przepisów m.in. o obowiązku uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej wobec zakładów ubezpieczeń. Stanowi on implementację art. 2 ust. 1 lit. a MIFID II, który wyłącza działalność zakładów ubezpieczeń z zakresu regulacji MIFID II w zakresie w jakim wykonują one czynności określone w Dyrektywie 2009/138. Wspomniana dyrektywa dotyczy działalności w dziedzinie ubezpieczeń bezpośrednich lub reasekuracji[1300]. Nie upoważnia ona do świadczenia przez zakłady ubezpieczeń usługi *underwriting'u* instrumentów finansowych. Dotyczy ona prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej. Te rodzaje działalności są świadczone w innym reżimie regulacyjnym niż usługi inwestycyjne.

Z powyższych powodów art. 14a ust. 5 Ustawy w zakresie, w jakim dotyczy zakładów ubezpieczeń i funduszy inwestycyjnych, stanowi wadliwe wdrożenie MIFID II i naruszenie przez polskiego ustawodawcę przepisów prawa UE.

Wydaje się, że rozszerzenie zakresu podmiotów, które mogą świadczyć usługę gwarantowania emisji zgodnie z art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie może wynikać z założenia, że czynność opisana w tym przepisie polega na nabyciu instrumentów finansowych i nie jest usługą inwestycyjną (*investment service*), a co najwyżej działalnością inwestycyjną (investment activity). To by prowadziło do zrównania *underwriting'u* z nabyciem instrumentów finansowych na własny rachunek. Działalność nabywania instrumentów finansowych na własny rachunek wymaga przekroczenia

[1299] art. 4 ust. 1 lit. a AIFMD oraz art. 1 ust. 2 lit. a Dyrektywy UCITS,
[1300] art. 14 ust. 1 Dyrektywy 2009/138,

wyższego progu intensywności jej wykonywania dla powstania obowiązku uzyskania zezwolenia niż inne usługi i działalności maklerskie[1301]. Mając na względzie, że ustawodawca unijny uznał, iż świadczenie usługi *underwriting'u* wymaga uzyskania zezwolenia na świadczenie usługi inwestycyjnej (art. 5 MIFID II) oraz oddzielił ją od nabywania instrumentów finansowych na własny rachunek nie można zgodzić się z założeniem postawionym na wstępie tego akapitu. Podmioty określone w art. 14 ust. 5 Ustawy o obrocie nie powinny być uprawnione do świadczenia usługi gwarantowania emisji. Są one czasami uprawnione do wykonywania działalności lub świadczenia usług, których treść ekonomiczna jest podobna do gwarantowania emisji w formie odpowiadającej dawnej subemisji inwestycyjnej. Taką działalnością mogłoby być np. udzielenie ubezpieczenia zabezpieczającego ryzyko dojścia do skutku emisji albo zawarcie przez fundusz inwestycyjny warunkowej transakcji sprzedaży instrumentów finansowych w ramach lokowania środków funduszu. Taka działalność nie stanowi gwarantowania emisji. Podlega ona innemu reżimowi regulacyjnemu niż usługi maklerskie np. związanemu z dystrybucją ubezpieczeń albo z działalnością funduszy inwestycyjnych.

Rozszerzenie zakresu podmiotów uprawniony do świadczenia usługi gwarantowania emisji w formie dawnej subemisji inwestycyjnej może być wynikiem cywilnoprawnego rozpoznania tej usługi jako umowy sprzedaży (art. 535 KC w zw. z art. 555 KC) zawieranej pomiędzy emitentem, a nabywcą. Jeżeli taka umowa traktowana byłaby jak umowa sprzedaży, to można uznać art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie jako ograniczenie swobody kontraktowania i obrotu papierami wartościowymi. W tym kontekście zrozumiałe byłoby stanowisko A. Chłopeckiego, który nie wyklucza możliwości zawarcia „umowy emisyjnej" przez podmioty nie wymienione w przepisie[1302]. To stanowisko pomija element zabezpieczenia ryzyka niepowodzenia emisji lub oferty[1303]. Umowa *underwritingu* (umowa gwarantowania emisji z art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie) jest rodzajem umowy losowej (*aleatory contract*) tzn. takiej umowy, w której świadczenia stron względem siebie są warunkowanie przez zdarzenie niepewne. Jako

[1301] Vide rozdział V pkt 1.2.,

[1302] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie..., Komentarz do art. 14 pkt 3,

[1303] Opinia Rzecznika Generalnego Niila Jääskinena przedstawiona w dniu 16 grudnia 2010 r., sprawa C-540/09 Skandinaviska Enskilda Banken AB Momsgrupp przeciwko Skatteverket, vide rozdział VII pkt 2.3.,

przykłady takich umów podaje się także umowy gry lub zakładu (*gambling agreements*), umowy ubezpieczenia, czy instrumenty pochodne (*derivatives*). Ingerencja publicznoprawna ustawodawcy w zawieranie umów losowych jest zabiegiem typowym w różnych dziedzinach gospodarki m.in. przez wydawanie zezwoleń na jej prowadzenie, określanie wymogów technicznych i organizacyjnych jej prowadzenia. Wynika to m.in. z konieczności zapewnienia wypłacalności podmiotów, których prawa i obowiązki wynikające z zawieranych umów zależą od zdarzeń niepewnych[1304].

Pewnym wyjaśnieniem dla rozszerzenia zakresu podmiotów jest historyczny rozwój usługi gwarantowania emisji (subemisji) w prawie polskim. W PPOPWFP nie występowała regulacja takiej usługi. W konsekwencji zasady świadczenia usług gwarantowania emisji w tamtym okresie były kształtowane w oparciu o zasadę swobody umów. Uznawano, że co do zasady każdy podmiot miał kompetencję do zawarcia umowy o świadczenie usługi gwarantowania emisji[1305]. Usługa subemisji została wprowadzona do porządku prawnego w PPOPW. Przez cały okres obowiązywania PPOPW katalog podmiotów uprawnionych do świadczenia subemisji inwestycyjnej był zawarty w art. 76 ust. 2 tego aktu prawnego. Katalog ten następnie został przeniesiony do Ustawy o ofercie. Ulegał on ewolucyjnym zmianom na przestrzeni lat.

Jeżeli podmioty określone w art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie mogłyby świadczyć usługę *underwiting'u*, to byłby to arbitraż regulacyjny, który można też nazwać naruszeniem zasady równych reguł gry (*level playing field*)[1306]. Istniałyby podmioty, które mogłyby wykonywać usługę maklerską nie podlegając regulacjom właściwym dla firm inwestycyjnych. Żaden przepis nie nakłada na te podmioty obowiązków właściwych dla firm inwestycyjnych związanych ze świadczeniem usługi gwarantowania emisji. Jako przykład można podać m.in. obowiązki względem klienta (np. badanie adekwatności, obowiązki informacyjne, obowiązki z zakresu zarządzania konfliktami interesów, obowiązki przewidziane w art. 38, 42 i 43 Rozporządzenia 565/2017), obowiązki w

[1304] E. Callens, Derivative ..., s. 4-5 i 13-17,

[1305] M. Pawełczyk, Gwarantowanie..., s. 102 i 137-140, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System..., 2018, s. 666,

[1306] A. Morrison, L. White, Level Playing Fields in International Financial Regulation, The Journal of Finance, Vol. 64, No. 3 (Jun., 2009), s. 1099, E. Wymeersch, Financial..., s. 5-6,

zakresie adekwatności kapitałowej, obowiązki w zakresie sprawozdawczości nadzorczej, czy sprawozdawczości rynkowej.

Wydaje się, że podobna analiza mogłaby zostać przeprowadzona także wobec większości podmiotów określonych w art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie innych niż firmy inwestycyjne. Np. instytucje finansowe nie występują w ogóle w art. 2 MIFID II. art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie powinien zostać *de lege ferenda* usunięty.

1.5. Klient usługi gwarantowania emisji

Polskie prawo przewiduje, że klientem usługi gwarantowania emisji jest emitent lub oferujący w rozumieniu Rozporządzenia Prospektowego (art. 4 pkt 13a oraz art. 14a ust. 1 i 2 Ustawy o ofercie)[1307]. Ustawodawca literalnie nie przewiduje możliwości świadczenia usługi na rzecz wystawcy, ponieważ Ustawa o ofercie dotyczy papierów wartościowych, a wystawca jest emitentem instrumentów finansowych innych niż papiery wartościowe. Zakres usługi gwarantowania emisji wynika ostatecznie z MIFID II i Ustawy o obrocie, które wprost wskazują, że usługa ta dotyczy instrumentów finansowych. Argumentacja przemawiająca przeciwko możliwości świadczenia na rzecz oferującego usługi gwarantowania emisji jest analogiczna, jak w przypadku usługi oferowania instrumentów finansowych[1308].

2. Gwarantowanie emisji w prawie polskim

Poniżej jest przedstawiona polska regulacja usługi gwarantowania emisji, która do 2019 r. była nazywana subemisją usługową i subemisją inwestycyjną.

2.1. Definicja usługi gwarantowania emisji

Usługa gwarantowania emisji została wymieniona w art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie. Jej dokładna nazwa to *świadczenie usług w wykonaniu zawartych umów o*

[1307] M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie…* 2023, Komentarz do art. 14a Nb. 7,

[1308] Vide rozdział VI pkt 1.2., 2.2. oraz rozdział VII pkt 1.3.,

gwarancję emisji lub zawieranie i wykonywanie innych umów o podobnym charakterze, jeżeli ich przedmiotem są instrumenty finansowe. Umowa o gwarancję emisji jest zdefiniowana w art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie jako *umowa między emitentem lub oferującym a gwarantem emisji, w której gwarant emisji zobowiązuje się do zapewnienia dojścia do skutku emisji lub sprzedaży papierów wartościowych w drodze oferty publicznej.* Ustawodawca nie wyjaśnia bliżej, czym są umowy o podobnym charakterze do umowy o gwarancję emisji. To pojęcie nie jest także przedmiotem publicznie dostępnych stanowisk nadzorcy.

Jest to jedyna usługa maklerska *sensu stricto*, która *de lege lata* jest definiowana przez ustawodawcę przez odwołanie do określonego rodzaju umowy. Nie jest to prawidłowa technika legislacyjna, ponieważ sam fakt zawarcia umowy, a tym bardziej umowy pisemnej, nie powinien decydować o świadczeniu usługi maklerskiej. Świadczy o tym m.in. praktyka UKNF polegająca na zarzucaniu firmom inwestycyjnym „bezumownego świadczenie usługi maklerskiej"[1309].

Literalnie definicja umowy o gwarancję emisji podawana przez ustawodawcę nie jest jasna i jednoznaczna. Podstawową trudność sprawia ustalenie, czy czynność gwaranta emisji polega na:

1) zobowiązaniu do zapewnienia dojścia do skutku emisji w drodze oferty publicznej lub zobowiązaniu do zapewnienia dojścia do skutku sprzedaży papierów wartościowych w drodze oferty publicznej, czy

2) sprzedaży papierów w drodze oferty publicznej lub zobowiązaniu do zapewnienia dojścia do skutku emisji.

Każde z możliwych rozwiązań budzi wątpliwości. **Podejście nr 1** mogłoby oznaczać, że **ustawodawca usunął z definicji usługi z art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie elementy plasowania instrumentów finansowych,** pośrednictwa wykonywanego na rzecz emitenta lub sprzedającego. W poprzednim stanie prawnym subemisja usługowa zawierała takie elementy[1310]. Są one jednoznacznie wskazane w pkt 6 Załącznika I Sekcji A MIFID II. Aktualnie pozostałością tej regulacji jest art. 14a ust. 1 Ustawy o ofercie, który prezentuje jeden z modeli świadczenia usługi, w którym *gwarant emisji zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości albo części papierów*

[1309] W. Pietrzyk [w:] J. Bąk, W. Pietrzyk, Rynek..., s. 56-57,

[1310] T. Sójka [w:] T. Sójka (red.) Komentarz do ustawy o ofercie..., Komentarz do art. 4, pkt 33,

wartościowych danej emisji oferowanych wyłącznie temu podmiotowi w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej. Powstaje wątpliwość, czy gwarant w celu zbywania instrumentów finansowych w ofercie publicznej powinien dodatkowo posiadać zezwolenie na oferowanie instrumentów finansowych. Jeżeli uzyskanie zezwolenia nastąpiło przed zmianą definicji usługi gwarantowania emisji (30.11.2019 r.), to na rzecz takiego podmiotu przemawiałaby konstytucyjna zasada ochrony praw nabytych, która zakazuje arbitralnego znoszenia lub ograniczania praw podmiotowych podmiotom prywatnym występującym w obrocie prawnym[1311].

Podejście nr 2 literalnie obejmuje **zapewnienie dojścia do skutku emisji**, które można odnieść **wyłącznie do obrotu pierwotnego** tzn. działania na rzecz emitenta, a nie oferującego. Powodowałoby to **wewnętrzną sprzeczność w art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie**, który daje możliwość świadczenia usługi zarówno na rzecz emitenta, jak i oferującego. Ponadto definiowanie gwarantowania emisji jako sprzedaży papierów wartościowych w drodze oferty publicznej budzi wątpliwości, ponieważ nie zawiera w sobie jednoznacznego sformułowania o konieczności sprzedaży instrumentów finansowych przez gwaranta we własnym imieniu i na własny rachunek gwaranta przy przejęciu ryzyka rynkowego związanego ze zbywanymi instrumentami finansowymi. Z tego powodu analizowaną część definicji trudno byłoby odróżnić od innych form pośrednictwa opartych o czynności faktyczne, zastępstwo pośrednie lub zastępstwo bezpośrednie[1312]. Takie formy pośrednictwa nie były przed 30.11.2019 r. powiązane z usługą subemisji inwestycyjnej i usługowej[1313]. Są one kwalifikowane jako inne czynności maklerskie, w szczególności PPZ, wykonywanie zleceń lub oferowanie instrumentów finansowych[1314].

Ustawodawca dokonujący opisywanych zmian dążył jedynie do swego rodzaju uproszczenia regulacji, deregulacji i pozostawienia woli stron kształtowanie relacji między nimi w zakresie usługi gwarantowania emisji[1315]. Pozostawił element

[1311] W. Trybka, Koncepcja władztwa procesowego, Lex, Zeszyty Naukowe Sądownictwa Administracyjnego, 2017, nr 1, s. 65-76,

[1312] E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5b…, s. 37-39,

[1313] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie…, Komentarz do art. 4 pkt 12 i 13, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.) Komentarz do ustawy o ofercie publicznej…, Komentarz do art. 4 teza 23-40,

[1314] vide rozdział IV, V i VI,

[1315] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 3755…, s. 6, 9 i 10 uzasadnienia,

plasowania w art. 4 pkt 3 lit. b Ustawy o ofercie[1316] oraz w art. 14a ust. 1 Ustawy o ofercie. Z tego powodu najbardziej prawdopodobnym jest, że zakres usługi gwarantowania emisji co do zasady powinien odpowiadać zakresowi dawnej subemisji usługowej i subemisji inwestycyjnej łącznie. Takie podejście wydaje się także zapewniać względną zgodność z wzorcem unijnym usługi[1317].

Umieszczenie przez ustawodawcę siatki pojęciowej związanej z usługą gwarantowania emisji w Ustawie o ofercie nie pozostaje bez wpływu na rozumienie tej usługi i jej analizy w piśmiennictwie. Podkreśla się jej związanie z ofertą publiczną, a rzadko i skrótowo analizuje pod kątem zastosowania w okolicznościach innych niż oferta publiczna albo pod kątem definicji usługi z art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie[1318]. Podobnie zjawisko występowało w poprzednim stanie prawnym[1319]. Zawężenie usługi gwarantowania emisji do umowy o gwarancję emisji z art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie oraz papierów wartościowych nie jest możliwe z uwagi na treść art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie.

2.2. Subemisja, a gwarantowanie emisji

Od czasu wejścia w życie Ustawy o ofercie do 30.11.2019 zamiast gwarantowania emisji występowały pojęcia **umowy o subemisję inwestycyjną** i **umowy o subemisję usługową**. Pojęcie subemisji inwestycyjnej i subemisji usługowej występowało już na gruncie PPOPW[1320]. Ustawodawca dokonując tej korekty informował, że jego celem jest deregulacja gwarantowania emisji poprzez pozostawienie jego kształtowania przez emitenta i podmioty gwarantujące, przede wszystkim w oparciu o przepisy prawa cywilnego[1321]. To uzasadnienie wydaje się być nieprzemyślane. Definiując umowę gwarancji emisji ustawodawca nie reguluje wyłącznie przepisu prywatnoprawnego, ale także przepis administracyjnoprawny o zakresie działalności maklerskiej wymagającej uzyskania zezwolenia. Przepis ten ma publiczno-prywatny charakter właściwy dla

[1316] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 746-747,
[1317] Vide rozdział VII pkt 1.1.-1.5.,
[1318] M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie…* 2023, Komentarz do art. 14a Nb. 1-10, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 746-747,
[1319] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 677,
[1320] M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie…* 2023, Komentarz do art. 14a Nb. 1,
[1321] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 3755…, s. 6, 9 i 10 uzasadnienia

przepisów prawa rynku kapitałowego[1322]. Ustawodawca w sposób zamierzony dokonał zastąpienia przepisów typu *ius cogens* zasadą swobody umów. Jednocześnie w sposób niezamierzony dokonał korekt w przepisie, który był źródłem przesłanek interpretacyjnych wykorzystywanych przy odkodowywaniu zakresu usługi maklerskiej. Deregulacja polegająca na rozmyciu i przesunięciu granic zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej wymaga głębszego uzasadnienia, jednak nie zostało ono sporządzone[1323]. Jest to zmiana, która ma na celu bliżej nieokreśloną poprawę przepisu. Jednocześnie pociąga ona za konsekwencje typowe dla zmiany w prawie m.in. poddaje w wątpliwość albo dezaktualizuje dotychczasowy dorobek doktryny i orzecznictwa. Z tego powodu opisywana zmiana sprawia wrażenie niecelowej, a przez to wykraczającej poza zasady dobrej legislacji. Zarzucić jej można brak potrzeby i celu wydania ustawy oraz wątpliwości co do różnicy w stanie prawnym sprzed zmiany i po zmianie[1324].

Mając na uwadze brak znaczących zmian jakościowych wynikających ze zmiany subemisji na gwarantowanie emisji[1325] należy przyjąć, że dotychczasowy dorobek doktryny dotyczący usługi subemisji inwestycyjnej i usługowej może być wykorzystany przy analizie usługi gwarantowania emisji. Wskazówką przemawiającą za brakiem zmiany istoty usługi może być także brak oficjalnych stanowisk UKNF lub KNF po wejściu w życie Ustawy wdrażającej Rozporządzenie Prospektowe, które dotyczyłyby zakresu gwarantowania emisji. W przypadku zmiany zakresu oferowania instrumentów finansowych, czy PPZ KNF wypowiadał się wielokrotnie[1326].

Poprzednie brzmienie przepisów o subemisji w wyższym stopniu precyzowało zakres definiowanej usługi. Art. 4 pkt 12 i 13 Ustawy o ofercie w brzmieniu sprzed 30 listopada 2019 r. zawierały definicje subemitenta inwestycyjnego i subemitenta usługowego. ***Subemitentem inwestycyjnym*** *był podmiot będący stroną zawartej* ***z emitentem albo sprzedającym*** *umowy, w której podmiot ten* ***zobowiązał się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych oferowanych w ofercie***

[1322] vide rozdział I pkt 1.5.,
[1323] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 3755…, s. 6, 9 i 10 uzasadnienia,
[1324] art. 34 ust. 2 pkt 1 i 3 Regulaminu Sejmu, vide rozdział VII pkt 2.1.,
[1325] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2023, s. 746-747, Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 3755…, s. 6, 9 i 10 uzasadnienia,
[1326] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2019, UKNF, *Komunikat Urzędu…*, UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022, Wypowiedzi Zastępcy Przewodniczącego KNF R. Mikusińskiego…,

publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania*. Subemitentem usługowym był podmiot będący stroną zawartej z* ***emitentem albo sprzedającym*** *umowy, w której podmiot ten* ***zobowiązał się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej****.*

W Ustawie o funduszach ustawodawca uwzględnił zmianę nazwy usługi z 2019 r. z subemisji na gwarancję emisji dopiero od 29 września 2023 r. Przed tą datą art. 31 ust. 2 pkt 4 i 5, art. 105 i 156 Ustawy o funduszach odnosiły się do usług subemisji inwestycyjnej i subemisji usługowej.

2.3. Istota usługi gwarantowania emisji

Przedstawiciele doktryny analizując przepisy dotyczące subemisji, czy gwarancji emisji często odwołują się na wstępie do anglo-saskiego pochodzenia tej regulacji oraz przywołują kontekst i cel tej regulacji w obcych systemach prawnych[1327]. Ma to na celu umiejscowienie opisywanej usługi w pewnym kontekście, który ułatwia jej wykładnię. Mając na uwadze dość niejasną definicję umowy o gwarancję emisji przywołam ten kontekst i cel regulacji dla zrozumienia granic usługi.

Doktryna wiąże sens gwarantowania emisji (subemisji) z **przejęciem** przez podmiot świadczący usługę **ryzyka niepowodzenia oferty** tzn. potencjalnego braku zainteresowania nabywców dla emitowanych lub sprzedawanych akcji. Skorzystanie przez emitenta lub oferującego z gwarantowania emisji ma na celu zabezpieczenie jego wpływów z emitowanych lub sprzedawanych instrumentów finansowych[1328]. W przypadku usługi gwarantowania emisji w formie dawnej subemisji usługowej celem jest też **wspomaganie plasowania instrumentów finansowych**[1329].

[1327] M. Michalski [w:] A. Kidyba (red.) Spółka akcyjna, LEX 2014, Część 4, Rozdział 1, § 2, pkt 2, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 653-659, A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie…, Komentarz do art. 4 pkt 12 i 13, E. Frankowski, Gwarantowanie emisji w prawie amerykańskim i polskim, Przegląd Prawa Handlowego 2003 Nr 2, s. 35-42, M. Pawełczyk, Gwarantowanie…, s. 61-73,

[1328] K. Haładyj, Subemisja w obrocie papierami wartościowymi, Monitor Prawa Bankowego nr 07-08 2014, s. 89-91, A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie…, Komentarz do art. 4 teza 12 i 13, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 660, 670, 671, M. Pawełczyk, Ograniczenia zamknięcia emisji akcji w spółce publicznej, LEX, Prawo Papierów Wartościowych, luty 2001, s. 11-19, M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, Akcje…, s. 71,

[1329] M. Pawełczyk, Gwarantowanie…, s. 127-132,

Występują **dwa podstawowe modele świadczenia** tej **usługi**. Pierwszy zakłada zadeklarowanie przez gwaranta w sposób wiążący, że nabędzie on instrumenty finansowe, które nie zostaną sprzedane w ramach oferty w całości lub w części. Drugi model przewiduje nabycie przez gwaranta instrumentów finansowych od emitenta lub oferującego w celu ich uplasowania na rynku. Jako różnice pomiędzy nimi wskazywano: brak obowiązku angażowania środków przez gwaranta przed rozpoczęciem procesu oferowania oraz brak obowiązku sprzedaży nabytych instrumentów finansowych inwestorom w pierwszym modelu świadczenia usługi. W obu wariantach usługi instrumenty finansowe, których nie uda się uplasować, pozostają własnością gwaranta[1330]. Przed 30 listopada 2019 dwa modele świadczenia usługi gwarantowania emisji były bardziej wyeksponowane przez podział na subemisję inwestycyjną i usługową. Obecnie dawna subemisja usługowa została opisana w art. 14a ust. 1 i 2 Ustawy o ofercie, a dawna subemisja inwestycyjna w art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie.

W doktrynie opisywany jest tzw. ***underwriting* typu *best effort***, w którym podmiot świadczący usługę zobowiązuje się wskazać nabywców na nabywane akcje lub dołożyć wszelkich starań w celu doprowadzenia do sprzedaży papierów wartościowych, a zobowiązanie to wykonuje przez zorganizowanie sieci sprzedaży lub wskazanie nabywców[1331]. Słusznie odrzuca się możliwość zakwalifikowania takich czynności jako subemisji inwestycyjnej lub usługowej[1332] (gwarantowania emisji). *B*rak jest w tym przypadku elementu wiążącego zaangażowania (*firm commitment*)[1333].

W doktrynie[1334] wyróżnia się **subemisję komisową**. Polega ona na zbywaniu instrumentów finansowych w imieniu własnym na rachunek emitenta lub oferującego. Słusznie przy tym podnosi się wątpliwości co do możliwości zakwalifikowania takiej usługi jako usługi maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie[1335]. Działanie na

[1330] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 660-661, K. Haładyj, Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Legalis 2009, komentarz do art. 14 Nb. 2 i 6 oraz komentarz do art. 15 Nb. 2, 3 i 5, P. Zapadka [w:] M. Michalski (red.) Ustawa…, Komentarz do art. 14, Nb. 18, M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie…* 2018, Komentarz do art. 15 Nb. 1-2, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.) Komentarz do ustawy o ofercie publicznej…, Komentarz do art. 4 teza 25 i 34, Komentarz do art. 15, teza 5, A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie…, Komentarz do art. 4 teza 12.2 i 13.2,

[1331] E. Frankowski, Gwarantowanie…, s. 36,

[1332] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 653-654,

[1333] Vide rozdział VII pkt 1.2.,

[1334] M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 677,

[1335] *Ibidem*, s. 677,

rachunek klienta sugeruje, że podmiot świadczący taką usługę nie ponosi ryzyka powodzenia oferty. W zależności od szczegółów stanu faktycznego taka usługa mogłaby zostać zakwalifikowana jako oferowanie instrumentów finansowych, przyjmowanie i przekazywanie zleceń albo wykonywanie zleceń.

W definicji subemisji usługowej oraz w aktualnym art. 14a ust. 1 Ustawy o ofercie powtarza się warunek, by **papiery wartościowe** były **oferowane wyłącznie podmiotowi świadczącemu usługę** dawnej subemisji usługowej (gwarantowania emisji w formie obejmującej plasowanie). Ten warunek nie jest głębiej analizowany w doktrynie[1336]. Moim zdaniem jest on nadliczbowy. W przypadku, gdyby został uznany za konstrukcyjny element usługi gwarantowania emisji doszłoby do wyłączenia z zakresu tej usługi stanów faktycznych, w których emitent proponuje nabycie emitowanych instrumentów finansowych kilku potencjalnym gwarantom, w szczególności kliku gwarantom z rzędu. Może się tak stać np. w celu uzyskania możliwie najlepszej ceny. Jednym z takich działań może być aukcja holenderska (*Dutch auction*). Jest to rodzaj aukcji, w której początkowa cena jest ustalana wysoko, a następnie maleje w miarę sprzedaży instrumentów finansowych. Przykładowo emitent zamierza sprzedać 100 akcji. Zbiera on deklaracje zakupu od uczestników aukcji. Kupujący składają następujące deklaracje:

kupujący nr 1 deklaruje zakup 80 akcji po 10 złotych za sztukę,

kupujący nr 2 deklaruje zakup 80 akcji po 12 złotych za sztukę,

kupujący nr 3 deklaruje zakup 50 akcji po 8 złotych za sztukę.

Ostateczna cena akcji zostaje ustalona na 10 złotych, a akcje zostają przyznane kupującemu nr 1 i 2. Kupujący nr 1 otrzyma 80 akcji, a kupujący nr 2 otrzyma 20 akcji. Kupujący nr 3 nie otrzyma żadnych akcji, ponieważ wskazana przez niego cena zakupu jest poniżej ceny sprzedaży. Mechanizm aukcji holenderskiej został wykorzystany m.in. przy pierwszej ofercie publicznej akcji Google Inc. W tamtym przypadku spółka nie korzystała z usług banków inwestycyjnych występujących w roli gwarantów emisji[1337].

[1336] M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie…* 2023, Komentarz do art. 14a Nb. 6, A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie…, Komentarz do art. 4 teza 13.1,

[1337] Corporate Finance Institute, Dutch Auction, 15.03.2023, https://corporatefinanceinstitute.com/resources/capital-markets/dutch-auction/ dostęp 13.04.2023, A. I. Anand, Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?, 2005, Yale Law & Economics Research Paper No. 320, SSRN: https://ssrn.com/abstract=794464, dostęp 08.08.2023, s. 3-8,

Powyższy mechanizm mógłby zostać teoretycznie użyty także z udziałem gwarantów emisji. Jeżeli nabywcy byliby zobowiązani do późniejszej sprzedaży nabytych instrumentów finansowych inwestorom, to trudno uznać sam element zaoferowania instrumentów finansowych kilku podmiotom za decydujący o braku kwalifikacji danej usługi jako gwarantowanie emisji.

Przesłanka „wyłączności" mogłaby też wykluczyć możliwość świadczenia usługi gwarantowania emisji w formie z art. 14a ust. 1 Ustawy o ofercie, jeżeli emitent zaoferowałby świadczenie usługi i nabycie papierów wartościowych jednemu podmiotowi, a ten by odmówił. Jeżeli emitent złożyłby analogiczną ofertę drugiej firmie inwestycyjnej, to nie miałaby ona narzędzi by sprawdzić, czy doszło już do zaoferowania papierów wartościowych. Wpływałoby to negatywnie na bezpieczeństwo obrotu. Docelowo ta przesłanka powinna być wykreślona z art. 14a ust. 1 Ustawy o ofercie.

2.4. Klient usługi gwarantowania emisji

Podobnie, jak w przypadku oferowania instrumentów finansowych, także w przypadku gwarantowania emisji polski ustawodawca przewidział, że usługa jest świadczona na rzecz emitenta albo oferującego. Taka możliwość wynika wprost z 4 pkt 13a Ustawy o ofercie. Nie jest to co do zasady kwestionowane w doktrynie[1338].

Obecna definicja gwarantowania emisji wydaje się być w tym zakresie wewnętrznie sprzeczna. Po pierwsze nazywa umowy o gwarancję emisji sugeruje, że powinno dojść do emisji. W przypadku sprzedaży akcji przez oferującego do emisji nie dochodzi. Oferujący, który nie jest emitentem, posiada już wyemitowane, istniejące akcje. Ewentualny brak sprzedaży tych akcji pozbawi go spodziewanego przychodu, ale nie doprowadzi do nie dojścia do skutku emisji. Do skutku może nie dojść oferta publiczna w całości lub w części w przypadku braku zainteresowania na rynku. A. Chłopecki już w 2014 r. podnosił podobne argumenty wskazując, że zawarcie umowy o subemisję inwestycyjną przez sprzedającego wydaje się dyskusyjne. Wskazywał on, że umowa o

[1338] M. Michalski [w:] A. Kidyba (red.) Spółka..., Część 4, Rozdział 1, § 2, pkt 2, M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie...* 2023, Komentarz do art. 14a Nb. 3, 4, 7, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System..., 2018, s. 653-677,

taką subemisję jest zawierana co do zasady dla „domknięcia" emisji, a w przypadku sprzedającego (obecnie oferującego) ten cel nie występuje[1339]. W 2014 r. przepisy o subemisji nie były tak wewnętrznie sprzeczne, jak obecne przepisy o gwarantowaniu emisji i nie odnosiły się do „emisji" w tym „dojścia emisji do skutku". Szersza analiza tego problemu została przedstawiona w pkt 1.5. niniejszego rozdziału.

2.5. Przejęcie ryzyka powodzenia emisji i rozciągnięcie w czasie procesu plasowania (kazus – program motywacyjny)

Programy motywacyjne dla pracowników oparte o instrumenty finansowe (np. opcje pracownicze lub menedżerskie) kojarzone są z usługą gwarantowania emisji[1340].
Wyobraźmy sobie przypadek, w którym spółka akcyjna emituje obligacje z prawem pierwszeństwa (art. 20 Ustawy o obligacjach). Obligacje są emitowane w związku z ustanowionym przez spółkę programem motywacyjnym dla pracowników tej spółki. Program jest rozciągnięty w czasie na kilka lat (np. 5 lat). Pracownicy, którzy spełnią warunki programu związane np. z wynikami pracy, czy kontynuowaniem zatrudnienia są uprawnieni do nabycia obligacji. Akcje spółki są przedmiotem handlu w systemie obrotu i ich notowania są korzystne względem ceny nabycia określonej zgodnie z uchwałą, o której mowa w art. 20 ust. 2 Ustawy o obligacjach. Obligacje mają minimalną jednostkową wartość nominalną np. 1 grosz oraz nie przyznają innych świadczeń lub praw na rzecz obligatariusza poza prawem pierwszeństwa nabycia akcji oraz zwrotem nominalnej wartości obligacji w terminie wykupu. Obligacje nie są nabywane przez pracowników bezpośrednio od spółki. Spółka wyemitowała obligacje, które zostały objęte po cenie nominalnej przez firmę inwestycyjną będącą podmiotem zapewniającym obsługę programu motywacyjnego. Firma inwestycyjna ma sprzedawać raz nabyte obligacje osobom objętym programem motywacyjnym wskazanym przez spółkę przez cały okresie trwania programu. Firma inwestycyjna jest umownie zobowiązana względem spółki do nierealizowania uprawnień wynikających z posiadanych obligacji, w szczególności prawa pierwszeństwa. Możliwość skorzystania

[1339] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie..., Komentarz do art. 14 teza 1,
[1340] M. Pośląd, S. Thiel, T. Zwoliński, Akcje..., s. 72, A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Ustawa o ofercie..., Komentarz do art. 15 teza 1

przez nią z tego prawa jest także wyłączona w warunkach emisji obligacji. Spółka zobowiązała się do odkupienia niesprzedanych obligacji od firmy inwestycyjnej po cenie nominalnej. W celu zabezpieczenia zapłaty ceny odkupu spółka wpłaciła na rzecz firmy inwestycyjnej kaucję w wysokości wartości nominalnej objętych obligacji wraz z nabyciem przez firmę inwestycyjną obligacji. Odkupienie obligacji przez spółkę nastąpi m.in. w przypadku przedterminowego rozwiązania umowy o obsługę programu motywacyjnego zawartej pomiędzy spółką, a firmą inwestycyjną. Jest to stan faktyczny, który jest bardzo mało prawdopodobny po 29 września 2023 r. z uwagi na ograniczenie w nabywaniu obligacji wprowadzone w art. 8a Ustawy o obligacjach. Powyższy mechanizm dystrybucji mógłby zostać wykorzystany także do innych instrumentów finansowych.

Z perspektywy art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie w zw. z art. 4 pkt 13 Ustawy o ofercie można sformułować pytanie: czy firma inwestycyjna zobowiązała się do zapewnienia dojścia do skutku emisji. Trudno na nie odpowiedzieć jednoznacznie, ponieważ pojęcie zapewnienia dojścia do skutku emisji nie jest jasne. Wydaje się, że odpowiada ono dawnym pojęciom subemisji usługowej i subemisji inwestycyjnej łącznie[1341]. Art. 14a ust. 1 Ustawy o ofercie określa, że istnieją umowy o gwarancję emisji, w których *gwarant emisji zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości albo części papierów wartościowych danej emisji oferowanych wyłącznie temu podmiotowi w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej.* Są to także przesłanki dawnej subemisji usługowej (art. 4 pkt 13 Ustawy o ofercie w brzmieniu przed 30.11.2019 r.).

W analizowanym stanie faktycznym obie przesłanki zawarte w art. 14a ust. 1 Ustawy o obrocie zostały spełnione: gwarant zobowiązał się do nabycia papierów wartościowych (a nawet je nabył) oraz gwarant dokonuje dalszego zbywania papierów wartościowych. Przesłanki: „oferty publicznej" oraz „oferowania papierów wartościowych wyłącznie gwarantowi" uznaję za irrelewantne dla kwalifikacji usługi gwarantowania emisji[1342]. Pomimo tego obie są spełnione, gdyż ofertą publiczną jest kierowanie komunikacji o sprzedaży papierów wartościowych do więcej niż jednego podmiotu[1343], a obligacje zostały zaoferowane przez emitenta wyłącznie firmie inwestycyjnej.

[1341] Vide rozdział VII pkt 1.1.,
[1342] Vide rozdział VII pkt 1.1. i 2.3.,
[1343] J. Szewczyk, Publiczne...,

Opisany stan faktyczny pokazuje na rozdźwięk pomiędzy treścią art. 14a ust. 1 Ustawy o ofercie, a istotą usługi opisaną w pkt 2.3. niniejszego rozdziału. Przepis mówi o zobowiązaniu do „nabycia papierów wartościowych w celu ich dalszego oferowania", podczas gdy istota usługi opisywana jest jako „przejęcie ryzyka powodzenia emisji/oferty". Z jednej strony można powiedzieć, że obligacje zostały wyemitowane z chwilą nabycia ich przez firmę inwestycyjną tzn. doszło już do powodzenia emisji. Wydaje się, że na takim stanowisku stanąłby najmniej M. Kurzajewski, który stwierdza, że: *[oferowanie instrumentów finansowych] nie wymaga zaangażowania środków własnych firmy inwestycyjnej. W przypadku bowiem wykorzystania przez firmę swoich aktywów w procesie pozyskiwania kapitału przez inny podmiot usługę tę należałoby zakwalifikować jako wykonywanie funkcji subemitenta, tj. wykonywanie działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 7 u.o.i.f*[1344].

Przyjęcie takiego stanowiska wymagałoby zakwalifikowania czynności polegającej na odkupie instrumentów finansowych, które nie zostały sprzedane beneficjentom programu, jako osobnej usługi maklerskiej. Mogłoby być to przede wszystkim wykonywanie zleceń w formie określonej w art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie.

Drugie podejście, oparte o stanowisko FCA, przesuwa chwilę badania powodzenia emisji na moment zakończenia plasowania[1345]. Samo nabycie w celu plasowania i zbywanie instrumentów we własnym imieniu to sposób plasowania alternatywny wobec np. działania jako pełnomocnik emitenta. Dla wystąpienia usługi gwarantowania emisji w formie dawnej subemisji usługowej kluczowa byłaby gwarancja przejęcia niesprzedanych instrumentów na własność albo pozostawienia własności niesprzedanych instrumentów finansowych przy firmie inwestycyjnej dokonującej plasowania po jego zakończeniu. Można by argumentować, że firma inwestycyjna nie przejęła ryzyka powodzenia emisji, ponieważ niesprzedane obligacje zostaną od niej odkupione przez emitenta po cenie nabycia po zakończeniu procesu plasowania, a przez cały okres plasowania dysponuje ona kaucją zabezpieczającą spełnienie tego zobowiązania przez emitenta. Czynność firmy inwestycyjnej wykonywaną na rzecz emitenta należałoby kwalifikować jako oferowanie instrumentów finansowych (*placing without firm commitment*). Art. 72 Ustawy o obrocie oraz definicja plasowania

[1344] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.3,
[1345] FCA, PERG..., 13.3, Q22, vide rozdział VII pkt 1.2.,

instrumentów finansowych podawana przez KE zakładają konieczność działania „na rachunek emitenta" (*on behalf of the issuer*)[1346]. Pojęcie pośrednictwa (działania na rachunek mocodawcy) oraz zakres konstrukcji *agency* w systemach *common law* nie obejmują co do zasady przypadków, w których pośrednik (agent) działa w imieniu własnym i na rachunek własny[1347]. MIFID II dopuszcza taką możliwość w art. 4 ust. 1 pkt 5[1348], co znajduje odzwierciedlenie w art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie. Ponadto z ekonomicznego punktu widzenia działanie firmy inwestycyjnej w analizowanym przypadku jest podobne do czynności pośrednictwa. Doktryna prawa cywilnego opisuje analogiczną konstrukcję nazwą „umowa dystrybucyjna" i kwalifikuje ją jako jeden z rodzajów umów o pośrednictwo gospodarcze[1349].

Na rzecz inwestorów – beneficjentów programu motywacyjnego świadczona jest usługa wykonywania zleceń w trybie określonym w art. 73 ust. 2 Ustawy o obrocie z uwagi na zawieranie transakcji bezpośrednio z firmą inwestycyjną, która jest właścicielem instrumentów finansowych. Ta kwalifikacja stanowi kolejny argument przeciwko poprawności zasady „gdzie oferowanie, tam PPZ"[1350].

Poza kwestią gwarantowania dojścia do skutku emisji w kazusie występują dwie okoliczności, które nie są typowe dla polskiej praktyki oferowania instrumentów finansowych. Pierwsza to rozciągnięcie w czasie procesu sprzedaży obligacji. W analizowanym przypadku relacja z emitentem dotycząca zobowiązania do zbywania obligacji ma trwać 5 lat. Standardowo okres subskrypcji, tzn. zbierania zapisów na papiery wartościowe, nie jest dłuższy niż miesiąc. Przeszkodą formalną dla prowadzenia procesu plasowania przez okres dłuższy niż rok jest fakt, że ważność prospektu nie może wynosić dłużej niż 12 miesięcy od jego zatwierdzenia (art. 12 ust. 1 Rozporządzenia Prospektowego). Nie każda emisja wymaga sporządzenia prospektu, a Rozporządzenie Prospektowe zawiera przepisy pozwalające na prowadzenie oferty po wygaśnięciu prospektu (art. 8 ust. 11 Rozporządzenia Prospektowego)[1351]. Czas

[1346] European Commission, Questions..., s. 1,
[1347] E. Rott-Pietrzyk [w:] J. Rajski (red.), Prawo..., s. 775-777, E. Rott-Pietrzyk [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 37-41 i 201-203,
[1348] vide rozdział V pkt 1,
[1349] M. Krajewski [w:] M. Stec (red.), Prawo umów... 5b..., s. 201-210, vide rozdział I pkt 3.1.2.,
[1350] vide rozdział IV pkt 2.7. i 2.8.,
[1351] I. Pieczyńska-Czerny, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Rozporządzenie..., Komentarz do art. 8, Nb. 6,

trwania procesu plasowania nie ma wpływu na kwalifikację usługi jako oferowanie instrumentów finansowych lub gwarantowanie emisji. Nie jest to element występujący w definicjach tych usług. Druga nietypowa okoliczność to brak subskrypcji[1352]. Zbywanie instrumentów finansowych nie musi przebiegać zawsze w drodze subskrypcji. Może polegać także na sprzedaży. W takim przypadku inwestor nabywa instrument finansowy bezpośrednio po złożeniu oświadczenia woli o nabyciu emitentowi lub pośrednikowi. Liczba inwestorów jest ograniczana np. zasadą „kto pierwszy ten lepszy" albo możliwością nabycia instrumentu finansowego wyłącznie przez osoby wskazane przez emitenta w ilości wskazanej przez emitenta.

3. Odpowiednik usługi gwarantowania emisji w prawie niemieckim

W prawie niemieckim czynność będąca odpowiednikiem gwarantowania emisji jest nazywana Emissionsgeschäft.. W przeciwieństwie do *Platzierungsgeschäft*, opisanego w rozdziale VI, ryzyko zbycia instrumentów przy *Emissionsgeschäft* pozostaje przy instytucjach finansowych[1353].

3.1. Emissionsgeschäft

Emissionsgeschäft jest czynnością bankową (*Bankgeschäft*) zgodnie z § 1 ust. 1 pkt 10 KWG oraz usługą inwestycyjną (*Wertpapierdienstleistung*) zgodnie z § 2 ust. 2 pkt 2 WpIG. *Emissionsgeschäft* jest definiowany jako *przejęcie Instrumentów finansowych na własne ryzyko w celu ich plasowania lub udzielenie równoważnych gwarancji*[1354].

BaFin wyróżnia cztery przesłanki *Emissionsgeschäft*:

1) emisja instrumentów finansowych,
2) plasowanie na własne ryzyko,
3) równoważne gwarancje,
4) osoba wykonująca *Emissionsgeschäft.*

[1352] vide rozdział I pkt 2.4.2.

[1353] D. Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2022 Tübingen, s. 413-414,

[1354] tłumaczenie własne (niem.): *die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Plazierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien (Emissionsgeschäft)*

Przesłanka emisji instrumentów finansowych wiąże świadczenie usługi z emisją tzn. pierwszym wydaniem instrumentu finansowego przez wystawcę instrumentu finansowego (emitenta). BaFin rozróżnia przy okazji tej przesłanki „emisje własne" i „emisje obce". Pierwsze pojęcie odnosi się do emisji, w których emitent nie korzysta z pomocy osób trzecich przy plasowaniu instrumentów finansowych, a drugie do emisji, w których taka pomoc występuje. Zdaniem BaFin *Emissionsgeschäft* występuje tylko w tym drugim przypadku[1355]. Przesłanka „emisji" przemawia za możliwością świadczenia *Emissionsgeschäft* wyłącznie na rzecz emitenta, a nie na rzecz posiadacza instrumentu finansowego noszącego się z zamiarem jego sprzedaży. Przeciwne stanowisko wydaje się zajmować F. Schäfer, który dopuszcza możliwość świadczenia usługi na rzecz znaczących akcjonariuszy (*Grossaktionär*)[1356]. H.-D. Assmann zakłada świadczenie *Emissionsgeschäft* wyłącznie na rzecz emitenta[1357].

Plasowaniem jest ulokowanie instrumentów finansowych na rynku kapitałowym albo wśród ograniczonego kręgu osób w ramach emisji. Dla wystąpienia przesłanki plasowania BaFin wymaga by istniało porozumienie co do plasowania (*Platzierungsabrede*). Przez porozumienie co do plasowania (*Platzierungsabrede*) rozumie się porozumienie, w którym emitent zleca plasującemu lub plasującym ulokowanie emitowanych przez niego instrumentów finansowych na rynku kapitałowym albo wśród ograniczonego kręgu osób. Plasowanie nie jest zależne od tego, czy mamy do czynienia z ofertą publiczną, czy z oferta prywatną. Irrelewantny jest mechanizm ustalenia ceny w instrumentów finansowych oraz mechanizm przydziału tych instrumentów. Jeżeli przedsiębiorca nabywa instrumenty finansowe w ramach emisji na wyłączne zlecenie nabywcy, a nie występuje pomiędzy nim a emitentem lub bankiem będącym członkiem konsorcjum porozumienie co do plasowania (*Platzierungsabrede*), to taka działalność nie jest kwalifikowana jako plasowanie. Może ona zostać uznana z inną czynność bankową np. *Anlagevermittlung*, *Abschlussvermittlung* albo *Finanzkommissionsgeschäft*[1358]. Jeżeli podmiot nie zawarł porozumienia co do plasowania (*Platzierungsabrede*), a wspiera konsorcjum albo drugi

[1355] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft...,
[1356] F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG..., s. 90-91,
[1357] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 133,
[1358] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft...,

podmiot wykonujący *Emissionsgeschäft*, to nie świadczy on *Emissionsgeschäft* nawet gdyby przejmowane przez niego ryzyko było znaczące[1359].

Przejęcie instrumentów finansowych na własne ryzyko oznacza wiążące zaangażowanie (niem. feste *Übernahmeverpflichtung, ang. firm commitment).* Do takiego zaangażowania dochodzi, gdy członek konsorcjum oferującego zobowiąże się do przejęcia części emitowanych instrumentów finansowych po wcześniej ustalonej cenie. W takim przypadku członek konsorcjum zobowiązuje się do przejęcia ryzyka sprzedaży określonego udziału procentowego emitowanych instrumentów finansowych (*Übernahmekonsortium*)[1360].

Jeżeli członkowie konsorcjum zobowiązują się w sposób wiążący do przejęcia wyłącznie części emitowanych instrumentów finansowych, a co do pozostałej części pozostawiają sobie opcję ich przejęcia, to nadal taka działalność jest kwalifikowana jako *Emissionsgeschäft* (*Optionskonsortium*). *Emissionsgeschäft* nie występuje dopiero w momencie, gdy nie występuje wiążące zobowiązanie do przejęcia żadnego instrumentu finansowego tzn. gdy firma inwestycyjna nie przyjmuje na siebie w żadnym stopniu ryzyka sprzedaży emitowanych instrumentów finansowych. BaFin wyklucza możliwość kwalifikacji tzw. *best effort underwriting* (niem. *Begebungskonsortium*) jako *Emissionsgeschäft*[1361].

Przez równoważne gwarancje BaFin rozumie udzielenie gwarancji równoważnych ekonomicznie zbywaniu instrumentów finansowych na własne ryzyko. W szczególności dotyczy to przypadków, w których konsorcjum plasujące instrumenty finansowe zobowiąże się do ich przejęcia w przypadku braku powodzenia oferty w całości lub w części[1362]. H.-D. Assmann wskazuje się, że taka gwarancja może być zobowiązaniem do dokonania płatności na rzecz emitenta bez konieczności przejęcia instrumentów finansowych[1363]. F. Schäfer twierdzi, że udzielenie gwarancji polega na przejęciu

[1359] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 133,
[1360] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft,
[1361] *Ibidem*,
[1362] *Ibidem*,
[1363] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 140,

instrumentów finansowych, które nie zostaną nabyte. Jest to warunkowe przyrzeczenie nabycia[1364].

Większe oferty publiczne są często obsługiwane przez konsorcjum firm inwestycyjnych świadczących różne usługi związane z ofertą, w szczególności *Emissionsgeschäft*. Utworzenie konsorcjum ma celu ograniczenie ryzyka instytucji finansowych, które są jego uczestnikami[1365]. BaFin uznaje, że usługa jest świadczona przez każdy podmiot, który dokonał przejęcia ryzyka w ramach *Emissionsgeschäft* niezależnie czy świadczy on usługę samodzielnie, czy w ramach konsorcjum[1366].

K.-M. Schanz wyróżnia w niemieckiej praktyce rynkowej trzy warianty świadczenia usług związanych z plasowaniem i gwarantowaniem emisji:

1) *bought deal* – przypadek, w którym lider konsorcjum zobowiązuje się w umowie z emitentem przejąć plasowane instrumenty finansowe na wczesnym etapie transakcji albo zobowiązuje się je bezwarunkowo nabyć na późniejszym etapie po z góry ustalonej cenie; według autora jest to rzadki przypadek w niemieckiej praktyce;
2) *best efforts underwriting* – przypadek, w którym konsorcjum zobowiązuje się do zbywania instrumentów finansowych w sposób właściwy dla umowy komisu bez przejęcia odpowiedzialności za powodzenie procesu plasowania;
3) *firm underwriting* – przypadek, w którym członkowie konsorcjum zobowiązują się do przejęcia części oferowanych instrumentów finansowych na końcowym etapie procesu plasowania w celu ograniczenia ryzyka i minimalizacji czasu, w którym przejmują oni na siebie ryzyko powodzenia emisji; w skrajnych przypadkach ograniczenie ryzyka polega na zapłacie za akcje ich wartości nominalnej i zobowiązaniu do przekazania emitentowi nadwyżki uzyskanej z późniejszej sprzedaży; wg autora ten model świadczenia usługi jest regularnie wykorzystywany w Niemczech[1367].

[1364] F. Schäfer [w:] K.-H. Boos, R. Fischer, H. Schulte-Mattler (red.), KWG..., s. 91,
[1365] P. Schantz [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 1250,
[1366] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft..., C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht..., s. 180-181,
[1367] K.-M. Shanz, Börseneinführung: Handbuch für den Börsengang und die börsennotierte Gesellschaft, Monachium 2012, s. 287-288,

3.2. Porównanie Emissionsgeschäft i gwarantowania emisji.

Z perspektywy zakresu analizowanej usługi w przepisach UE niemieckie przepisy oraz stanowisko BaFin[1368] mają następujące zalety względem prawa polskiego:

1) definicja Emissionsgeschäft nie jest wymieszana z pojęciami zaczerpniętymi z przepisów o ofercie publicznej, co ułatwia jej interpretację i nie sugeruje zawężenia stosowania usługi gwarantowania emisji do przypadków, w których występuje oferta publiczna,
2) definicja Emissionsgeschäft nie zawiera wymogu, by instrumenty finansowe zostały zaoferowane wyłącznie gwarantowi w przypadku plasowania z wiążącym zaangażowaniem, występującego w art. 14a ust. 1 Ustawy o ofercie oraz w dawnej definicji subemitenta usługowego,
3) stanowisko BaFin[1369] wiąże Emissionsgeschäft z emisją instrumentów finansowych, co wyklucza możliwość świadczenia tej usługi na rzecz osoby innej niż emitent, w szczególności znaczącego akcjonariusza[1370],
4) istnieje jasny związek pomiędzy Emissionsgeschäft oraz Platzierungsgeschäft wynikający ze wspólnej przesłanki plasowania (*platzieren*), który stanowi odbicie związku pomiędzy usługami inwestycyjnymi z pkt 6 i 7 sekcji A załącznika I MIFID II, a który nie występuje literalnie w prawie polskim pomiędzy usługą oferowania instrumentów finansowych oraz usługą gwarantowania emisji.

Ciekawą koncepcją występującą w niemieckiej doktrynie i stanowisku BaFin jest porozumienie co do plasowania (*Platzierungsabrede*), w którym emitent zleca plasującemu lub plasującym ulokowanie emitowanych przez niego instrumentów finansowych na rynku kapitałowym albo wśród ograniczonego kręgu osób[1371]. Jest to trafne doprecyzowanie przesłanki działania/plasowania na rzecz/rachunek emitenta

[1368] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft…,
[1369] *Ibidem*,
[1370] Vide rozdział VI pkt 1.2 i rozdział VII pkt 2.4.,
[1371] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft…, C. Köhler [w:] H.-P. Schwintowski, Bankrecht…, s. 180,

występującej w stanowisku KE [1372] oraz z prawie polskim przy okazji definiowania usługi oferowania instrumentów finansowych[1373].

Słabością niemieckich przepisów jest nazwanie underwriting'u występującego w prawie UE jako równoważnych gwarancji wobec plasowania instrumentów finansowych na własne ryzyko. BaFin odnosi się do tej przesłanki skrótowo[1374], a H. D. Assman wysuwa kontrowersyjny pogląd, że taka gwarancja może być zobowiązaniem do dokonania płatności na rzecz emitenta bez konieczności przejęcia instrumentów finansowych[1375]. Taki pogląd nie znajduje potwierdzenia w orzecznictwie TSUE i opinii rzecznika generalnego[1376], które podkreślają obowiązek nabycia instrumentów finansowych przez firmę inwestycyjną.

4. Wnioski do rozdziału VII

1. **Definicja usługi gwarantowania emisji w prawie UE.** Przepisy UE nie zawierają definicji *underwriting'u*, ani plasowania instrumentów finansowych z wiążącym zaangażowaniem. Wpisuje się to w stwierdzenia EBA o braku ścisłych definicji usług inwestycyjnych[1377] oraz pogląd R. Veil'a o zaniedbywaniu przez ustawodawcę centralnych pojęć prawa rynku kapitałowego UE[1378]. Sprawia to trudności w interpretacji granic tych usług nie tylko w Polsce, ale też w innych państwach członkowskich m.in. we Włoszech[1379] i w Niemczech[1380]. Trudność interpretacyjna dotyczy m.in. pojęcia wiążącego zaangażowania (*firm commitment*). Sprowadza się ona do pytania: czy za wiążące zaangażowanie powinno być uznane nabycie instrumentu finansowego w celu plasowania, czy dopiero przejęcie lub pozostawienie własności instrumentów finansowych po

[1372] European Commission, Questions..., s. 1,
[1373] UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania...*, 2022, s. 5 i 9-10,
[1374] *Ibidem*,
[1375] H.-D. Assmann [w:] H.-D. Assmann, U. Schneider, P. Mülbert (red.), Wertpapierhandelsrecht..., Abschnitt 1 § 2 Rn. 140,
[1376] Opinia Rzecznika Generalnego Niila Jääskinena przedstawiona w dniu 16 grudnia 2010 r., sprawa C-540/09 Skandinaviska Enskilda Banken AB Momsgrupp przeciwko Skatteverket, Wyrok TSUE z dnia 10 marca 2011 r., C-540/09, Skandinaviska Enskilda Banken AB Momsgrupp przeciwko Skatteverket,
[1377] EBA, *Report on investment..., s. 18,*
[1378] R. Veil, Rechtsquellen..., s. 95-99,
[1379] S. Lombardo, Einige..., s. 1196-1199
[1380] vide rozdział VII pkt 3.2.,

zakończonym procesie plasowania. Nie znalazłem stanowisk polskiego organu nadzoru, które rozstrzygałyby w tej kwestii. Stanowisko BaFin w tej kwestii jest niejednoznaczne[1381]. Stanowisko FCA jako jedyne wskazuje jednoznacznie i literalnie, że decydujące jest przejęcie lub pozostawienie własności instrumentów finansowych po zakończonym plasowaniu[1382]. Przeciwne stanowisko zajmuje M. Kurzajewski[1383]. Korzystnym byłoby sformułowanie definicji pojęcia underwriting'u oraz wiążącego zaangażowania (*firm commitment*) przez ESMA lub KE.

2. **Definicja usługi gwarantowania emisji w prawie polskim.** Po wieloletniej stabilizacji regulacji usługi subemisji inwestycyjnej i subemisji usługowej ustawodawca postanowił dokonać korekty przepisów w 2019 r., która zmieniła nazwę i definicję usługi (art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie oraz art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie). Wydaje się, że ta nowelizacja nie wprowadziła zmian co do zakresu usługi maklerskiej objętej zezwoleniem KNF[1384]. Mogą jednak powstać wątpliwości w tym zakresie. Przesłanki usługi gwarantowania emisji zostały przez ustawodawcę umieszczone w dwóch ustawach: Ustawie o obrocie i Ustawie o ofercie. Zawężenie usługi gwarantowania emisji do umowy o gwarancję emisji z art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie, oferty publicznej oraz papierów wartościowych nie jest możliwe z uwagi na treść art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie. Umieszczenie przez ustawodawcę siatki pojęciowej związanej z usługą gwarantowania emisji w Ustawie o ofercie nie pozostaje bez wpływu na rozumienie tej usługi i jej analizy w piśmiennictwie. Podkreśla się jej związanie z ofertą publiczną, a rzadko i skrótowo analizuje pod kątem zastosowania w okolicznościach innych niż oferta publiczna albo pod kątem definicji usługi z art. 69 ust. 2 pkt 7 Ustawy o obrocie[1385]. Jest to jedyna usługa maklerska *sensu stricto*, która *de lege lata* jest definiowana przez ustawodawcę przez odwołanie do określonego rodzaju umowy. Nie jest to prawidłowa

[1381] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft...,
[1382] FCA, PERG..., 13.3, Q22,
[1383] M. Kurzajewski, Usługi..., Rozdział 8.3,
[1384] Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 3755..., s. 6, 9 i 10 uzasadnienia, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System..., 2023, s. 746-747,
[1385] M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie...* 2023, Komentarz do art. 14a Nb. 1-10, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System..., 2023, s. 746-747,

technika legislacyjna, ponieważ sam fakt zawarcia umowy, w tym umowy pisemnej, nie powinien decydować o świadczeniu usługi maklerskiej. Świadczy o tym m.in. praktyka UKNF polegająca na zarzucaniu firmom inwestycyjnym „bezumownego świadczenie usługi maklerskiej"[1386]. Nazwa, ani definicja usługi gwarantowania emisji nie oddaje powiązań pomiędzy usługą oferowania instrumentów finansowych, a formą gwarantowania emisji nazywaną dawniej subemisją usługową. Odzwierciedlenie przesłanki „plasowania" w definicjach usługi gwarantowania emisji i oferowania instrumentów finansowych pozytywnie wpłynęłoby na zrozumiałość tych definicji oraz przyczyniłoby się do odzwierciedlenia w wyższym stopniu przepisów prawa UE w literalnym brzmieniu polskich przepisów. Wady przepisów określających zakres usługi gwarantowania emisji powinny być w pierwszej kolejności przedmiotem stanowiska UKNF przedstawiającego podejście nadzorcze do zakresu usługi w duchu wykładni prounijnej[1387].

3. **Klient usługi gwarantowania emisji.** Błędnie wskazano w polskich przepisach, że usługa gwarantowania emisji może być świadczona na rzecz oferującego. Z przepisów prawa UE[1388] oraz ze stanowisk organów UE wynika, że usługa ta może być świadczona wyłącznie rzecz emitenta[1389]. Świadczenie podobnej usługi na rzecz oferującego niebędącego emitentem powinno być przedmiotem innych usług maklerskich np. wykonywania zleceń lub PPZ. W Niemczech usługa będąca odpowiednikiem gwarantowania emisji może być świadczona wyłącznie na rzecz emitenta[1390].
4. **Podmioty uprawnione do świadczenia usługi underwriting'u.** Art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie rozszerza zakres podmiotów, które są uprawnione do świadczenia usługi underwriting'u tzn. gwarantowania emisji w sposób, który był nazywany w poprzednim stanie prawnym subemisją inwestycyjną. Poza firmami inwestycyjnymi mogą być to także bank, fundusz inwestycyjny, alternatywna spółka inwestycyjna zarządzana przez zarządzającego ASI w

[1386] W. Pietrzyk [w:] J. Bąk, W. Pietrzyk, Rynek..., s. 56-57,
[1387] T. Möllers, The Principle..., s. 465-488,
[1388] art. 38-43 Rozporządzenia 565/2017 oraz motywy 57-59 Rozporządzenia 565/2017,
[1389] European Commission, Questions..., s. 1, ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR..., s. 76 – 87,
[1390] BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft...,

rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych prowadzącego działalność na podstawie zezwolenia, otwarty fundusz emerytalny, zakład ubezpieczeń, polska lub zagraniczna instytucja finansowa mająca siedzibę w państwie należącym do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). W polskim prawie takie lub podobne rozwiązanie występuje od czasów PPOPW. Nie jest ono kwestionowane w doktrynie[1391]. Takie rozwiązanie jest wątpliwe, ponieważ MIFID II nie przewiduje rozszerzenia katalogu podmiotów uprawnionych do świadczenia usługi. Każda z wymienionych kategorii podmiotów, powinna podlegać odrębnemu badaniu. Przykładowo dozwolona działalność funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeń nie stanowi underwriting'u. Fundusze inwestycyjne są uprawnione do prowadzenia działalności lokacyjnej w interesie swoich uczestników[1392], a nie do świadczenia usług inwestycyjnych na rzecz innych podmiotów. Pomimo, że istnieje przepis wyłączający działalność przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania z zakresu MIFID II[1393]. Zakłady ubezpieczeń prowadzą działalność w zakresie ubezpieczeń bezpośrednich lub reasekuracji, a nie świadczą usług maklerskich. MIFID II nie stosuje się do działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej zakładów ubezpieczeń[1394]. Wyłączenie nie dotyczy innych obszarów. Nie stanowi upoważnienia do wykonywania usług inwestycyjnych. Z pewnością w zakresie zakładów ubezpieczeń i funduszy inwestycyjnych art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie stanowi wadliwe wdrożenie przepisów prawa UE. Wydaje się, że podobną analizę można przeprowadzić także wobec innych podmiotów z art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie. Przepis ten powinien zostać docelowo usunięty przez ustawodawcę.

[1391] K. Haładyj, Subemisja…, s. 90-93, M. Romanowski [w:] W. Katner (red.), System…, 2018, s. 666, M. Kuźnicka, M. Marczuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie…* 2023, Komentarz do art. 14a Nb. 8 i 9, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.) Komentarz do ustawy o ofercie…, Komentarz do art. 14, pkt 3, I. Kuska-Żak, M. Żak, Oferta publiczna i warunki wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółki publiczne. Komentarz, LEX 2006, Komentarz do art. 14, pkt III, M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany, Warszawa 2006, s. 71-73,

[1392] art. 4 ust. 1 lit. a AIFMD oraz art. 1 ust. 2 lit. a Dyrektywy UCITS,

[1393] art. 2 ust. 1 lit. i MIFID II, P. Zawadzka, Pakiet…, s. 146,

[1394] art. 2 ust. 1 lit. a MIFID II,

ZAKOŃCZENIE

Prawo rynku kapitałowego jest skomplikowaną a nawet niewdzięczną gałęzią prawa nie tylko z uwagi na materię[1395], ale także z uwagi skomplikowany proces stosowania prawa. Ta ostatnia trudność wynika z procesu stanowienia prawa rynku kapitałowego UE, tzw. procesu Lamfalussy II[1396], oraz z zasad stosowania prawa UE[1397]. Wśród tych ostatnich należy wymienić przede wszystkim pierwszeństwo prawa UE, bezpośrednią skuteczność dyrektyw w stosunkach wertykalnych[1398], obowiązek dokonywania wykładni prounijnej[1399], oraz obowiązek uwzględniania unijnego *soft law* w procesie stosowania prawa[1400]. Zasady te mają na celu zapewnienie stosowania prawa UE nawet w przypadku problemów w transpozycji prawa UE do krajowego porządku prawnego.
Zakres usług inwestycyjnych określony jest w prawie UE w dyrektywie MIFID II. Sposób regulacji tego zakresu w samej dyrektywie nie jest ścisły[1401]. Czasami sprowadza się do nazwy usługi[1402]. Oprócz dyrektywy MIFID II wydany został szereg aktów delegowanych i wykonawczych do niej[1403] oraz liczne akty prawa miękkiego[1404], które mają na celu ujednolicenie praktyki nadzorczej w UE. Polski ustawodawca stara się odzwierciedlić te regulacje.

1. Realizacja założeń pracy

Założenia pracy określone we wstępie przez cel badawczy, problem badawczy przedmiot rozprawy, tezy i metody badawcze zostały zrealizowane. Co do udowodnienia tezy pomocniczej II można zarzucić, że skorzystałem z niespełna dziesięciu wyroków sądów polskich i kilku stanowisk UKNF lub KNF. Orzeczenia sądów polskich dotyczące zakresu usług maklerskich, a szczególnie takie, które analizują

[1395] P. Wajda, Akt..., § 1,
[1396] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 55-64,
[1397] A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 329-355,
[1398] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50
[1399] A. Żurawik, Wykładnia..., Rozdział IX, T. Möllers, The Principle..., s. 465-488,
[1400] P. Staszczyk [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., Rozdział XXIII, Nb. 36-42,
[1401] EBA, *Report on investment..., s. 18,*
[1402] Np. załącznik I sekcja A pkt 6 i 7 MIFID II,
[1403] W szczególności Rozporządzenie 565/2017,
[1404] M.in. European Commission, Questions..., European Commission, Working Document ESC-07-2007..., s. 19-26,

zakres tych usług są rzadkie[1405]. Użyte przeze mnie wyroki to w większości wyroki sądów najwyższych instancji (4 SN i 2 sądów apelacyjnych). Są to wszystkie dostępne w bazach Legalis i LEX odnoszące się do analizowanej materii. Publiczne stanowiska UKNF i KNF są moim zdaniem cenniejsze niż pojedyncze decyzje, ponieważ są jawne i kierowane do wszystkich podmiotów nadzorowanych. Mają duży wpływ na działania podmiotów nadzorowanych[1406].

Wstęp był jedną z ostatnich części pracy, którą napisałem. Zawarłem w nim wyłączenia względem pierwotnego planu i potencjalnych oczekiwań czytelnika. W pierwszym planie pracy przewidziałem, że praca będzie dotyczyć także innych usług maklerskich związanych z zawieraniem transakcji instrumentami finansowymi: zarządzania portfelem oraz prowadzenia systemów obrotu (MTF i OTF). Ilość zebranego materiału dotyczącego pozostałych części pracy okazała się tak znaczna, że zrezygnowałem z analizy wspomnianych dwóch usług. Zarządzanie portfelem dość łatwo odróżnić od pozostałych usług, ponieważ firma inwestycyjna zarządzająca portfelem jest uprawniona do podejmowania decyzji inwestycyjnych na rachunek klienta, co nie ma miejsca w przypadku innych usług maklerskich[1407]. Prowadzenie systemu obrotu jest przedmiotem obszernych stanowisk ESMA wydanych w latach 2020-2023[1408]. Analizowane usługi opisują typowy sposób nabywania instrumentów finansowych przez polskich inwestorów. Żadna polska firma inwestycyjna nie posiada zezwolenia na prowadzenie platformy obrotu[1409]. Są one prowadzone w Polsce np. przez Giełdę

[1405] Vide rozdział III pkt 4.2.

[1406] Wstęp, pkt 6,

[1407] M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.4.; E. Kniaziowska-Bryk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o obrocie…,* 2023, Komentarz do art. 75 Nb. 1-5; T. Sójka, W. Kapica [w:] T. Sójka (red.) Obrót…, Komentarz do art. 75 Nb. 1-2; T. Sójka, Odpowiedzialność…, s. 104-105, D. Busch, Why…, s. 3-4, R. Veil [w:] R. Veil (red.) European…, s. 575-576,

[1408] ESMA, Consultation Paper on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 25 September 2020, ESMA70-156-2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2013_consultation_paper_on_the_functioning_of_organised_trading_facilities.pdf, dostęp 09.05.2024, ESMA, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23 March 2021, ESMA70-156-4225, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma70-156-4225_mifid_ii_final_report_on_functioning_of_otf.pdf, dostęp 09.05.2024, ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter…, ESMA, Final Report On ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter…,

[1409] UKNF, Firmy inwestycyjne – Banki…, UKNF, Firmy inwestycyjne – Domy…,

Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. i BondSpot S.A., czyli operatorów rynku (art. 5 ust. 2 MIFID II)[1410].

Rozpocząłem pisanie pracy z przekonaniem, że kluczowe będą części dotyczące zakresu poszczególnych usług maklerskich (rozdziały IV-VII). Granice usług maklerskich są nieprecyzyjne[1411], a ich interpretacja bywa różna w różnych państwach członkowskich UE[1412] pomimo celu harmonizacji postawionego w MIFID II[1413]. Starałem się pokazać możliwie precyzyjne przesłanki wyróżniające usługi maklerskie. Nadal uważam, że jest to istotna część pracy. Jestem też przekonany, że jeszcze ważniejszy jest rozdział III. Szczególnie jego część dotycząca źródeł przesłanek interpretacyjnych pochodzących z prawa UE. Dotyczy ona trudnej i nadal kształtującej się metodologii stosowania prawa rynku kapitałowego UE[1414]. Ta metodologia jest podstawą analiz zawartych w pozostałych rozdziałach.

2. Podsumowanie najważniejszych wniosków związanych z tezą pomocniczą I

W systemie prawa Unii Europejskiej jest określony zakres usług inwestycyjnych, który powinien być ściśle implementowany w porządku prawnym każdego państwa Unii Europejskiej (teza pomocnicza I).

Przepisy regulujące zakres usług inwestycyjnych zawarte są w prawie UE co do zasady w MIFID II[1415]. MIFID II jest co do zasady dyrektywą o maksymalnym stopniu

[1410] UKNF, Podmioty infrastruktury rynku kapitałowego, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/Podmioty_infrastruktury_rynku_kapitalowego, dostęp 09.05.2024,
[1411] M. Fedorowicz [w:] T. Sójka (red.) Obrót..., Komentarz do art. 69 Nb. 2; K. Zacharzewski [w:] M. Stec (red.), Prawo instrumentów..., s.1209-1214, EBA, *Report on investment...*, s. 18,
[1412] EBA, *Report on investment...*, s. 18, FCA, PERG..., 13.3., vide rozdział IV pkt 3.2, rozdział V pkt 1.3. i 3.2., rozdział VI pkt 3.2., rozdział VII pkt 1.2., 2.5., i 3.2.,
[1413] motyw 7 MIFID II,
[1414] T. Möllers, Für..., s. 19-40, T. Möllers, The Principle..., s. 465-488, F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 54-61, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 329-355, E. Dynia, Prawo..., s. 47-50, A. Żurawik, Wykładnia..., Rozdział IX, vide rozdział III,
[1415] w szczególności art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID II oraz załącznik I sekcja A MIFID II,

harmonizacji[1416]. Maksymalna harmonizacja zakłada ustalenie ścisłej regulacji określonej materii w UE. Państwa członkowskie nie są uprawnione do przyjmowania odmiennych regulacji, zarówno bardziej surowych, jak i bardziej łagodnych. Działalność legislacyjna krajowych ustawodawców jest możliwa poza zakresem dyrektywy[1417]. Przepisy regulujące zakres usług maklerskich podlegają maksymalnej harmonizacji. Są to przepisy podstawowe MIFID II określające zakres zezwolenia wymaganego od firm inwestycyjnych[1418]. Wpływa on na zakres obowiązków nałożonych przez MIFID II związanych z usługami i działalnością maklerską np. obowiązków z zakresu ochrony inwestorów, czy obowiązków sprawozdawczych[1419]. Świadczenie usług inwestycyjnych i prowadzenie działalności inwestycyjnych jest dopuszczalne w innych państwach członkowskich poprzez oddział, jak również bez otwierania oddziału na zasadach określonych w MIFID II na podstawie zezwolenia udzielonego w państwie macierzystym[1420]. Usługi i działalności inwestycyjne podlegają wspólnym zasadom udzielania zezwolenia (*authorisation*) oraz nadzoru (*supervision*)[1421]. Brak maksymalnej harmonizacji granic usług maklerskich prowadziłby do obniżenia poziomu harmonizacji w obszarach wskazanych powyżej oraz w innych obszarach MIFID II. W okresie obowiązywania MIFID i MIFID II wydawane były przez organy UE akty typu *soft law* mające na celu doprecyzowanie zakresu usług i działalności inwestycyjnych[1422]. TSUE odrzucił rozszerzającą wykładnię zakresu wybranych usług maklerskich dokonywaną w niektórych jurysdykcjach krajowych[1423]. Ustawodawca krajowy nie może precyzować samodzielnie nawet niedookreślonych pojęć objętych maksymalną harmonizacją[1424].

[1416] M. Hobza, A. Vondráčková, The New…, s. 11, M. Pacak, MIFID II…, s. 266, T. Möllers, Juristische…, s. 61 i 76, D. Busch, Why…, s. 1-2, FCA, Markets…, s. 9-14, G. Spindler [w:] K. Langenbucher, D. Bliesener, G. Spindler (red.), Bankrechts…, s. 2016-2021,
[1417] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, Rozdział XXI, Nb. 25-34, M. Jabłoński, The…, s.74-76,
[1418] Art. 5 MIFID II,
[1419] Np. art. 24-30 MIFID II oraz Rozporządzenie 590/2017,
[1420] W szczególności art. 34 i 35 MIFID II,
[1421] W szczególności art. 5-7 i 69 MIFID II,
[1422] Przykładowo: European Commission, Working Document ESC-07-2007…, s. 20-22, ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter…, s. 9,
[1423] Wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2017 r., w sprawie C-678/15…,
[1424] T. Möllers, Vollharmonisierung…, s. 259-264,

Maksymalna harmonizacja MIFID II i zakresu usług maklerskich jest jednym z objawów postępującej europeizacji prawa rynku kapitałowego UE[1425]. Prawo rynku kapitałowego UE pozostawia co raz mniejsze pole do działania krajowym ustawodawcom. Dyrektywy o minimalnym stopniu harmonizacji są zamieniane przez dyrektywy o maksymalnym stopniu harmonizacji i rozporządzenia UE. W przypadku rozporządzeń ustawodawca unijny pozostawia ustawodawcy krajowemu punktualne wdrożenie przepisów wykonawczych m.in. wyznaczenie właściwych organów, czy wprowadzenie przepisów sankcyjnych. Dyrektywy mają co raz częściej charakter kodyfikacji, a nie niż aktu prawnego określającego cele i pozostawiającego państwom członkowskim swobodę wyboru formy i środków do realizacji celu (art. 288 zd. 3 TFUE)[1426]. Prawo UE obejmuje co raz szerszy zakres prawa rynku kapitałowego. Około 80% niemieckiego prawa rynku kapitałowego pochodzi z prawa UE[1427]. Nie znalazłem polskich statystyk.

Zadanie polskiego ustawodawcy prawa rynku kapitałowego jest trudne. Z jednej strony jest on zobowiązany do zapewnienia zgodności krajowych przepisów z obszernymi przepisami UE. Z drugiej strony stara się on w tej przestrzeni wykazywać samodzielną inicjatywę. Ta druga działalność jest zastanawiająca w obszarze regulacji UE o maksymalnym stopniu harmonizacji. Polski ustawodawca samodzielnie tworzy definicje usług maklerskich[1428]. Takie działania wynikają z dwóch przyczyn. Po pierwsze unijna regulacja zakresu usług maklerskich nie jest ścisła, precyzyjna[1429]. Polski ustawodawca stara się ją doprecyzować[1430]. Nie jest to obszar, w który polski ustawodawca może dowolnie ingerować. Nieprecyzyjne przepisy prawa UE podlegają zasadom wykładni właściwym dla prawa UE[1431]. Organem, który ostatecznie może wypowiedzieć się co do zakresu usług i działalności inwestycyjnych jest TSUE. Drugą przyczyną działania polskiego ustawodawcy są kryzysy, przesilenia rynkowe[1432]. Takie zdarzenia wywołują w politykach przymus działania[1433]. Tworząc legislację kryzysową

[1425] S. Grundmann, Europäisierung…, s. 5-18,
[1426] Ibidem, s. 12,
[1427] P. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht…, s. 9,
[1428] Art. 72 Ustawy o obrocie, art. 4 pkt 13a Ustawy o ofercie,
[1429] EBA, *Report on investment…, s. 18,*
[1430] Ministerstwo Finansów, Stanowisko Ministerstwa Finansów w sprawie przykładów…, s. 1,
[1431] Vide rozdział III pkt 1,
[1432] K. Zacharzewski, Prawo…, s. 43-48,
[1433] R. Romano, Regulating…, s. 4-5, I. Czajkowska, Przyrost…, s. 31, UKNF, *Komunikat Urzędu…*,

ustawodawca często posiada jedynie częściowe dane o przyczynach kryzysu. Legislacja kryzysowa cechuje się ponadprzeciętną restrykcyjnością i trwałością[1434]. Obie motywacje (zamiar doprecyzowania prawa UE i potrzeba zażegnania kryzysu) nie muszą wystąpić jednocześnie. Polski ustawodawca wprowadza rozwiązania niepochodzące z prawa UE nie tylko co do zakresu usług maklerskich, ale też w otoczeniu usług maklerskich. Przykładami są specyficzne ramy regulacyjne świadczenia usług maklerskich przez banki (wydzielenie organizacyjne biur maklerskich, art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie[1435]) i funkcja agenta emisji (art. 7a Ustawy o obrocie). Ta ostatnia regulacja była reakcją na nieprawidłowości występujące na rynku kapitałowym[1436]. Takie działania powinny każdorazowo zawierać szerokie uzasadnienie co do zgodności z prawem UE. Jeżeli brak jest takiego uzasadnienia, to zmiana powinna być przedmiotem szczegółowego badania ze strony organów uczestniczących w procesie ustawodawczym[1437]. Jest to uzasadnione faktem działania przez ustawodawcę w obszarze poddanym silnemu wpływowi prawa UE[1438]. Jeżeli uchwalony zostanie przepis, który niedokładnie transponuje przepisy prawa UE, to w procesie wykładni operatywnej za każdym razem powinna być analizowana możliwość dokonania wykładni prounijnej. Ta możliwość jest ograniczona przez ogólne zasady prawa UE, w szczególności przez zasadę pewności prawa, zasadę niedziałania prawa wstecz oraz zakaz dokonywania wykładni *contra legem*[1439]. Jeżeli rozwiązanie sporu sądowego zależy od wykładni niejasnych przepisów prawa UE o zakresie usług lub działalności inwestycyjnych, to warto wnioskować o zadanie przez sąd pytania prejudycjalnego, jeżeli tylko są ku temu przesłanki[1440]. Jeżeli brak implementacji lub wadliwa implementacja dyrektywy wywoła szkodę jednostki, to państwo członkowskie ponosi odpowiedzialność odszkodowawczą[1441].

[1434] R. Romano, Regulating…, s. 1-6, 14-16 i 31, R. Romano, Are…, s. 3-11 i 44-46,
[1435] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 832-833,
[1436] M. Grześków, Status…, s. 42-50, T. Sójka, A. Rycerski, Agent…, s. 10,
[1437] P. Kuczma, Procedura…, s. 133-147,
[1438] J. Dybiński [w:] M. Stec (red.), Prawo umów… 5c…, s. 798-799,
[1439] A. Żurawik, Wykładnia…, Rozdział IX, § 5, T. Möllers, The Principle…, s. 465-488,
[1440] R. Grzeszczak, Pytania…, s. 33-34 i 39-40, A. Frąckowiak-Adamska, P. Bańczyk, Formułowanie…, rozdział I pkt 2.4.3. i rozdział II pkt 1.,
[1441] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 1062-1066,

3. Podsumowanie najważniejszych wniosków związanych z tezą główną

Występują kolizje normatywne pomiędzy zakresem usług maklerskich zawartym w polskim systemie prawa a zakresem usług inwestycyjnych zawartym w systemie prawa Unii Europejskiej (teza główna).

Na poziomie systemu prawa można mówić o występowaniu sprzeczności, czy kolizji normatywnych. Są to przypadki, gdy normy prawne są niezgodne i pozostają względem siebie w takim stosunku, że spełnienie jednej uniemożliwia zrealizowanie drugiej lub też skutek spełnienia jednej z norm niweluje konsekwencje zachowania zgodnego z drugą[1442]. Sprzeczności są naturalną częścią systemu prawa. Można je usuwać przez stosowanie reguł kolizyjnych. Kolizje pomiędzy prawem krajowym, a prawem UE rozstrzygane są przez użycie zasad stosowania prawa UE[1443] =. Czasami te zasady nie doprowadzają do zgodności pomiędzy polskim porządkiem prawnym, a prawem UE, ponieważ np. nie jest możliwe dokonanie wykładni prounijnej *contra legem*[1444]. W pracy przedstawiłem szczegółowo sprzeczności pomiędzy zakresem usług maklerskich w polskim systemie prawa, a prawem UE. Do najistotniejszych należą:

- wskazanie oferującego niebędącego emitentem jako klienta usługi oferowania instrumentów finansowych oraz usługi gwarantowania emisji podczas, gdy klientem tym powinien być wyłącznie emitent[1445],
- wskazanie innych podmiotów niż firma inwestycyjna jako uprawnionych do świadczenia usługi gwarantowania emisji w formie określonej w art. 14a ust. 5 Ustawy o ofercie, w szczególności funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeń[1446],

[1442] A. Szot [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa..., s. 185,
[1443] A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 329-355
[1444] A. Żurawik, Wykładnia..., Rozdział IX, T. Möllers, The Principle..., s. 465-488,
[1445] vide rozdział I pkt 3.2., rozdział VI pkt 1.2 i 2.2., rozdział VII pkt 1.5. i 2.4.,
[1446] vide rozdział VII pkt 1.4.,

- przyznanie firmie inwestycyjnej świadczącej usługę PPZ prawo do doprowadzenia do zawarcia transakcji (§ 53 r.w.s.t.p.), co prowadzi do nałożenia zakresu tej usługi na zakres usługi wykonywania zleceń[1447],

- przyjęcie w polskim prawie zasady „gdzie oferowanie, tam PPZ", która wyklucza możliwość świadczenia innych usług maklerskich niż PPZ na rzecz klienta-inwestora na rynku pierwotnym[1448],

- określenie w Rozporządzeniu wezwaniowym, że usługą świadczoną na rzecz osoby składającej zapis w wezwaniu na sprzedaż lub zamianę akcji jest PPZ, podczas gdy stan faktyczny przemawia za kwalifikacją takiej czynności jako wykonywania zleceń[1449].

Ostatnie dwa przykłady dotyczą przypadków, w których ustawodawca kazuistycznie precyzuje kwalifikację usługi maklerskiej. Zasada „gdzie oferowanie, tam PPZ" jest wnioskowaniem o kwalifikacji usługi maklerskiej z faktu wykonywania innej usługi maklerskiej. W pracy proponuję podejście by każdy stan faktyczny był badany odrębnie pod kątem spełnienia przesłanek danej usługi maklerskiej. Nie powinno się automatycznie wnioskować z faktu świadczenia jednej usługi maklerskiej (usługi oferowania instrumentów finansowych na rzecz klienta-emitenta) o świadczeniu innej usługi maklerskiej (PPZ na rzecz klienta-inwestora). Ustawodawca powinien unikać kazuistycznej regulacji stanów faktycznych mając na uwadze mnogość potencjalnych stanów faktycznych.

Identyfikuję też nieścisłości prawa krajowego, które utrudniają wykładnię, przykładowo:

- w Ustawie o obrocie nie zostało określone natężenie działalności maklerskiej wymagające uzyskania zezwolenia KNF, podczas gdy w art. 5 MIFID II wymaga uzyskania zezwolenia właściwego organu na prowadzenie działalności inwestycyjnej lub świadczenie usługi inwestycyjnej w sposób zawodowy i regularny[1450],

- definicja usługi gwarantowania emisji została sformułowana w prawie polskim w sposób wieloznaczny, budzący błędne skojarzenia z pojęcie oferty publicznej i

[1447] vide rozdział IV pkt 2.3.,
[1448] vide rozdział I pkt 3.2., rozdział IV pkt 1.2., 1.4., 2.2., 2.7. i 2.8.,
[1449] vide rozdział IV pkt 2.10.,
[1450] vide rozdział I pkt 2.2.,

pozbawiony związku z usługą oferowania instrumentów finansowych (*placing*) obecnego w prawie UE[1451],

- w Ustawie o obrocie nie została wdrożona pełna definicja zbywalnego papieru wartościowego z MIFID II, co utrudniało przez pewien czas kwalifikację części kryptoaktywów w polskim porządku prawnym[1452],

- nazwa usługi oferowania instrumentów finansowych wywołuje błędne skojarzenia z pojęciem oferty publicznej i oferty[1453],

- w definicji usługi oferowania instrumentów finansowych brak jest elementu, który wyłączałby jej świadczenie względem jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych[1454],

- pojęcie usług maklerskich jest używane przez ustawodawcę polskiego w sposób niejednolity: czasem jest zbieżne z pojęciem działalności maklerskiej, a czasem jest używane na określenie tych rodzajów działalności maklerskiej, które mają charakter usługowy, są nakierowane na klienta[1455].

4. Podsumowanie najważniejszych wniosków związanych z tezą pomocniczą II

Wykładnia operatywna przepisów regulujących zakres usług maklerskich w Polsce prowadzona jest niezgodnie z zasadami stosowania prawa UE (teza pomocnicza II).

Skupiam się nie tylko na systemie prawa, którego podstawę w Polsce stanowią przepisy prawa[1456], ale także na wykładni operatywnej przepisów. Implementacja przepisów prawa UE, to złożone zjawisko. Składa się na nią nie tylko transpozycja przepisów UE do polskiego systemu prawna, ale także stosowanie prawa, jego wykładnia operatywna[1457] tzn. czynność, która wchodzi w zakres porządku prawnego[1458].

[1451] vide rozdział VII pkt 1.2. i 2.1.,
[1452] vide rozdział I pkt 2.3.,
[1453] vide rozdział VI pkt 1.1.,
[1454] vide rozdział VI pkt 1.5, 2.11., 3.1. i 3.2.,
[1455] vide rozdział I pkt 2.1.,
[1456] B. Liżewski, System…, Rozdział II, § 3 i § 4,
[1457] M. Baran [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, s. 1017-1019,
[1458] G. Maroń, Wstęp…, s. 123,

Stosowanie prawa rynku kapitałowego UE jest metodologicznie trudnym procesem z uwagi na zasady stosowania prawa UE, w tym: zasadę pierwszeństwa prawa UE, autonomiczną wykładnię prawa UE, zasadę bezpośredniego stosowania, bezpośredniego obowiązywania prawa UE, obowiązek stosowania wykładni prounijnej, zasadę efektywności prawa UE[1459]. W szybkim tempie mnoży się soft law UE[1460]. Cechują go specyficzne reguły stosowania. Należą do nich orzeczenie w sprawie Grimaldi[1461], zasada uzasadnionych oczekiwań (ochrony zaufania)[1462], reguła zastosuj albo wyjaśnij (*comply or explain*) odnoszącą się do zaleceń i wytycznych ESMA[1463], funkcje ESMA nakierowane na osiąganie jednolitych praktyk nadzorczych, zapobieganie arbitrażowi regulacyjnemu i propagowanie równych warunków konkurencji w granicach kompetencji ESMA[1464]. Z uwagi na te zasady *soft law* wydawany przez organy UE w zakresie prawa rynku kapitałowego, w tym granic usług maklerskich, mimo swojej pozornej nieobowiązkowości (*soft*) nie pozostawia wiele pola do odstępowania o jego treści. Wspomniane powyżej zasady stosowania prawa i soft law UE sprawiają, że nawet niedokładna implementacja prawa UE przez krajowego ustawodawcę pozwala z dużym prawdopodobieństwem na zastosowanie przepisów prawa UE zgodnie z celem unijnego ustawodawcy (art. 288 zd. 3 TFUE). Jest to wymagające środowisko do funkcjonowania dla organów nadzoru oraz podmiotów nadzorowanych.

Z przesłanek pochodzących z prawa Unii Europejskiej należy korzystać, jeżeli tylko mają one zastosowanie[1465]. Wymaga to od prawnika stosującego przepisy prawa zakorzenione w prawie UE jednoczesnej znajomości przepisów prawa polskiego implementujących dyrektywę i przepisów samej dyrektywy, płynnego poruszania się w polskim i unijnym porządku prawnym. Dostrzegam wady wykładni operatywnej dokonywanej w Polsce polegające na pomijaniu stosowania prawa UE i unijnego *soft*

[1459] E. Dynia, Prawo..., s. 47-50, D. Kornobis-Romanowska, Mechanizm..., s. 288-292, A. Wyrozumska [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, Instytucje..., s. 329-355, T. Möllers, The Principle..., s. 465-488,
[1460] N. Moloney, The Age..., s. 149-152,
[1461] P. Staszczyk [w:] S. Biernat (red.), Podstawy..., Rozdział XXIII, Nb. 36-42,
[1462] D. Miąsik, Zasady..., Rozdział III, Nb. 110-145,
[1463] Art. 16 ust. 3 Rozporządzenia 1095/2010,
[1464] art. 1 ust. 5 lit. d Rozporządzenia 1095/2010,
[1465] M. Matczak, *Summa...*, s. 218,

law. W przeanalizowanych stanowiskach KNF/UKNF[1466] i wyrokach[1467] dotyczących zakresu usług maklerskich odwołania do prawa UE i unijnego *soft law* występują rzadko. Mając na uwadze obowiązek prowadzenia wykładni prounijnej[1468] oraz brania pod uwagę w procesie wykładni operatywnej unijnego soft law[1469] wyjątkami od reguły powinny być przypadki, w których wyrok, stanowisko UKNF/KNF lub literatura przedmiotu nie zawierają odniesień do prawa UE i unijnego *soft law*. Niestety stosowanie unijnego *soft law* dotyczącego unijnego prawa rynku kapitałowego w praktyce sądowej jest wyjątkiem w wielu krajach UE[1470].

Zidentyfikowałem kilka obszarów, w których FCA stawia pytania co do granic usług maklerskich, a które, nie są zauważane w krajowym dyskursie prawnym albo są dostrzegane w ograniczonym stopniu. Przede wszystkim są to:

- próg zezwolenia w przypadku wykonywania wyłącznie jednej usługi maklerskiej zawierania transakcji instrumentami finansowymi na rachunek własny w wykonaniu zleceń klientów, w szczególności w związku z emisją tych instrumentów (*self-placement*)[1471],
- rozumienie przesłanki „wiążącego zaangażowania" (*firm commitment*) firmy inwestycyjnej, w szczególności, czy możliwe jest oddzielenie nabycia instrumentu w celu plasowania od zagwarantowania dojścia do skutku emisji[1472].

Są one interesujące z uwagi na możliwość dokonywania wykładni komparatystycznej przepisów prawa UE[1473].

[1466] vide rozdział III pkt 4.3.2., UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2019, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania…*, 2022,

[1467] vide rozdział III pkt 4.2., Sąd Apelacyjny w Gdańsku, wyrok z dnia 28 kwietnia 2021 r., I ACa 7/21, LEX nr 3307803, Sąd Apelacyjny w Krakowie - I Wydział Cywilny, wyrok z dnia 21 lutego 2017 r. I ACa 1303/16, LEX nr 2348622, Sąd Okręgowy w Warszawie - X Wydział Karny Odwoławczy, wyrok z dnia 16 grudnia 2013 r. X Ka 1118/13, Legalis nr 2123560, Sąd Okręgowy w Warszawie, wyrok z dnia 12 października 2020 r., XXV C 368/20, Sąd Okręgowy w Warszawie, wyrok z dnia 25 stycznia 2021 r., XXV C 2590/19, SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 15 czerwca 2022 r. II CSKP 37/22, Legalis nr 2851722, SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 23 czerwca 2022 r. II CSKP 85/22, Legalis nr 2711783, Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie, wyrok z dnia 17 czerwca 2020 r., VI SA/Wa 1847/19, LEX nr 3162412,

[1468] A. Żurawik, Wykładnia…, Rozdział IX, § 5, T. Möllers, The Principle…, s. 465-488,

[1469] P. Staszczyk [w:] S. Biernat (red.), Podstawy…, Rozdział XXIII, Nb. 36-42,

[1470] M. Avbelj (red.), J. Alberti, C. Cauffman, M. Hartlapp, E. Korkea-aho, P. Leino-Sandberg, E. Oliva, S. Post, A. Schwerdtfeger, EU…, s. 17-20, S. Grundmann, Europäisierung…, s. 12-18,

[1471] vide rozdział V pkt 1.3., FCA, PERG…, 13.3, Q15, Q15A,

[1472] vide rozdział VII pkt 1.2. i 2.5., FCA, PERG…, 13.3, Q22, M. Kurzajewski, Usługi…, Rozdział 8.3,

[1473] M. Zirk-Sadowski [w:] L. Leszczyński (red.), Wykładnia prawa…, s. 52,

Prawo rynku kapitałowego UE jest skomplikowane i drogie w stosowaniu[1474]. Jeżeli nakłada się na nie dodatkowa aktywność krajowego ustawodawcy, to poziom skomplikowania i kosztów wzrasta. Obecne trendy rozwoju prawa rynku kapitałowego w państwach rozwiniętych sprzyjają eliminowaniu z rynku małych podmiotów, których nie stać na dostosowanie. Utrudniają też dostęp nowych podmiotów. Beneficjentami tego zjawiska są dotychczasowe duże podmioty[1475]. Jest to widoczne także w Polsce. W 2015 r. funkcjonowały w Polsce 64 podmioty prowadzące działalność maklerską[1476]. Na koniec 2022 r. istniały 33 domy maklerskie i 9 banków prowadzących działalność maklerską[1477].

[1474] F. Walla [w:] R. Veil (red.) European..., s. 63-64, T. Möllers, Für..., s. 24-30,
[1475] R. Romano, Are..., s. 5-6,
[1476] KNF, Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2015 roku, 2016, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie_KNF_2015_www_46279.pdf, dostęp 27.07.2023, s. 21,
[1477] KNF, Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2022 roku, 2023, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie_z_dzialalnosci_UKNF_oraz_KNF_w_2022_roku_82836.pdf, dostęp 27.07.2023, s. 24,

BIBLIOGRAFIA

Monografie, komentarze, podręczniki, artykuły naukowe i publicystyczne

1. Anand A. I., Is the Dutch Auction IPO a Good Idea?, 2005, Yale Law & Economics Research Paper No. 320, SSRN: https://ssrn.com/abstract=794464, dostęp 08.08.2023,
2. Andenas M., Foreword [w:] D'Ambrosio R., Montemaggi S. (red.) Private and Public Enforcement of EU Investor Protection Regulation, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n. 9/2020, https://ssrn.com/abstract=3708166, dostęp 02.12.2022,
3. Annunziata F., Investment Services and Investment Funds [w:] F. Fabbrini, M. Ventoruso (red.), Research Handbook on European Economic Law, 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3345943, dostęp 17.11.2021,
4. Annunziata F., MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law [w:] D'Ambrosio R., Montemaggi S. (red.) Private and Public Enforcement of EU Investor Protection Regulation, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n. 9/2020, https://ssrn.com/abstract=3708166, dostęp 02.12.2022,
5. Annunziata F., The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni, EBI Working Paper Series, 2021, nr 106, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3966980, dostęp 17.11.2023,
6. Assmann H.-D., Schneider U., Mülbert P. (red.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar WpHG MAR PRIIP MiFIR Leerverkaufs-VO EMIR, 2019, www.juris.de,
7. Austin J., What Exactly is Market Integrity? An Analysis of One of the Core Objectives of Securities Regulation, William & Mary Business Law Review Volume 8 (2016-2017) Issue 2, February 2017,

https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1126&context=wmblr, dostęp 23.10.2022,

8. Avbelj M. (red.), Alberti J., Cauffman C., Hartlapp M., Korkea-aho E., Leino-Sandberg P., Oliva E., Post S., Schwerdtfeger A., EU Financial Regulation Soft Law in the Member States: Finland, France, Germany, Italy, the Netherlands, Slovenia and the UK, 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668793, dostęp 11.06.2023,
9. Avgouleas E., A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead, (2005), Transnational Lawyer, Vol. 18, https://ssrn.com/abstract=1132896 dostęp 23.11.2021,
10. Avgouleas E., Marjosola H. (red.) Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2022,
11. Avgouleas E., EC Securities Regulation, A Single Regime for an Integrated Securities Market: Harmonized We Stand, Harmonized We Fail?, Journal of International Banking Law and Regulation, Part 1 & Part 2, Vol. 22, 2007, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1373182, dostęp 02.08.2023,
12. Barcz J., Górka M., Wyrozumska A., Instytucje i prawo Unii Europejskiej. Podręcznik dla kierunków prawa, zarządzania i administracji, Warszawa 2023,
13. Barczewska-Dziobek A., „Kooperacyjna" administracja publiczna – zarys problematyki, Opolskie Studia Administracyjno-Prawne nr XVI/1 (2), Opole 2018,
14. Barczewska-Dziobek A., Participation of individuals in public decisions in Poland in the polish legal system – the outline [w:] P. Hájek, O. Vít (red.), CBU International Conference on Innovations in Science and Education 2020 (social sciences), 2020,
15. Barczewska-Dziobek A., Partnership and Social Dialogue in the Axiological and Administrative-Legal Perspective, Przegląd Prawa Konstytucyjnego nr 5 (57)/2020,

16. Barczewska-Dziobek A., Wpływ koncepcji good governance na sposób działania administracji publicznej w Polsce – zarys problematyki, Roczniki Nauk Prawnych, tom XXVIII, nr 1/2018,
17. Bączyk M., Koziński M. H., Michalski M., Pyzioł W., Szumański A., Weiss I., Papiery wartościowe, 2000,
18. Bąk J., Stepanów A., Europejskie prawo finansowe, Legalis, 2013,
19. Bąk J., Pietrzyk W., Rynek Forex. Zagrożenia i prawa uczestników nieprofesjonalnych. Poradnik klienta usług finansowych, Warszawa 2018,
20. Berk J., DeMarzo P., Corporate Finance, 5th global edition, 2020,
21. Bidziński M., Jagiełło D., Prawo gospodarcze – zagadnienia wybrane, Legalis 2016,
22. Biel Ł., Pytel I., Corrigenda of EU Legislative Acts as an Indicator of Quality Assurance Failures: A Micro-Diachronic Analysis of Errors Rectified in the Polish Corrigenda [w:] Fernando Prieto Ramos (red.) Institutional Translation and Interpreting: Assessing Practices and Managing for Quality, New York, 2021, https://eurolekt.ils.uw.edu.pl/files/2020/12/08_Biel-and-Pytel_rev_pre-final-lb.pdf, dostęp 28.02.2023,
23. Biernat S. (red.), Podstawy i źródła prawa Unii Europejskiej. System Prawa Unii Europejskiej tom 1, 2020, Legalis,
24. Binder J.-H., Prudential requirements framework and sustainability, European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 131, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4276702, dostęp 20.02.2023,
25. Blicharz R., Instytucje prawa rynku kapitałowego, 2013,
26. Blicharz R., Rozdział XII Nadzór państwa nad rynkiem kapitałowym [w:] Powałowski A., Publiczne prawo gospodarcze, 2020,
27. Blicharz R., Wybrane zagadnienia nadzoru nad rynkiem kapitałowym w świetle prawa wspólnotowego [w:] Mikołajczyk B., Nowakowska-Małusecka J. (red.) Prawo międzynarodowe, europejskie i krajowe – granice I wspólne obszary. Księga jubileuszowa dedykowana Profesor Genowefie Grabowskiej, Katowice 2009,

28. Boczoń W., Nie ma winnych nabicia w GetBack, 31.08.2018, Bankier.pl, https://www.bankier.pl/wiadomosc/Nie-ma-winnych-nabicia-w-GetBack-7612428.html dostęp 29.11.2022,
29. Boos K.-H., Fischer R., Schulte-Mattler H. (red.), KWG, CRR-VO: Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften. Band 1, Monachium 2016, wyd. 5,
30. Brudermüller G., Ellenberger J., Götz I., Grüneberg C., Herrler S., Sprau H., Thorn K., Weidenkaff W., Weidlich D., Wicke H., Beck'sche Kurz-Kommentare. Band 7. Palandt. Bürgerliches Gesetzbuch, 2020, Verlag C.H.Beck, Monachium,
31. Buck-Heeb P., Kapitalmarktrecht, Heidelberg 2022, wyd. 12,
32. Buczynski W., Steffek F., Cuzzolin F., Jamnik M., Sahakian B., Hard Law and Soft Law Regulations of Artificial Intelligence in Investment Management, Cambridge Yearbook of European Legal Studies, 2022 vol. 24,
33. Bunte H.-J., AGB-Banken und Sonderbedingungen mit AGB-Sparkassen und AGB-Postbank. Kommentar, 2011, Verlag C.H.Beck, Monachium, https://beck-online.beck.de/?vpath=bibdata/komm/BunteHdbAGBBanken_3/ges/SoBedWertP2007/cont/BunteHdbAGBBanken.SoBedWertP2007.htm,
34. Burgiel-Bosak M., Sankcja administracyjna jako środek nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce, 2018, strona internetowa Uniwersytetu Jagiellońskiego: https://ruj.uj.edu.pl/xmlui/bitstream/handle/item/305089/burgiel-bosak_sankcja_administracyjna_jako_srodek_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y, dostęp 15.09.2023,
35. Busch D., MIFID II: Stricter conduct of business rules for investment firms, Capital Markets Law Journal, July 2017, https://www.researchgate.net/publication/320145751_MiFID_II_Stricter_conduct_of_business_rules_for_investment_firms/link/5b83f2d492851c1e1235612e/download, dostęp 10.01.2023,
36. Busch D., MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets, Law and Financial Markets Review, 2017, Vol. 11, Nos. 2-3, Researchgate, https://www.researchgate.net/publication/322088419_MiFID_II_and_MiFIR_St

ricter_Rules_for_the_EU_Financial_Markets/link/600d8243299bf14088baa319/download, dostęp 10.01.2023,

37. Busch D., The Future of EU Financial Law, EBI Working Paper Series, 2021, nr 93, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3841349, dostęp 10.07.2023,
38. Busch D., The influence of the EU prospectus rules on private law, Capital Markets Law Journal, 2021, Vol. 16, no. 1, https://academic.oup.com/cmlj/article/16/1/3/6032812?login=true, dostęp 5 stycznia 2022,
39. Busch D., Why MiFID Matters to Private Law – The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability, 2016, https://ssrn.com/abstract=2900842 dostęp 05.01.2023,
40. Cahn A., Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht [w:] L. Klöhn, S. Mock (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston,
41. Callens E., Derivative Contracts in EU Law: Never Mind the Definition, European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 121, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4096694, dostęp 26.05.2023,
42. Chłopecki A., Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji"), Przegląd Prawa Handlowego, 2009 nr 7,
43. Chłopecki A., *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym, cz. I.*, LEX, PPH 1995/8,
44. Chłopecki A., Odpowiedzialność cywilna firmy inwestycyjnej. Glosa do wyroku s. apel. z dnia 6 maja 2019 r., I ACa 1211/17, Glosa 2021/2, LEX, pkt 3,
45. Chłopecki A., Dyl M., Prawo rynku kapitałowego, wyd. 6, Warszawa 2019,
46. Chłopecki A., Umowa jako instrument finansowy, Przegląd Prawa Handlowego, 2022 nr 10,
47. Chłopecki A., Usługi maklerskie w publicznym obrocie papierami wartościowymi, Warszawa 1995,
48. Chłopecki A., Dyl M., Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz, 2014, LEX,

49. Chróścielewski W., Z problematyki skuteczności norm prawa administracyjnego, Lex, Państwo i Prawo 2011 Nr 4,
50. Cieśliński A., Wspólnotowe prawo gospodarcze. Tom II, Legalis 2007, § 67,
51. Czajkowska I., Przyrost regulacji bankowych w Unii Europejskiej a działania dyscyplinujące organów nadzoru bankowego w okresie pokryzysowym, Głos Prawa, Przegląd Prawniczy Allerhanda, 2019, t. 2 nr 1 (3),
52. Czech T., wpis w serwisie LinkedIn zaczynający się od słów: Prawie 10 lat temu Komisja Nadzoru Finansowego z wielkim szumem uchwaliła „Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych", 2023, https://www.linkedin.com/posts/activity-7122454172452446211-_qS3?utm_source=share&utm_medium=member_desktop, dostęp 27.11.2023,
53. Czerniawski R., Wierzbowski M., Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, 2002,
54. Davies R. J., *MiFID and a Changing Competitive Landscape*, 2008, https://ssrn.com/abstract=1117232, dostęp 08.03.2022,
55. den Heijer M., van Os van den Abeelen T., Maslyka A., On the Use and Misuse of Recitals in European Union Law (August 30, 2019). Amsterdam Law School Research Paper No. 2019-31, Amsterdam Center for International Law No. 2019-15, https://ssrn.com/abstract=3445372, dostęp 20.10.2022,
56. Długosz T., Społeczna gospodarka rynkowa jako kryterium organizacji gospodarki, 2017, Gdańskie Studia Prawnicze, Tom XXXVII,
57. Domagała M., Ganczar M., Ochrona konsumenta w cyberprzestrzeni – uprawnienia organów nadzoru [w:] Domagała M., Furmanowicz S., Ganczar M., Haładyj A., Miaskowska-Daszkiewicz A. (red.) Konflikty wartości w publicznym prawie gospodarczym, Legalis 2023,
58. Dreyer D., Delgado-Rodriguez P., On Venue Trading und die Zukunft des OTC-Handels nach MiFID II, [w:] R. Temporale (red.) Europäische Finanzmarktregulierung. Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR, OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel,
59. Dupichot P., Designing a Common European Business Law, La Revue Européenne du Droit (RED) Volume 3, Issue 2, July 2021, https://www.cairn-int.info/journal-red-2021-2-page-108.htm, dostęp 1.10.2023,

60. Dybiński J., Numerus apertus instrumentów finansowych i papierów wartościowych rynku kapitałowego [w:] K. Małysa-Sulińska, M. Spyra, A. Szumański (red.), W poszukiwaniu dobrego prawa. Księga Jubileuszowa Profesora Mirosława Steca. Tom II. Perspektywa prywatnoprawna, LEX 2022,
61. Dybiński J., Szumański A., O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawnoporównawcza (część 1), Legalis, Studia Prawa Prywatnego, 2019 nr 1,
62. Dybiński J., Szumański A., O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawnoporównawcza (część 2), Legalis, Studia Prawa Prywatnego, 2019 nr 2,
63. Dyl M., Środki nadzoru na rynku kapitałowym, LEX 2012,
64. Dynia E., Prawo Unii Europejskiej a prawo krajowe – aspekty teoretyczne, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Rzeszowskiego Seria Prawnicza, Zeszyt 78/2013,
65. Dynia E., Zasada autonomii prawa wspólnotowego [w:] B. Mikołajczyk, J. Nowakowska-Małusecka (red.) Prawo międzynarodowe, europejskie i krajowe – granice I wspólne obszary. Księga jubileuszowa dedykowana Profesor Genowefie Grabowskiej, Katowice 2009,
66. Dzieciuch M., Ocena polskiego procesu legislacyjnego na przykładzie ostatnich zmian w prawie rynków finansowych, IKAR 2018 nr 6(7),
67. Einsele D., Bank- und Kapitalmarktrecht, 2022 Tübingen,
68. Emmert F., The Draft Common Frame of Reference (DCFR) - The Most Interesting Development in Contract Law Since the Code Civil and the BGB, 2012, Researchgate https://www.researchgate.net/publication/255854589_The_Draft_Common_Frame_of_Reference_DCFR_-_The_Most_Interesting_Development_in_Contract_Law_Since_the_Code_Civil_and_the_BGB, dostęp 24.07.2023,

69. Enriques L., Gatti M., Is there a uniform EU securities law after Financial Services Action Plan? Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 14, No. 1, 2008, https://ssrn.com/abstract=982282 dostęp 23.11.2021,
70. Enriques L., Gargantini M., The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case, 2017, https://ssrn.com/abstract=3088832, dostęp: 25.09.2022,
71. Fałek M., Ptak P., Ocena skutków regulacji (OSR) jako narzędzie do tworzenia dobrego prawa z uwzględnieniem uwarunkowań sektora finansów publicznych [w:] W. Federczyk, S. Peszkowski (red.) Doskonalenie i standaryzacja procesu legislacyjnego – dobre praktyki opracowane w ramach projektu LEGIS, Warszawa 2019, https://efs.kprm.gov.pl/sites/default/files/projekt_legis_internet.pdf dostęp 19.05.2023,
72. Fedorowicz M., Implementacja regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego – wybrane zagadnienia teoretyczne i praktyczne [w:] Rutkowska-Tomaszewska E. (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014,
73. Fedorowicz M., Koncepcja finansowego stosunku prawnorynkowego w sieciowym ujęciu zależności na rynku finansowym [w:] A. Gorgol, Teoretyczne i praktyczne aspekty prawa finansowego. Problemy, koncepcje, wyzwania i rozwiązania, Legalis 2020,
74. Fedorowicz M., Reforma nadzoru nad rynkiem finansowym w Unii Europejskiej, a samodzielność krajowego nadzorcy [w:] Rogowski W. (red.), Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego. Nadzór makrostabilnościowy, nadzór bankowy SKOK, instrumenty finansowe, 2014,
75. Ferran E., Building an EU Securities Market, Cambridge University Press, 2004, https://ssrn.com/abstract=604047 dostęp 23.11.2021,
76. Ferran E., Shareholder Engagement and Custody Chains, European Business Organization Law Review (2022) vol. 23, s, 512-514,
77. Ferrarini G., Best execution and competition between trading venues—MiFID's likely impact, Capital Markets Law Journal, 2007, Vol. 2, No. 4,

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108999, dostęp 17.02.2023,

78. Ferrarini G., Market transparency and best execution: bond trading under MiFID, [w:] M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst, R. Steennot (red.) Perspectives in company law and financial regulation, Cambridge University Press, 2009, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436891 dostęp 17.02.2023,
79. Ferrarini G., Pan-European Securities Markets: Policy Issues and Regulatory Responses, 2002, https://ssrn.com/abstract=314576, dostęp 05.06.2023,
80. Ferrarini G., Recine F., *The Mifid and Internalisation*. [w:] G. Ferrarini, E. Wymeersch (red.) INVESTOR PROTECTION IN EUROPE: CORPORATE LAW MAKING, THE MiFID AND BEYOND, Oxford University Press, 2006, https://ssrn.com/abstract=922284 dostęp 03.03.2022
81. Fleckner A. M., Hopt K. J., Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges, Virginia Law & Business Review, Volume 7, Winter 2013, number 3, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2068574 dostęp 17.11.2021,
82. Fleischer H., Chatard Y., Wertpapierhandelsrechts-Geschichten [w:] Klöhn L., Mock S. (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston,
83. Fohlin C., A Brief History of Investment Banking from Medieval Times to the Present, 2014, https://ssrn.com/abstract=2524636 dostęp: 16.03.2022,
84. Fojcik-Mastalska E., *Prawo rynku finansowego w systemie prawa* [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.) Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka. Lex 2016,
85. Frankowski E., Gwarantowanie emisji w prawie amerykańskim i polskim, Przegląd Prawa Handlowego 2003 Nr 2,
86. Fras M., Habdas M., *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II. Własność i inne prawa rzeczowe (art. 126-352)*, LEX 2018,
87. Frąckowiak-Adamska A., Bańczyk P., Formułowanie pytań prejudycjalnych do Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej. Praktyczny przewodnik, LEX 2020,

88. Frątczak P., Rola prawa bankowego prywatnego w regulacji działalności bankowej – analiza na podstawie wybranych konstrukcji umownych, Warszawa 2020,
89. Glicz M., Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna, Legalis 2018,
90. Głowacki M., Systematic internaliser (SI) in MiFID II - a counterparty, not a trading venue, 01.11.2022, https://emissions-euets.com/systematic-internaliser, dostęp 14.12.2022,
91. Gnath K., Große-Rüschkamp B., Kastrop C., Ponattu D., Rocholl J., Wortmann M., Financial market integration in the EU: A practical inventory of benefits and hurdles in the Single Market, 2019, https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/EZ_Financial_Market_Integration_2019_ENG.pdf, dostęp 18.10.2022,
92. Gniewek E., Machnikowski P. (red.), Kodeks cywilny. Komentarz, 2021, Legalis,
93. Gola J., Charakter prawny zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej [w:] L. Kieres (red.) Środki prawne publicznego prawa gospodarczego, 2007,
94. Grabowski A., Clara non sunt interpretanda vs. omnia sunt interpretanda : a never-ending controversy in Polish legal theory?, Revus vol. 27, 2015,
95. Gronkiewicz-Waltz H., Wierzbowski M. (red.) Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne, Warszawa 2017,
96. Grundmann S., Europäisierung des Kapitalmarktrechts – Insbesondere Wertpapierhandelsrecht (WpHG) [w:] Klöhn L., Mock S. (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston
97. Grunewald B., Schlitt M. (red.) Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. wyd., Monachium 2014,
98. Grzesiak A., Jelonek S., Sąd rynku kapitałowego może wykorzystać doświadczenia wydziału frankowego – ale czy powinien? https://spcgblog.pl/financial-litigation/sad-rynku-kapitalowego-moze-wykorzystac-doswiadczenia-wydzialu-frankowego-ale-czy-powinien/, dostęp 30.09.2022,
99. Grzeszczak R., Pytania prejudycjalne w obszarze praw człowieka. Podręcznik praktyczny dla sędziów, Warszawa 2019,

100. Grześków M., Status prawny agenta emisji, LEX, Przegląd Prawa Handlowego, nr 5/2019,
101. Gudowski J. (red.) Kodeks cywilny. Komentarz. Tom V. Zobowiązania. Część szczegółowa, LEX 2017,
102. Haładyj K., Subemisja w obrocie papierami wartościowymi, Monitor Prawa Bankowego nr 07-08 2014,
103. Haładyj K., Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Legalis 2009,
104. Hauser R., Wierzbowski M. (red.) Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz, 2021, Legalis,
105. Hauser R., Niewiadomski Z., Wróbel A. (red.) Publiczne prawo gospodarcze. Tom 8A System Prawa Administracyjnego, Legalis 2018,
106. Hauser R., Niewiadomski Z., Wróbel A. (red.) Publiczne prawo gospodarcze. Tom 8B System Prawa Administracyjnego, Legalis 2018,
107. Hauser R., Niewiadomski Z., Wróbel A., Wykładnia w prawie administracyjnym System Prawa Administracyjnego Tom 4, 2015, Legalis,
108. Helios J., Publicyzacja prawa prywatnego – prywatyzacja prawa publicznego, Wrocław 2013, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3502, Przegląd Prawa i Administracji XCII,
109. Helios J., Jedlecka W., Wykładnia prawa Unii Europejskiej ze stanowiska teorii prawa, Wrocław 2018,
110. Hillier D., Ross S., Westetfield R., Jaffe J., Jordan B., Corporate Finance, 4th European Edition, 2021,
111. Hobza M., ECJ Khorassani Case: (Re)Defining the Scope of MIFID II Regulated Distribution?, 2019, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2019/III/1, https://ssrn.com/abstract=3464156 dostęp 25.04.2022,
112. Hobza M., Vondráčková A., The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II, 2020, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, https://ssrn.com/abstract=3725997 dostęp 17.02.2022,
113. Hooghiemstra S. N., Will the Proposed European Crowdfunding Regulation Lead to a 'True' European Market for Crowdfunding?, 2019, https://ssrn.com/abstract=3492981 dostęp 17.02.2022,

114. Izdebski H., Łazarska A. (red.), Metodologia dysertacji doktorskiej dla prawników. Teoria i praktyka, Warszawa 2022,
115. Izdebski P., Akty prawa miękkiego jako współczesny instrument nadzoru nad rynkiem finansowym - rola oraz charakter prawny, cz. 1, LEX, Przegląd Prawa Publicznego 2021 nr 3,
116. Izdebski P., Akty prawa miękkiego jako współczesny instrument nadzoru nad rynkiem finansowym - rola oraz charakter prawny, cz. 2, LEX, Przegląd Prawa Publicznego 2021 nr 4,
117. Izdebski P., Zasady posługiwania się wzorcami umów w obrocie konsumenckim na przykładzie działalności maklerskiej, Monitor Prawa Handlowego 2019, nr 4, Legalis,
118. Jabłoński M., The danger of so-called regulatory 'gold plating' in transposition of EU law – lessons from Poland, Studia Iuridica LXXI Warszawa 2017,
119. Jakimowicz W., O pograniczu bez granic [w:] J. Zimmermann (red.), Pogranicze prawa administracyjnego, LEX 2019,
120. Jara Z. (red.), Kodeks spółek handlowych. Komentarz, wyd. 26, 2022, Legalis,
121. Jarco M., Co zakłada nowelizacja przepisów dotyczących strategii rozwoju rynku kapitałowego?, 14.07.2023, https://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/8785980,co-zaklada-nowelizacja-przepisow-dotyczacych-strategii-rozwoju-rynku-k.html dostęp 14.07.2023,
122. Jastrzębski J., Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji, LEX 2009,
123. Kaczor K., Gold-plating – problem nadtranspozycji dyrektyw unijnych do krajowego porządku prawnego, Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis, 2022 vol. 11 (1),
124. Kalisiak M., *Zmiana przepisów dotyczących odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży lub zamiany akcji*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego nr 5/2022,
125. Kardas P., Rola i znaczenie wykładni prowspólnotowej w procesie dekodowania norm prawa karnego. Uwagi na marginesie uchwały Sądu Najwyższego z 3 marca 2009 r. (I KZ P 30/08), Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych, Rok XIII: 2009, z. 2,

126. Karwasiński M., Bieżące zmiany uwarunkowań regulacyjnych na polskim rynku kapitałowym w kontekście obserwowanego obniżenia zaufania ze strony inwestorów oraz regulacyjnych mechanizmów ich ochrony, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2019/3,
127. Katner W. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9, Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, 2018, wyd. 3, Legalis,
128. Katner W. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9, Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, 2023, wyd. 4, Legalis,
129. Kennedy T., Best Execution Under MiFID II, 2017, https://www.ecmi.eu/sites/default/files/bestexecution_ecmi.pdf dostęp 22.05.2022,
130. Kiczka K., Administracja gospodarcza w warunkach Unii Europejskiej, Wrocław 2015, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3661, Przegląd Prawa i Administracji C/1,
131. Kiczka K., *Chapter 9. Information Asymmetry in Public Commercial Law*, [w:] D. Cendrowicz, A. Chrisidu-Budnik (red.) Asymmetric Information in Public Administration, Legalis 2022,
132. Kiczka K., Orzecznictwo sądowe w społecznej gospodarce rynkowej, Wrocław 2015, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3695, Przegląd Prawa i Administracji CIII,
133. Kiczka K., Władza sądownicza w społecznej gospodarce rynkowej, Gdańskie Studia Prawnicze, tom XXXVII, 2017,
134. Kiczka K., Wybrane zagadnienia kontroli współdziałania podmiotów publicznych i prywatnych w sferze gospodarki komunalnej, Wrocław 2014, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3555, Przegląd Prawa i Administracji XCVIII,
135. Kiczka K., Z zagadnień sądowej ochrony przedsiębiorców wspołecznej gospodarce rynkowej, Wrocław 2020, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3978, Przegląd Prawa i Administracji CXX/1,
136. Kiczka K., Znaczenie orzecznictwa sądowego dla publicznego prawa gospodarczego [w:] J. Korczak (red.) Administrac ja publiczna pod rządami prawa. Księga pamiątkowa z okazji 70-lecia urodzin prof. zw. dra hab. Adama Błasia, Wrocław 2016,

137. Kidyba A. (red.) Spółka akcyjna, LEX 2014,
138. Kidyba A. (red.), Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1–157, 2018, Lex,
139. D. Kijowski, Pozwolenia w administracji publicznej. Studium z teorii prawa administracyjnego, Białystok 2000,
140. Kilian W., Wendt D. H., Europäisches Wirtschaftsrecht, 2019, Baden-Baden,
141. Klimas T., Vaiciukaite J., The Law of Recitals in European Community Legislation (July 14, 2008). ILSA Journal of International & Comparative Law, Vol. 15, 2008, https://ssrn.com/abstract=1159604, dostęp 20.10.2022,
142. Kłodawski M., Superfluum i nadwyżki znaczeniowe jako przykłady redundancji tekstu prawnego, Archiwum Filozofii Prawa i Filozofii Społecznej 2013/2, LEX,
143. Knysiak-Molczyk H., Granice prawa do informacji w postępowaniu administracyjnym i sądowoadministracyjnym, LexisNexis, LEX 2013,
144. Kochanowski J., Wystąpienie dr Janusza Kochanowskiego, Rzecznika Praw Obywatelskich na konferencji naukowej „Język polskiej legislacji, czyli zrozumiałość przekazu a stosowanie prawa", 2006, https://bip.brpo.gov.pl/pl/content/j%C4%99zyk-polskiej-legislacji-czyli-zrozumia%C5%820%C5%9B%C4%87-przekazu-stosowanie-prawa-wyst%C4%85pienie-rpo-na, dostęp 16.11.2023,
145. Kociszewski M., Pietkiewicz M., Reverse solicitation, 07.09.2017, https://codozasady.pl/en/p/reverse-solicitation, dostęp 20.02.2023,
146. Kopyściański M., Granice ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi (MTF), Wrocław 2013,
147. Kordela M., Zasady prawa jako normatywna postać wartości, RPEiS, rok LXVIII, zeszyt 1-2006,
148. Kornobis-Romanowska D., Mechanizm obowiązywania prawa wspólnotowego w prawie wewnętrznym państw członkowskich, Mikołajczyk B., Nowakowska-Małusecka J. (red.) Prawo międzynarodowe, europejskie i krajowe – granice I wspólne obszary. Księga jubileuszowa dedykowana Profesor Genowefie Grabowskiej, Katowice 2009,
149. Kornobis-Romanowska D. (red.), Prawo rynku wewnętrznego. System Prawa Unii Europejskiej. Tom 7, Legalis 2020,

150. M. Koszowski, Granice związania orzecznictwem Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej [w:] S.M. Grochalski (red.) Granice państwa jako granice jurysdykcji w Unii Europejskie, Dąbrowa Górnicza 2012, https://depot.ceon.pl/bitstream/handle/123456789/2964/Granice%20zwi%20zania%20orzecznictwemTrybuna%20u%20Sprawiedliwo%20ci%20Unii%20Europejskiej%20-%20dr%20Maciej%20Koszowski.pdf?sequence=1,
151. Kowalak T., Znaczenie Financial Services Action Plan dla budowy wspólnego rynku finansowego w Unii Europejskiej, RPEiS, rok LXV, zeszyt 3-2003, dostęp 23.11.2021,
152. Kowalski A., Spółka kapitałowa otwarta i zamknięta – funkcjonalne kryterium klasyfikacji, 2020, https://depotuw.ceon.pl/bitstream/handle/item/3659/2200-DR-PR-57126.pdf?sequence=1 dostęp 05.05.2022,
153. Koziorowski L., Chłopecki A., Sto lat polskiego rynku kapitałowego [w:] Ł. Pisarczyk (red.) Między tradycją a nowoczesnością. Prawo polskie w 100-lecie odzyskania niepodległości, Lex 2019,
154. Krimphove D., Lüke C., Kapitalmarketrecht, 2022 Stuttgart,
155. Kruczalak K., Prawo papierów wartościowych, Sopot 1998,
156. Kuczma P., Procedura badania zgodności projektu ustawy z prawem UE [w:] Jabłoński, Jarosz-Żukowska S., Zasada pierwszeństwa prawa Unii Europejskiej w praktyce działania organów władzy publicznej RP, Wrocław 2015,
157. Kurzajewski M., Usługi maklerskie, LEX 2014,
158. Kurzajewski M., Zapała A., Klient domu maklerskiego – prawa i obowiązki, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, 2006,
159. Kuska-Żak I., Żak M., Oferta publiczna i warunki wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółki publiczne. Komentarz, LEX 2006,
160. Kümpel S., Mülbert P., Früh A., Seyfried T. (red.) Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 2022,
161. Laby A. B., Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers, The Business Lawyer, Vol. 65, No. 2, February 2010, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1491268, dostęp 31.05.2023,

162. Langenbucher K., Bliesener D., Spindler G. (red.), Bankrechts – Kommentar, Monachium 2016,
163. Lanoo K., The road ahead after de Larosière, 2009, CEPS Policy Brief No. 195, https://ssrn.com/abstract=1452756 dostęp 14.03.2022,
164. Le Tran V., Leirvik T., A Simple but Powerful Measure of Market Efficiency, Finance Research Letters 29 (2019), https://nordopen.nord.no/nord-xmlui/bitstream/handle/11250/2659023/Tran.pdf?sequence=1&isAllowed=y, dostęp 23.10.2022,
165. Lemonnier M., Europejskie modele instrumentów finansowych, 2017, LEX,
166. Lemonnier M., Mariański M., Zięty J. J., Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim, LEX, Przegląd Prawa Handlowego, 2011 nr 8,
167. L. Leszczyński, O wykładni prawa i jej wymiarze praktycznym. Kontekst sądowego stosowania prawa, LEX, Archiwum Filozofii Prawa i Filozofii Społecznej, 2020 nr 2,
168. Leszczyński L., Maroń G., Pojęcie i treść zasad prawa oraz generalnych klauzul odsyłających. Uwagi porównawcze, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio G, 2013, VOL. LX (2),
169. Leszczyński L., Maroń G., Zasady prawa i generalne klauzule odsyłające w operatywnej wykładni prawa, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio G, 2013, VOL. LX (2),
170. Leszczyński L., Wykładnia Operatywna (podstawowe właściwości), LEX, Państwo i Prawo 2009 nr 6,
171. Leszczyński L. (red.), Wykładnia prawa Unii Europejskiej. System Prawa Unii Europejskiej tom 3, 2019, Legalis,
172. Leśniak G. J., Koślicki K., Horbaczewski R., Ojczyk J., strona internetowa prawo.pl: Nawet RCL nie wytrzymał - z legislacją tak źle jeszcze nie było, 13.09.2021, https://www.prawo.pl/prawnicy-sady/jak-wyglada-proces-legislacyjny-i-jakie-zastrzezenia-do-trybu-w-jakim-tworzone-jest-prawo-maja-prawnicy-i-eksperci,510545.html,
173. Lichosik A., Pośrednie nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, Katowice 2022,

174. Lichosik A., Rozdział XXIV. Oferowanie instrumentów finansowych poza publicznym obrotem [w:] Zdyb M., Kruk E., Lubeńczuk G. (red.) Dysfunkcje publicznego prawa gospodarczego, Legalis 2016,
175. Lichosik A., Zakres przedmiotowy prawa rynku kapitałowego – zagadnienia wybrane, Przegląd Naukowy Disputatio nr 1/2015, tom XIX,
176. Lichosik A., Zasada administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym [w:] Duniewska Z., Krakała A., Stahl M. (red.), Zasady w prawie administracyjnym. Teoria, praktyka, orzecznictwo, LEX 2018,
177. Liżewski B., System prawa a porządek prawny. Między konstrukcją normatywną a prawem w działaniu, Legalis 2021,
178. Lombardo S., Einige rechtsvergleichende Fälle zwischen Italien und Deutschland in den Harmonisierungsbestrebungen des europäischen Kapitalmarkts [w:] Klöhn L., Mock S. (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston,
179. Loos M., Full harmonisation as a regulatory concept and its consequences for the national legal orders. The example of the Consumer rights directive, Centre for the Study of European Contract Law, Working Paper Series No. 2010/03, https://www.researchgate.net/publication/228245729_Full_Harmonisation_as_a_Regulatory_Concept_and_its_Consequences_for_the_National_Legal_Orders_The_Example_of_the_Consumer_Rights_Directive, dostęp 20.05.2024,
180. Löbig L., Wendt D. H., *Brexit und der Finanzmarkt. Die rechtlichen Auswirkungen auf grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen*, 2019,
181. Łętowska E., Co ujawnia dyskurs o kredytach frankowych, czyli o świadomym i nieświadomym uwikłaniu prawników, Europejski Przegląd Sądowy, kwiecień 2020,
182. Łętowska E., *Sądów, które interpretują prawo zawężająco, rozgrzeszać nie wolno*, dziennik.pl, 06.11.2022, https://wiadomosci.dziennik.pl/opinie/artykuly/8580652,profesor-ewa-letowska-spylandum-est-opinia.html, dostęp 24.11.2022,
183. Łuszczyński A., Pomiędzy sprawiedliwym prawem, a sprawiedliwym społeczeństwem, Journal of Modern Science, tom 1/44/2020,

184. Łuszczyński A., Sprawiedliwość i jej historyczny rozwój, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Rzeszowskiego Seria Prawnicza, Zeszyt 110/2020,
185. Łuczyński T., O obrocie akcjami na rynku regulowanym i w ASO, w tym o klasyfikacji transakcji oraz obrotu zorganizowanego na rynkach akcji, 2021, Legalis, Monitor Prawa Handlowego 2021 Nr 4,
186. Macchiavello E., The Licensing Principle and Investment-Based Crowdfunding [w:] Moura Vicente D., Pereira Duarte D., Granadeiro C. (red.) Fintech Regulation and the Licensing Principle, European Banking Institute, 2023,
187. Mahajan S., Corporate Finance Theory and Practice in Emerging Economies, 2020, Cambridge University Press,
188. Majewski J., Prowadzenie bez zezwolenia działalności w zakresie publicznego obrotu, Prawo Papierów Wartościowych (PPW) 2001/6,
189. Majewski K., Obowiązki banków wobec klientów przewidziane w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, Warszawa 2019, KNF,
190. Małecki W., Prawo administracyjne prywatne. Propozycja nowego terminu w siatce pojęciowej polskiego prawa administracyjnego, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3833, Przegląd Prawa i Administracji CXIV, Wrocław 2018,
191. Mańko R., Legal aspects of EU multilingualism, 2017, https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595914/EPRS_BRI(2017)595914_EN.pdf, dostęp 28.02.2023,
192. Marat W., Prowadzenie działalności inwestycyjnej przez bank — aktualny stan prawny i uwagi de lege ferenda, Transformacje Prawa Prywatnego 3/2018,
193. Marcisz P., Koncepcja tworzenia prawa przez Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej, LEX 2015,
194. Marcisz P., Orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej jako źródło prawa powszechnie obowiązującego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej [w:] Giaro T. (red.) Źródła prawa. Teoria i praktyka, Lex 2016,
195. Mariański M., Problematyka regulacji rynku finansowego w ujęciu transgranicznym analiza na przykładzie prawa polskiego i prawa francuskiego, Olsztyn 2020,
196. Mariański M., Rynek finansowy jako miejsce przenikania się norm prawa prywatnego i prawa publicznego, Studia Prawno-Ekonomiczne, t. C, 2016,

197. Marjosola H., Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach, LSE Research Online, January 2017, http://eprints.lse.ac.uk/68717/1/Marjosola_Regulating%20fiancail%20markets 1.pdf, dostęp 17.10.2022,
198. Marjosola H., Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project [w:] Avgouleas E., Marjosola H. (red.) Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance, 2022,
199. Marjosola H., Shadow Rulemaking: Governing Regulatory Innovation in the EU Financial Markets, German Law Journal Vol. 23 issue 2,
200. Maroń G., References to common law in the reasons for judgments by polish courts, Review of European and Comparative Law, 2020, Vol. XL, No. 2,
201. Maroń G., References to jurisprudence of foreign constitutional courts in judgments and decisions of the Constitutional Tribunal of the Republic of Poland, Review of European and Comparative Law, 2022, Vol. 49, No. 2,
202. Maroń G., Wstęp do prawoznawstwa, Rzeszów 2011,
203. Maroń G., Zasady prawa. Pojmowanie i typologie a rola w wykładni prawa i orzecznictwie konstytucyjnym, Poznań 2011,
204. Martysz C. B., Sienkiewicz A., Ocena skutków implementacji dyrektywy MIFID II w UE ze szczególnym uwzględnieniem Polski, [w:] R. Bartkowiak, M. Matusewicz, Nowe wyzwania w naukach o gospodarce, Warszawa 2020,
205. Maryański W., Pewna niepewność: przekazujesz zlecenie czy je wykonujesz?, https://pl.linkedin.com/pulse/pewna-niepewno%C5%9B%C4%87-przekazujesz-zlecenie-czy-je-marya%C5%84ski-emba?trk=read_related_article-card_title dostęp 13.05.2022,
206. Maśniak D., Zasada wolności działalności gospodarczej interwencjonizm państwa, czyli o rekomendacjach I wytycznych KNF dla uczestników rynku ubezpieczeniowego, Gdańskie Studia Prawnicze tom XXXVII, 2017,
207. Matczak M., *Summa iniuria. O błędzie formalizmu w stosowaniu prawa*, Warszawa 2007,
208. Mendes Correia F., The Licensing Principle in Banking Law [w:] Moura Vicente D., Pereira Duarte D., Granadeiro C. (red.) Fintech Regulation and the Licensing Principle, European Banking Institute, 2023,

209. Miąsik D., Zasady i prawa podstawowe. System Prawa Unii Europejskiej tom 2, 2022, Legalis,
210. Michalski M., O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej, PPH 2008/1,
211. Michalski M. (red.) Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Legalis 2014,
212. Michór A., O modelu regulacji rynku finansowego [w:] A. Gorgol, Teoretyczne i praktyczne aspekty prawa finansowego. Problemy, koncepcje, wyzwania i rozwiązania, Legalis 2020,
213. Michór A., Obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych wobec organu nadzoru [w:] Rutkowska-Tomaszewska E. (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014,
214. Mikos-Sitek A., Zapadka P. (red.) Prawo bankowe. Komentarz, Lex 2022,
215. Mikos-Sitek A. (red.) Ustawa o finansach publicznych. Komentarz, Legalis 2023,
216. Miziołek T., Ewolucja przepisów prawnych dotyczących depozytariuszy na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, RPEiS, rok LXXXIV, zeszyt 2-2022,
217. Mohan A., Underwriter in the Indian Capital Market, 2009, SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1501630, dostęp 31.03.2023,
218. Mojak J., Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu, LEX 2020,
219. Moloney N., The Age of ESMA. Governing EU financial markets, Oxford 2018,
220. Moloney N., The European Union in International Financial Governance, RSF: The Russell Sage Foundation Journal of the Social Sciences , January 2017, Vol. 3, No. 1, Financial Reform: Preventing the Next Crisis,
221. Morrison A., White L., Level Playing Fields in International Financial Regulation, The Journal of Finance, Vol. 64, No. 3 (Jun., 2009),
222. Möllers T., Comment: Market-Conduct Regulation in Germany and Europe [w:] Hugo C., Möllers T. (red.) Legal Certainty and Fundamental Rights, A Cross-Disciplinary Approach to Constitutional Principles in German and South African Law, Augsburger Rechtsstudien 89, 2020,
223. Möllers T., Die Rolle des Rechts im Rahmen der europäischen Integration [w:] T. Möllers, F.-C. Zeitler, Europa als Rechtsgemeinschaft – Währungsunion und Schuldenkrise, 2013, https://opus.bibliothek.uni-

augsburg.de/opus4/frontdoor/index/index/docId/66886, dostęp 20.05.2024, s. 3-4,

224. Möllers T., European Legislative Practice 2.0: Dynamic Harmonisation of Capital Markets Law — MiFID II and PRIIP, 31 Banking & Finance Law Review, 2015, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2732522, dostęp 22.5.2024,
225. Möllers T., Für eine horizontale Arbeitsteilung zwischen nationalem und europäischem Wertpapierhandelsrecht – Gesetzgebung und Methodik, [w:] Klöhn L., Mock S. (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston,
226. Möllers T., Juristische Methodenlehre, 2021,
227. Möllers T., Brosig I., Law-Enforcement in Turbulent Times – How to Work with Principles in Capital Markets Law [w:] Hugo C., Möllers T. (red.) Legality and Limitation of Powers, Values, Principles and Regulations in Civil Law, Criminal Law, and Public Law, Augsburger Rechtsstudien 88, 2019,
228. Möllers T., Sources of Law in European Securities Regulation - Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosière, 2010, European Business Organization Law Review, Vol. 11, 2010, https://ssrn.com/abstract=1725778, dostęp 08.11.2022,
229. Möllers T., The Principle of Directive-Compliant Development of the Law and the Contra Legem Limit, European Review of Contract Law, 2020, vol. 16 (4),
230. T. Möllers, Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht. Zur Regelungskompetenz nazionaler Gerichte und Parlamente [w:] B. Gsell, C. Herresthal (red.) Vollharmonisierung im Privatrecht. Die Konzeption der Richlinie am Scheideweg?, 2009,
231. Mroczkowski R., Działalność w zakresie dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w świetle przepisów prawa polskiego i dyrektywy MiFID [w:] Rutkowska-Tomaszewska E. (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014,
232. Mroczkowski R. (red.), Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz, 2014, Lex,

233. Mroczyński-Szmaj Ł., Rozdział 8. Reglamentacja działalności gospodarczej w świetle ustawy – Prawo przedsiębiorców [w:] Blicharz R., Powałowski A. (red.) Prawo przedsiębiorcy, Legalis 2019,
234. Nadolska A., Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego, LEX 2014,
235. Nadolska A., Soft law w regulacji rynku finansowego w Polsce: rekomendacje, wytyczne i lista ostrzeżeń publicznych KNF, 2021, Legalis,
236. Nieborak T., Soft lex, sed lex? On new regulatory instruments for the EU financial market, Przegląd Zachodni 2018: Europe and Its Traditions – a New Outlook,
237. Nitecki S., Godność jako podstawowa wartość prawa socjalnego, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Iuridica, Numer specjalny, 2023,
238. Nowak-Far A., Prawo Unii Europejskiej. Języki, struktury, działanie w praktyce, Legalis 2021,
239. Nowakowski M., Kryptowaluty jako instrumenty finansowe? Czy i czego się boimy?, 2018, https://finregtech.pl/2018/10/03/kryptowaluty-jako-instrumenty-finansowe-czy-i-czego-sie-boimy/ dostęp 28.02.2023,
240. Nowalińska D., Pietrzyk W., Wojciechowski M., Prawa obligatariusza - poradnik dla nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego, 2022, KNF,
241. Ochman P., Czy każdy bilet zawsze musi być znakiem legitymacyjnym, czyli rozważania o zasadzie 'numerus clausus' papierów wartościowych w polskim porządku prawnym, Zeszyty Prawnicze nr 16(1), 2016,
242. Ofiarski Z., Rola soft law regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.) Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka, Lex 2016,
243. Ofiarski Z. (red.), Ustawa o finansach publicznych. Komentarz, LEX 2021,
244. Ojczyk J., Nowe prawo kiepskiej jakości to zmora polskiej legislacji i przedsiębiorców, 05.03.2020, strona internetowa prawo.pl: https://www.prawo.pl/biznes/zmiany-w-prawie-raport-o-legislacji-grrant-thornton-2020,498381.html,

245. Ojczyk J., Ruszają prace nad koncepcją sądu dla rynku kapitałowego, 17.06.2019, https://www.prawo.pl/biznes/czy-powstanie-sad-rynku-kapitalowego,432794.html, dostęp 24.11.2022,
246. Olszewski J., Ewolucja prawa regulującego działalność agencji ratingowych w Unii Europejskiej [w:] Olszewski J. (red.), Rynek usług finansowych: inwestycyjnych, bankowych i ubezpieczeniowych – między teorią a praktyką, Legalis 2020,
247. Olszewski J., Konstytucyjny obowiązek wykonywania dialogu w praktyce [w:] Grabowski R. (red.) XXV lat Konstytucji Rzeczypoospolitej Polskiej. Księga jubileuszowa dedykowana Profesor Halinie Ziębie-Załuckiej z okazji 70. rocznicy urodzin, Toruń 2022,
248. Olszewski J., Obowiązki informacyjne w gospodarce jako element zwiększania konkurencji, Rzeszów 2020,
249. Olszewski J., Papiery wartościowe w świetle nowych ustaw : weksle, czeki, obligacje, akcje, świadectwa udziałowe powszechne i rekompensacyjne, obrót papierami wartościowymi, fundusze inwestycyjne, fundusze przemysłowe, listy zastawne, Warszawa 1998,
250. Olszewski J. (red.) Prawo gospodarcze. Kompendium, Warszawa 2019,
251. Olszewski J., Prawo papierów wartościowych i instytucje rynku kapitałowego, Przemyśl 2000,
252. Olszewski J., Społeczna gospodarka rynkowa jako zróżnicowany system przepływu informacji, Gdańskie Studia Prawnicze, tom XXXVII, 2017,
253. Osajda K. (red. serii), Dybiński J. (red. tomu) Prawo bankowe. Komentarz, Legalis 2023,
254. K. Osajda (red. serii), J. Dybiński (red. tomu), Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z 7.10.2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937. Komentarz, Legalis 2024,
255. Osajda K. (red. serii), Dybiński J. (red. tomu), Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub

dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE. Komentarz, Legalis 2022,

256. Pacak M., MIFID II, a MIFID – czy zmiany coś zmienią? [w:] Rogowski W. (red.), Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego. Nadzór makrostabilnościowy, nadzór bankowy SKOK, instrumenty finansowe, 2014,
257. Pacześniak A., Klimowicz M., Procesy integracyjne i dezintegracyjne w Europie. Podręcznik akademicki, Wrocław 2014,
258. Padoa-Schioppa T., Lecture by Tommaso Padoa-Schioppa Member of the Executive Board of the European Central Bank, Washington D.C., 24 September 1999, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1999/html/sp990924_1.en.html dostęp 18.12.2023,
259. Pawełczyk M., Gwarantowanie emisji w spółce publicznej, Katowice 2005,
260. Pawełczyk M., Ograniczenia zamknięcia emisji akcji w spółce publicznej, LEX, Prawo Papierów Wartościowych, luty 2001,
261. Pietkiewicz M., Papiery wartościowe bez papieru, 30.01.2020, https://codozasady.pl/p/papiery-wartosciowe-bez-papieru,
262. Pietrancosta A., Marraud des Grottes A., Has the Notion of 'Private Offerings' Been Abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?, Bulletin Joly Bourse 01/01/2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3124225, dostęp 08.12.2021,
263. Pięta A., Technologie regulacyjne szansą na obniżenie kosztów compliance, RPEiS, rok LXXX, zeszyt 2-2018
264. Popowska B., Publiczne prawo gospodarcze w orzecznictwie, Zeszyty Naukowe Sądownictwa Administracyjnego nr 2011/6, LEX,
265. Poślad M., Thiel S., Zwoliński T., Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany, Warszawa 2006,
266. Powałowski A., Rozdział I Wprowadzenie [w:] Powałowski A., Publiczne prawo gospodarcze, 2020,

267. Powałowski A., Rozdział VIII. Reglamentacja działalności gospodarczej [w:] Dobaczewska A., Powałowski A., Wolska H. (red.) Nowe prawo przedsiębiorców, Legalis 2018,
268. Powałowski A., Społeczna gospodarka rynkowa w prawie polskim, 2017, Gdańskie Studia Prawnicze tom XXXVII,
269. Powałowski A., Wartości związane z prawem działalności gospodarczej [w:] Powałowski A. (red.), Aksjologia publicznego prawa gospodarczego, Legalis 2022,
270. Powałowski A., Wprowadzenie do aksjologii prawa gospodarczego publicznego, Acta Universitatis Wratislaviensis No 3977, PRAWO CCCXXIX, Wrocław 2019,
271. Przyborowski Ł., Ograniczone prawa rzeczowe w prawie niemieckim, Legalis, Studia Prawa Prywatnego 2008 nr 4,
272. Puławski M., Dwieście lat minęło. *Krótkie opisanie dziejów giełd papierów wartościowych w Polsce,* Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 5/2017 (89), cz. 2,
273. Radwan A., Założenia do ustawy o sądzie rynku kapitałowego, Głos Prawa, Przegląd Prawniczy Allerhanda, 2019, t. 2 nr 1 (3),
274. Radwański Z., Olejniczak A., *Prawo cywilne – część ogólna, System Prawa Prywatnego tom 2*, 2019, Legalis, wyd. 3,
275. Rajski J. (red.), Prawo zobowiązań – część szczegółowa. System Prawa Prywatnego. Tom 7, Legalis 2018,
276. Rams M., O sposobach rozwiązywania kolizji między prawem Unii Europejskiej a prawem krajowym (na przykładzie penalizacji niezachowania w tajemnicy informacji poufnych), Czasopismo Prawa Karnego i Nauk Penalnych, Rok XXI: 2017, z. 1,
277. Rams M., Specyfika wykładni prawa karnego w kontekście brzmienia i celu prawa Unii Europejskiej, LEX 2016,
278. Romano R., Are There Empirical Foundations for the Iron Law of Financial Regulation?, 2023, SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4340042, dostęp 19.12.2023,

279. Romano R., Further Assessment of the Iron Law of Financial Regulation: A Postscript to Regulating in the Dark, ECGI, Law Working Paper N° 273/2014, November 2014, SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2517853, dostęp 19.12.2023,
280. Romano R., Regulating in the Dark, 2012, Yale Law & Economics Research Paper No. 442, SSRN: https://ssrn.com/abstract=1974148, dostęp 19.12.2023,
281. Romanowski M., Charakter prawny umowy o pośrednictwo, Legalis, MoP 1997, Nr 2,
282. Romanowski M., Charakter prawny zlecenia maklerskiego, LEX, PPH 1995/12,
283. Romanowski M., Weber-Elżanowska A.-M., *Kilka refleksji na temat kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego do wydania Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 3/2016, https://piu.org.pl/wp-content/uploads/2017/01/WU-2016-03-11-romanowski-weber-elzanowska.pdf, dostęp 04.08.2023,
284. Romanowski M., Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi, PPH 1998/5,
285. Romanowski M., Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, Warszawa 2003,
286. Romanowski M., Zlecenie maklerskie a umowy pokrewne, PPH 1996/1,
287. Rott-Pietrzyk E., Agent handlowy – regulacje polskie i europejskie, Legalis, 2005,
288. Róg-Dyrda J., Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami, Legalis 2018,
289. Róg-Dyrda J., Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego, IKAR 2019 nr 7,
290. Safjan M., Bosek L. (red.), Konstytucja RP. Tom I. Komentarz do art. 1–86, 2016, Legalis,
291. Shanz K.-M., Börseneinführung: Handbuch für den Börsengang und die börsennotierte Gesellschaft, Monachium 2012,

292. Schäfer F., Das Verhältnis von WpHG und KWG am Beispiel des Begriffs des Wertpapiers [w:] Klöhn L., Mock S. (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston,
293. Schwintowski H.-P., Bankrecht, Kolonia 2018,
294. Serzhanova V., The Origin and Evolution of the Principle of a Democratic State of Law on the Grounds of the Constitution of the Republic of Poland, Przegląd Prawa Konstytucyjnego nr 5/2020,
295. Serzysko A., Praktyczne stosowanie art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi m.in. w kontekście platform crowdfundingowych, Lex 2022,
296. Sęga G., Soft law jako instrumentarium zabezpieczające ochronę uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym – zagadnienia wybrane, IKAR 2021 nr 1(10),
297. Sobolewski L. (red.), Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, Warszawa 1999,
298. Sójka T., Rycerski A., Agent emisji obligacji, Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny nr 7/2019,
299. Sójka T. (red.), *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, LEX 2016,
300. Sójka T. (red.), Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, [w:] Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, Lex 2015,
301. Sójka T. (red.) Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, [w:] Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, LEX 2015,
302. Sójka T. (red.) Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz, 2022, Lex,
303. Sójka T., Odpowiedzialność cywilna zarządzającego portfelem instrumentów finansowych, RPEiS, zeszyt 1, 2017,
304. Sójka T., The Civil Liability of Asset Managers – a Polish Perspective, Adam Mickiewicz University Law Review, Vol. 9, 2019, http://ppuam.amu.edu.pl/uploads/PPUAM%20vol.%209/02_S%C3%B3jka.pdf dostęp 04.05.2022,

305. Stankiewicz R., Załatwianie spraw z zakresu działalności gospodarczej według przepisów nowej ustawy – Prawo przedsiębiorców [w:] Blicharz R., Powałowski A. (red.), Prawo przedsiębiorcy, Legalis 2019,
306. Stec M. (red.), Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego tom 4, Legalis 2016,
307. Stec M. (red.), Prawo umów handlowych. System Prawa Handlowego tom 5b, Legalis 2020,
308. Stec M. (red.), Prawo umów handlowych. System Prawa Handlowego tom 5c, Legalis 2020,
309. Stelmach J., Czy interpretacja prawnicza może być gwarantem pewności prawa?, Forum Prawnicze, listopad 2011,
310. Szajkowski A. (red.), Prawo spółek osobowych. System Prawa Prywatnego, tom 16, Legalis 2016,
311. Szela T. [w:] Rozdział 6. Próba uregulowania rynku instrumentów finansowych jako odpowiedź Unii Europejskiej na globalny kryzys finansowy [w:] Barcik J., Półtorak M., Unia Europejska w przededniu Brexitu, Legalis 2018,
312. Szesny A.-M., Kuthe T. (red.), Kapitalmarkt Compliance, 2018,
313. Szewczyk J., Publiczne oferowanie papierów wartościowych, MoP 2020, Nr 3, Legalis,
314. Szewczyk M., Nadzór w materialnym prawie administracyjnym, Poznań 1995,
315. Szlachetka E., Umowa o oferowanie, Monitor Prawa Bankowego, lipiec-sierpień 2014,
316. Szot A., Swoboda decyzyjna w stosowaniu prawa przez administrację publiczną, Lublin 2016,
317. Szreniawska M., Szreniawski P., System nadzoru i kontroli nad instytucjami finansowymi z perspektywy nauk administracyjnych [w:] Olszewski J. (red.), Rynek usług finansowych: inwestycyjnych, bankowych i ubezpieczeniowych – między teorią a praktyką, Legalis 2020,
318. Szreniawski P., Pedagogika jako metafora ustrojodawstwa, Przegląd Prawa Konstytucyjnego nr 5 (63)/2021,

319. Szreniawski P., Ocena przydatności kryteriów oddzielenia prawa konstytucyjnego i administracyjnego, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio G, 2017, VOL. LXIV (1),
320. Szreniawski P., The State as a Learning Organization and Cybersecurity, Cybersecurity and Law, nr 2/2022,
321. Szreniawski P., Zapominanie a administracja [w:] Szreniawski P., Grzeczne notatki o państwie i administracji, Lublin 2015,
322. Szumański A. (red.), Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego tom 18, Legalis 2016,
323. Thiel S., Rynek kapitałowy i terminowy, 2010, KNF,
324. Tison M., *Financial Market Integration in the Post-Fsap Era,* 2006, Universiteit Gent Working Paper No. 2006-09, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=901565, dostęp 04.03.2022,
325. Tison M., The Civil Law Effects of MiFID in a Comparative Law Perspective, 2010, Financial Law Institute Working Paper No. WP 2010-05, https://ssrn.com/abstract=1596782 dostęp 17.02.2022,
326. Tison M., The Investment Services Directive and its Implementation in the EU Member States, 1999, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=193270 dostęp 17.11.2021,
327. Trubalski A., Prawne aspekty implementacji prawa UE do systemu prawnego RP, Legalis 2016,
328. Truszkiewicz Z., O istocie prawa w kontekście nieważności czynności prawnej, [w:] Jankiewicz S., Maj K., (red.) Trzydziestolecie Izby Notarialnej w Krakowie, 2021, http://www.kin.pl/files/textpage/editor/9_O_ISTOCIE_PRAWA.pdf, dostęp 29.11.2022,
329. Trybka W., Koncepcja władztwa procesowego, Lex, Zeszyty Naukowe Sądownictwa Administracyjnego, 2017, nr 1,
330. Tsagas G., *The Regulatory Powers of the European Supervisory Authorities: Constitutional, Political and Functional Considerations*, 2016, https://ssrn.com/abstract=3406738 dostęp 02.08.2023,
331. Tuleja P. (red.) Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz, LEX 2021,

332. Tyniewicki M., Problematyka implementacji dyrektywy MiFID w aspekcie jej skutku bezpośredniego oraz odpowiedzialności odszkodowawczej państw członkowskich [w:] Rutkowska-Tomaszewska E. (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014,
333. Uliasz R., *Wolność działalności gospodarczej a pandemia COVID-19. Uwagi w kontekście konstytucyjnego zakazu naruszania istoty wolności i praw (art. 31 ust. 3 zd. 2 Konstytucji RP)*, Przegląd Prawa Konstytucyjnego nr 5/2021,
334. Ura E., Luz decyzyjny w działaniach administracji publicznej [w:] J. Korczak (red.) Administracja publiczna pod rządami prawa. Księga pamiątkowa z okazji 70-lecia urodzin prof. zw. dra hab. Adama Błasia, Wrocław 2016,
335. Ura E., Prawo administracyjne, Warszawa 2021,
336. Veil R. (red.) European Capital Markets Law, wyd. 3, 2022,
337. Veil R., Rechtsquellen des Wertpapierhandelsrechts – vom nationalen Flickenteppich zur europäischen Kodifikation [w:] Klöhn L., Mock S. (red.), Festschrift 25 Jahre WpHG, 2019, Berlin/Boston,
338. Wajda P., Akt soft-law Komisji Nadzoru Finansowego w przedmiocie zachęt jako czynnik dyskryminujący polskie fundusze inwestycyjne w relacji do ich unijnych konkurentów – analiza regulacyjna [w:] Grzeszczak R. (red.), Wolność gospodarcza a regulacja rynków na przykładzie wpływu unijnych i krajowych regulatorów rynków na działalność przedsiębiorców, 2020, Legalis,
339. Wajda P., Efektywność informacyjna rynku giełdowego, LEX 2011,
340. Wajda P., Nadzór wstępny nad inwestorami instytucjonalnymi w obrębie polskiego rynku giełdowego (część II), LEX, Przegląd Prawa Publicznego 2011 nr. 10,
341. Wajda P., Przestępstwo nielegalnego prowadzenia działalności bankowej, LEX, komentarz praktyczny
342. Wajda P., Rekomendacje Komisji Nadzoru Finansowego dla rynku ubezpieczeń i reasekuracji – soft law w wersji hard? [w:] Giaro T. (red.) Źródła prawa. Teoria i praktyka, Lex 2016,
343. Wajda P., Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym, Warszawa 2009,

344. Wajda P., Rynki finansowe jako przedmiot szczególnego zainteresowania prawodawcy, Przegląd Prawa Publicznego 2011/7-8,

345. Warren M. G., The European Union's Investment Services Directive, 1994, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1621840, dostęp 31.05.2023,

346. Weatherill S., The Fundamental Question of Minimum or Maximum Harmonisation, 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3660372, dostęp 20.05.2024, s. 1-9,

347. Wenzel T., Coridaß B., MiFID II: Uberblick zur Novellierung der Markets in Financial Instruments Directive, [w:] R. Temporale (red.) Europäische Finanzmarktregulierung. Handbuch zu EMIR, MiFID II/MiFIR, PRIIPs, MAD/MAR, OTC-Derivaten und Hochfrequenzhandel, 2015 Stuttgart,

348. Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE. Komentarz, Legalis 2023,

349. Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2014,

350. Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2018,

351. Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2023,

352. Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Legalis 2018,

353. Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów* finansowych *do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz* Fragment pozycji: *Prawo rynku kapitałowego. Tom II. Komentarz*, Legalis 2023,
354. Wilk M., A critical mistake in translation of MiFID II causes concerns among Polish retail investors, 2018, https://comparic.com/critical-mistake -translation-mifid-ii-causes-concerns-among-polish-retail-investors/, dostęp 14.06.2023,
355. Włodarczyk G., Obowiązki firm inwestycyjnych i banków w systemie MiFID II. Stanowiska i wytyczne organów nadzoru, Lex 2022,
356. Wojciechowski M., Pewność Prawa, LEX 2014
357. Woźniak R., Charakter prawny zapisu na akcje w wezwaniu, LEX, Przegląd Prawa Handlowego 2022 nr 4,
358. Wronkowska S., Zieliński M., Komentarz do zasad techniki prawodawczej z dnia 20 czerwca 2002 r., Warszawa 2021,
359. Wronkowska S., Zieliński M., Ziembiński Z., „Zasady prawa" w perspektywie teorii prawa oraz szczegółowych nauk prawnych, RPEiS, 1974, nr 2,
360. Wróbel B., Nakoneczny K., Kapis M., Pajkowska M., Zielińska A., Budrewicz E., Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej, Warszawa 2009,
361. Wróbel W., Zoll A. (red.) Kodeks karny. Część ogólna. Tom I. Cześć I. Komentarz do art. 1-52, wyd. V, LEX 2016,
362. Wymeersch E., Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union, EBI Working Paper Series, 2019, nr 36, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3360540, dostęp 24.05.2023,
363. Zacharzewski K., Prawo giełdowe, 2019, Warszawa, C.H. Beck,
364. Zacharzewski K., Rec.: M. Kurzajewski, Usługi maklerskie, Warszawa 2014, Lex, Państwo i Prawo 2015/2,
365. Zacharzewski K., Umowa o pośrednictwo giełdowe, Toruń 2008,
366. Zacharzewski K., Toksyczne opcje walutowe. Glosa do wyroku SN z dnia 16 lutego 2012 r., IV CSK 225/11, LEX, Przegląd Sądowy 2012 nr 9,

367. Zagajewska A., Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz, LexisNexis 2012, LEX,
368. Zalcewicz A., Ramy prawne świadczenia usług inwestycyjnych w UE w świetle postanowień MiFID i projektowanych zmian legislacyjnych [w:] Rutkowska-Tomaszewska E. (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014,
369. Załucki M. (red.) Kodeks cywilny. Komentarz, Legalis 2023,
370. Zapadka P., *Usługi bankowości inwestycyjnej*, C.H. Beck 2012, Wyd. 1, Legalis,
371. Zaring D., The Corporatist Foundations of Financial Regulation, Iowa Law Review, Vol. 108:1303, 2023,
372. Zawadzka P., Pakiet MiFID a regulacje unijne dotyczące przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania [w:] Rutkowska-Tomaszewska E. (red.) Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014,
373. Zawłocki R., Prawo karne gospodarcze. Tom 10, System Prawa Handlowego, 2018 Legalis,
374. Zegarlicki J., Pewność prawa jako istotna wartość państwa prawnego, Filozofia Publiczna i Edukacja Demokratyczna, tom 6, 2017 nr 2,
375. Zdyb M., Aksjologiczne podstawy ingerencji państwa w sferę gospodarki rynkowej [w:] Powałowski A. (red.) Prawne instrumenty oddziaływania na gospodarkę, 2016, Legalis,
376. Zdyb M., Kryzys gospodarczy czy kryzys zaufania do państwa i prawa, [w:] J. Supernat (red.), Między tradycją a przyszłością w nauce prawa administracyjnego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Janowi Bociowi, Wrocław 2009,
377. Zdyb M., Pewność prawa, Teka Komisji Prawniczej PAN Oddział w Lublinie, t. XI, 2018, nr 1,
378. Zieliński D., *MiFID II – co się zmieniło?*, 08.01.2018, https://forexrev.pl/mifid-ii-co-sie-zmienilo/ dostęp 10.03.2022,
379. Zieliński M., Bogucki O., Choduń A., Czepita S., Kanarek B., Municzewski A., Zintegrowanie polskich koncepcji wykładni prawa, RPEiS z. 4, 2009,
380. Ziembiński Z., Podstawy sporów o "luki w prawie", Państwo i Prawo, luty 1966,
381. Zimmermann J., Alfabet prawa administracyjnego, LEX 2022, Graniczność,

382. Zimmermann J., Wstęp [w:] J. Zimmermann (red.), Pogranicze prawa administracyjnego, LEX 2019,
383. Ziółkowska K., Crypto-assets in the EU and polish regulatory framework regarding financial instruments, Annual Center Review, nr 12-13, 2019-2020, https://repozytorium.uwb.edu.pl/jspui/bitstream/11320/10853/1/ACR_12_13_2019_2020_K_Ziolkowska_Crypto_assets_in_the_EU_and_Polish_regulatory_framework.pdf, dostęp 12.01.2023,
384. A. Żurawik, Preambuła ustawy – Prawo przedsiębiorców [w:] R. Blicharz, A. Powałowski, Prawo przedsiębiorcy, Legalis 2019,
385. Żurawik A., Wykładnia w prawie gospodarczym, Legalis 2021,

Orzecznictwo

1. BGH, wyrok z 5.12.2013 r., III ZR 73/12, http://www.rechtsprechung-im-internet.de/jportal/portal/t/19ke/page/bsjrsprod.psml?pid=Dokumentanzeige&showdoccase=1&js_peid=Trefferliste&documentnumber=1&numberofresults=10908&fromdoctodoc=yes&doc.id=KORE315072014&doc.part=L&doc.price=0.0&doc.hl=1#focuspoint dostęp 27.04.2022
2. Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 27.02.2008, 6C 11.07, https://www.bverwg.de/270208U6C11.07.0, dostęp 08.08.2022,
3. Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 08.07.2009, 8C 4.09, https://www.bverwg.de/080709U8C4.09.0 dostęp 09.08.2022,
4. Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 26.03.2010, sygn. 7 C 6.10, https://www.bverwg.de/de/240511U7C6.10.0, dostęp 24.05.2023,
5. Bundesverwaltungsgericht, wyrok z 18.01.2017, 8B 16.16, https://www.bverwg.de/180117B8B16.16.0 dostęp 09.08.2022
6. Sąd Apelacyjny w Gdańsku, wyrok z dnia 28 kwietnia 2021 r., I ACa 7/21, LEX nr 3307803,
7. Sąd Apelacyjny w Krakowie - I Wydział Cywilny, wyrok z dnia 21 lutego 2017 r. I ACa 1303/16, LEX nr 2348622,
8. Sąd Okręgowy w Warszawie - X Wydział Karny Odwoławczy, wyrok z dnia 16 grudnia 2013 r. X Ka 1118/13, Legalis nr 2123560,

9. Sąd Okręgowy w Warszawie, wyrok z dnia 12 października 2020 r., XXV C 368/20, http://orzeczenia.warszawa.so.gov.pl/content/$N/154505000007503_XXV_C_000368_2020_Uz_2020-10-12_002, dostęp 20.05.2023,
10. Sąd Okręgowy w Warszawie, wyrok z dnia 25 stycznia 2021 r., XXV C 2590/19, http://orzeczenia.warszawa.so.gov.pl/content/$N/154505000007503_XXV_C_002590_2019_Uz_2021-02-12_001, dostęp 20.05.2023,
11. SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 16 lutego 2012 r. IV CSK 225/11, Legalis nr 473521,
12. SN – Izba Cywilna, wyrok z 8 września 2017 r., II CSK 845/16, Legalis nr 1673917,
13. SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 15 czerwca 2022 r. II CSKP 37/22, Legalis nr 2851722,
14. SN - Izba Cywilna, wyrok z dnia 23 czerwca 2022 r. II CSKP 85/22, Legalis nr 2711783,
15. TSUE, wyrok z dnia 13 grudnia 1989 r., C-322/88, Salvatore Grimaldi przeciwko Fonds des maladies professionnelles,
16. TSUE, wyrok z dnia 4 lipca 2006 r., C-212/04, Konstantinos Adeneler i in. przeciwko Ellinikos Organismos Galaktos (ELOG), ECLI:EU:C:2006:443,
17. TSUE, wyrok z dnia 10 marca 2011 r., C-540/09, Skandinaviska Enskilda Banken AB Momsgrupp przeciwko Skatteverket,
18. TSUE, wyrok z dnia 22 stycznia 2014 r., w sprawie C-270/12 Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej przeciwko Parlamentowi Europejskiemu i Radzie Unii Europejskiej,
19. TSUE (piąta izba), wyrok z dnia 17 marca 2016 r. w sprawie C-286/14, Parlament Europejski przeciwko Komisji Europejskiej,
20. TSUE, wyrok z dnia 14 czerwca 2017 r., w sprawie C-678/15 Mohammad Zadeh Khorassani przeciwko Kathrin Pflanz,
21. TSUE, wyrok z dnia 15 lipca 2021 r., C-911/19, Fédération bancaire française (FBF) przeciwko Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR),
22. Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie, wyrok z dnia 17 czerwca 2020 r., VI SA/Wa 1847/19, LEX nr 3162412.

Stanowiska i dokumenty urzędów, organów oraz innych podmiotów

1.BaFin, Bankgeschäfte, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Markteintritt/Bankgeschaefte/bankgeschaefte_node.html dostęp 26.06.2022,

2.BaFin, Crowdinvesting, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdinvesting/crowdinvesting_node.html, dostęp 11.02.2022,

3.BaFin, Finanzdienstleistungen, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Markteintritt/Finanzdienstleistungen/finanzdienstleistungen_node.html dostęp 26.06.2022,

4.BaFin, Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, 2019, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html dostęp 28.05.2022,

5.BaFin, Merkblatt: Hinweise zum Tatbestand des Kryptoverwahrgeschäfts, 2020, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_200302_kryptoverwahrgeschaeft.html;jsessionid=A01F039132B854FECEB8762E04AE572F.1_cid501?nn=9450978#doc13710900bodyText2, dostęp 28.02.2023,

6.BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung, 2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091207_tatbestand_abschlussvermittlung.html;jsessionid=0D46DF2DDB6C17015CC8AED39DC2577D.1_cid500 dostęp 13.04.2022,

7.BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html dostęp 02.08.2023,

8.BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, 2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html dostęp 02.08.2023,

9.BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_100318_tatbestand_finanzkommgeschaeft.html dostęp 04.08.2023,

10. BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 2013, https://www.BaFin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html, dostęp 21.07.2023,
11. BaFin, Wertpapierdienstleistungen, 2021, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Markteintritt/Wertpapierdienstleistungen/wertpapierdienstleistungen_node.html;jsessionid=D357505A0A7CF57CA65156E8575197C3.2_cid503, dostęp 26.06.2022,
12. Bank of England, The EU Financial Services Action Plan: a guide, 2003, https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2003/q3/the-eu-financial-services-action-plan-a-guide, dostęp 23.11.2021
13. Barclays, Best Execution Policy: Client Summary, https://www.cib.barclays/content/dam/barclaysmicrosites/ibpublic/documents/mifid-ii/CS1723920%20V03%20HIGH%20RES%20Client%20Communication%20document_Print.pdf dostęp 27.05.2022,
14. Bundesverband Deutscher Banken, Allgemeine Geschäftsbedingungen, stan na wrzesień 2021 r., https://bankenverband.de/media/uploads/2022/06/03/40000_0921_muster.pdf dostęp 04.08.2022,
15. Celon Pharma S.A., Prospekt, 2021, https://celonpharma.com/wp-content/uploads/2021/07/Prospekt_072021-1.pdf dostęp 13.04.2022,
16. CESR, Best execution under MIFID, Questions and Answers, Ref. CESR/07-320, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf dostęp 12.04.2022,
17. CESR, CESR Level 3 Guidelines on MiFID Transaction reporting, May 2007, Ref: CESR/07-301, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_301.pdf, dostęp 23.11.2023,
18. CESR, CESR's Responses to Questions 15-18 and 20-25 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID, CESR/10-860, 29 July 2010, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_860_respon

ses_to_commission_request_for_additional_information_in_relation_to_the_mifid_review.pdf, dostęp 28.03.2023,

19. CESR, MIFID Supervisory Briefings, Best Execution, Ref. CESR/08-735, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/08_735.pdf dostęp 07.08.2023,
20. CESR, Questions & Answers Understanding the definition of advice under MiFID, 2010, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_293.pdf, dostęp 09.11.2022,
21. Commission of the European Communities, Communication from the Commission, Implementing the framework for financial markets: action plan, COM(1999) 232 final, Bruksela, 11.05.1999, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A51999DC0232 dostęp 23.11.2021,
22. Credit Agricole Corporate & Investment Bank, Order execution policy, https://www.ca-cib.com/sites/default/files/2017-12/OEP_GB.pdf dostęp 27.05.2022,
23. Deutsche Bank, Order Execution Policy - Corporate Bank, Investment Bank, & Capital Release Unit Divisions, https://www.db.com/legal-resources/oep-documents/Umbrella-Order-Execution-Policy.pdf dostęp 27.05.2022,
24. Deutsche Boerse Group, The European Post-Trade Market. An Introduction. White paper, 2005, https://www.deutsche-boerse.com/resource/blob/66338/a9b56be08e3f9281765c81d47bdfae3f/data/the-european-post-trade-market-0205_en.pdf, dostęp 11.10.2022
25. Deutsche Bundesbank, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Wertpapierdienstleistungen gemäß § 15 WpIG, 1 sierpnia 2022, https://www.bundesbank.de/resource/blob/895200/a34717a125894131e0a393f8d244ae68/mL/merkblatt-ueber-die-erteilung-einer-erlaubnis-zum-erbringen-von-wertpapierdienstleistungen-data.pdf, dostęp 08.08.2023,
26. EBA, *Report on investment firms. Response to the Commission's call for advice of December 2014. EBA/Op/2015/20*, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/eba-op-2015-20_report_on_investment_firms.pdf, dostęp 20.02.2023,

27.EBA, Report with advice for the European Commission on crypto-assets, 2019, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf, dostęp 28.02.2023,
28.ESMA, Annex 1, Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf, dostęp 12.01.2023,
29.ESMA, Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 January 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, dostęp 12.01.2023,
30.ESMA, Compliance with guidelines, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-110-812_compliance_with_guidelines_overview_table.xlsx, dostęp 15.11.2023,
31.ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR, 22 maja 2014 r., ESMA/2014/549, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf, dostęp 05.03.2023,
32.ESMA, Consultation Paper On ESMA's Opinion on the trading venue perimeter, 28 stycznia 2022, ESMA70-156-4978, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4978_consultation_paper_on_the_opinion_on_trading_venue_perimeter.pdf dostęp 04.08.2023,
33.ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, 29 stycznia 2024, ESMA75-453128700-52, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf dostęp 23.03.2024,
34.ESMA, Consultation Paper on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 25 September 2020, ESMA70-156-2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-

2013_consultation_paper_on_the_functioning_of_organised_trading_facilities.pdf, dostęp 09.05.2024,

35. ESMA, ESMA: update on governance and reporting obligations following the UK's withdrawal from the European Union, 31.01.2020, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma90-368-186_public_statement_-_brexit_update_-_january_2020.pdf, dostęp 19.10.2022,

36. ESMA, ESMA's response to the European Commission's Consultation on a New Digital Finance Strategy for Europe, 29.06.2020, ESMA50-164-3463, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-3463_esma_dfs_response.pdf, dostęp 08.11.2023,

37. ESMA, Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 19 December 2014, ESMA/2014/1569, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf, dostęp. 14.12.2022,

38. ESMA, Final Report On ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter, 2 February 2023, ESMA70-156-6360, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA70-156-6383%20Final%20Report%20on%20ESMA%27s%20Opinion%20on%20the%20trading%20venue%20perimeter.pdf, dostęp 13.12.2023,

39. ESMA, Guidelines on MiFID II product governance requirements, 2018, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_requirements_0.pdf dostęp 31.01.2022,

40. ESMA, MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF), 23 March 2021, ESMA70-156-4225, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma70-156-4225_mifid_ii_final_report_on_functioning_of_otf.pdf, dostęp 09.05.2024,

41. ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 19 November 2021, ESMA35-43-349,

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf, dostęp 02.08.2023,

42. ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics, 16 December 2022 | ESMA70-872942901-38, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf dostęp 07.08.2023,

43. ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics, 26 May 2023, ESMA70-872942901-35, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf, dostęp 20.07.2023,

44. ESMA, EBA, EIOPA, Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ('Self placement'), 31 July 2014, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/jc_2014-62_placement_of_financial_instruments_with_depositors_retail_investors_and_policy_holders_self_placement.pdf, dostęp 14.12.2022,

45. ESMA, PUBLIC STATEMENT Reminder to firms of the MiFID II rules on 'reverse solicitation' in the context of the recent end of the UK transition period, 13 stycznia 2021, https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reminds-firms-mifid-ii-rules-reverse-solicitation, dostęp 11.01.2023,

46. ESMA, Statement ESMA highlights the risks arising from the provision of unregulated products and/or services by investment firms, ESMA35-36-2813, 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/ESMA35-36-2813_Statement_on_investment_firms_providing_unregulated_services.pdf, dostęp 13.06.2023,

47. ESMA, Wytyczne w sprawie określonych aspektów wymogów MiFID II dotyczących adekwatności i świadczenia wyłącznie usługi wykonywania zleceń, 12.04.2022, ESMA35-43-3006, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3006_gls_on_certain_aspects_of_the_mifid_ii_appropriateness_and_execution-only_requirements_pl.pdf, dostęp 17.05.2023,

48. European Commission, Completing the internal market: White Paper from the Commission to the European Council, Milan 1985, https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/4ff490f3-dbb6-4331-a2ea-a3ca59f974a8/language-en, dostęp 02.08.2023,
49. European Commission, Questions and Answers. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/mifid-2004-0039-commission-questions-answers_en_0.pdf dostęp 17.01.2022,
50. European Commission, Working Document ESC-07-2007 Commission answers to CESR scope issues under MIFID and the implementing directive, 2007, stanowiący załącznik do CESR, Best execution under MIFID, Questions and Answers, Ref. CESR/07-320, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf dostęp 17.02.2023,
51. European Economic Community Commission, The Development of a European Capital Market, Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission, 1966, http://aei.pitt.edu/31823/1/Dev_Eur_Cap_Mkt_1966.pdf, dostęp 09.06.2023,
52. European Post Trade Forum, EPTF Report, 15th May 2017, https://finance.ec.europa.eu/publications/report-european-post-trade-forum-eptf_en, dostęp 11.10.2022,
53. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny, Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie sprawozdania grupy de Larosière'a, 2009/C 318/11, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52009IE1476&from=FR dostep 11.03.2022,
54. FCA, Brexit: our approach to EU non-legislative materials, październik 2020, https://www.fca.org.uk/publication/corporate/brexit-our-approach-to-eu-non-legislative-materials.pdf, dostęp 19.10.2022,

55.FCA, Changes to UK MIFID's conduct and organisational requirements. Consultation Paper CP21/9, April 2021, https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-9.pdf, dostęp 19.10.2022,
56.FCA, COBS (Conduct of Business Sourcebook) 11.2A, aktualizacja 23.05.2022, https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/11/2A.html dostep 03.06.2022,
57.FCA, Improving Equity Secondary Markets. Consultation Paper CP22/12, July 2022, https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-12.pdf, dostęp 19.10.2022,
58.FCA, Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Policy Statement II, PS17/14, July 2017, https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-14.pdf, dostep 10.11.2022,
59.FCA, PERG (The Perimeter Guidance Manual), https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf, dostęp 22.12.2023,
60.FCA, Thematic review, Best execution and payment for order flow, TR 14/13, July 2014, https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr14-13.pdf dostęp 16.05.2022,
61.GPW, Przewodnik dla emitentów giełdowych: Droga po kapitał, 2020, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/inne/Przewodnik_emitenci_GR_GPW_2020.pdf, dostęp 13.02.2023,
62.GPW, Szczegółowe zasady obrotu giełdowego w systemie UTP, tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2023 r. https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/SZOG_pl.pdf, dostęp 11.05.2023,
63.GPW, Załącznik nr 2 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu, według stanu prawnego na dzień 15 lipca 2022 r., Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu na rynkach NewConnect i Catalyst, https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/files/PDF/regulacje/2_9_Zal2_Reg_ASO_15072022.pdf, dostęp 11.05.2023,

64. Industrie- und Handelskammer zu Berlin, Der kaufmännische Geschäftsbetrieb, https://www.ihk.de/berlin/service-und-beratung/recht-und-steuern/firma-und-rechtsformen/handelsregister/der-kaufmaennische-geschaeftsbetrieb-2253574, dostep 09.01.2023,
65. Komisja Europejska, Investment services and regulated markets - Markets in financial instruments directive (MiFID), https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_en, dostęp 08.03.2022,
66. Komisja Europejska, Zielona Księga Tworzenie unii rynków kapitałowych, COM/2015/063, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015DC0063 dostęp 07.06.2023,
67. KNF, Komunikat ze 196. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 29 października 2013 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/KNF_29_10_2013.pdf, dostęp 11.01.2023,
68. KNF, Stanowisko KNF w sprawie przetwarzania danych osobowych klientów przez instytucje finansowe, 30 grudnia 2014 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_przetwarzanie_danych_przez_inst_fin_30122014_40180.pdf dostęp 04.08.2023
69. KNF, Stanowisko KNF ws. polityki dywidendowej w 2022 r., 9.12.2021, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_KNF_ws_polityki_dywidendowej_w_2022_r.pdf dostęp 5.10.2022,
70. KNF, Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych, 2014, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_140904_Zasady_ladu_korporacyjnego_22072014_38575.pdf, dostęp 27.11.2023,
71. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Szczegółowe zasady działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, wersja od 1 grudnia 2022, http://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Documents/SZDKDPW_01122022.pdf, dostęp 11.01.2023,
72. Lamfalussy Committee, Final Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets, Bruksela, 15.02.2001,

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf, dostęp 02.08.2023,

73. mBank S.A. Regulamin świadczenia usług maklerskich w ramach usługi eMakler, listopad 2019, https://www.mbank.pl/pdf/inwestycje/emakler/regulamin-swiadczenia-uslug-maklerskich-w-ramach-uslugi-emakler-11.2019.pdf, dostęp 11.12.2022,

74. Minister Finansów, List emisyjny nr 49/2023 Ministra Finansów z dnia 22 marca 2023 r. w sprawie emisji czteroletnich indeksowanych oszczędnościowych obligacji skarbowych oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej, https://www.obligacjeskarbowe.pl/listy-emisyjne/?id=coio427,

75. Ministerstwo Finansów, Stanowisko Ministerstwa Finansów w sprawie przykładów gold-platingu zgłoszonych przez uczestników rynku kapitałowego, 2022, https://www.gov.pl/attachment/19f9f13e-4462-4bed-b3fe-6a60c9274266, dostęp 15.11.2023,

76. Minister Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej, Pismo przekazujące do uzgodnień zewnętrznych projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, 20.07.2021, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12349203/12803512/12803514/dokument513519.pdf, dostęp 16.11.2023,

77. Ministerstwo Cyfryzacji, Grupa robocza ds. rejestrów rozproszonych i blockchain, Token jako obligacja, 4 listopada 2019, https://www.gov.pl/attachment/44fbaf3d-fcfc-4ee7-b334-c12e7843d511, dostęp 19.01.2023,

78. Mostostal Zabrze, ZAPROSZENIE DO SKŁADANIA OFERT SPRZEDAŻY AKCJI MOSTOSTAL ZABRZE SPÓŁKA AKCYJNA z dnia 25 października 2023 r., https://mz.pl//app/uploads/2023/10/Zapr_do_-skladania_ofert_sprzedazy_akcji-MZ_25.10.2023-1.pdf, dostęp 27.11.2023,

79. Najwyższa Izba Kontroli, Informacja o wynikach kontroli: działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki Getback S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe

oraz ją audytujących, https://www.nik.gov.pl/plik/id,21685,vp,24335.pdf dostęp 16.05.2023,

80. Opinia Rzecznika Generalnego Manuela Camposa Sáncheza-Bordony przedstawiona w dniu 8 lutego 2017 r., Sprawa C-678/15 Mohammad Zadeh Khorassani przeciwko Kathrin Pflanz,

81. Opinia Rzecznika Generalnego Niila Jääskinena przedstawiona w dniu 16 grudnia 2010 r., sprawa C-540/09 Skandinaviska Enskilda Banken AB Momsgrupp przeciwko Skatteverket,

82. Play Communications S.A., Wyciąg Warunków Oferty - tłumaczenie na język polski wybranych punktów rozdz. „Warunki Oferty", 2017, https://www.bm.pkobp.pl/media_files/3f992ffa-cb18-4c6b-a103-obb05a1c5974.pdf dostęp 20.04.2022,

83. Pełnomocnik Ministra Finansów ds. Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, Sprawozdanie z realizacji Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, 2023, podstrona Ministerstwa Finansów w serwisie rządowym: https://www.gov.pl/web/finanse/rok-20238, dostęp 23.10.2023,

84. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A., *Wikana, Corporate research*, 01.10.2021, https://www.bm.pkobp.pl/analizy-i-rekomendacje/raporty-wydane-na-zlecenie-emitenta/wikana/wikana-wyniki-w-iii-kw-2021/?download dostęp 24.07.2023,

85. Rada Ministrów, Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego, 2019, Załącznik do uchwały nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. (Dz.U. z 2019 r., poz. 1027),

86. Study Group on a European Civil Code, Research Group on EC Private Law (Acquis Group), *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Frame of Reference (DCFR)*, 2009, https://www.law.kuleuven.be/personal/mstorme/2009_02_DCFR_OutlineEdition.pdf, dostęp 17.02.2022,

87. Swedish SECURITIES DEALERS ASSOCIATION, Guide for drafting/review of Execution Policy under MiFID II, 4 grudnia 2018, https://svenskvardepappersmarknad.se/wp-content/uploads/2020/10/Best-Execution-Policy-Guide.pdf, dostęp 13.02.2023,

88. The de Larosiere Group, Report, 25.02.2009, https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf dostęp 11.03.2022,
89. The Giovanni Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussel, November 2001, https://finance.ec.europa.eu/publications/giovannini-reports_en, dostęp 11.10.2022
90. UKNF, Firmy inwestycyjne - Banki prowadzące działalność maklerską, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/Firmy_inwestycyjne_i_Agenci_firm_inwestycyjnych/Banki_prowadzace_dzialalnosc_maklerska, dostęp 09.05.2024,
91. UKNF, Firmy inwestycyjne - Domy maklerskie, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/Firmy_inwestycyjne_i_Agenci_firm_inwestycyjnych/domy_maklerskie, dostęp 09.05.2024,
92. UKNF, *Komunikat Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie nowych przepisów dotyczących oferowania instrumentów finansowych*, Warszawa 2018, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_oferowania_instrumentow_finansowych_61575.pdf dostęp 29.06.2023 r.,
93. UKNF, Metodyka Badania i Oceny Nadzorczej dla domów maklerskich, maj 2022, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Metodyka_Badania_i_Oceny_Nadzorczej_2022_78329.pdf dostęp 5.10.2022,
94. UKNF, Podmioty infrastruktury rynku kapitałowego, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/Podmioty_infrastruktury_rynku_kapitalowego, dostęp 09.05.2024,
95. UKNF, Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, 2019, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Oferowanie_Instrumentow.pdf, dostęp 04.08.2023

96. UKNF, *Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Aktualizacja*, 2022, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_oferowanie_instrumentow_finansowych_77479.pdf dostęp 02.08.2023,
97. UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego DRK/WK/485/14/1/2015/PK, 2015 r.. https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-14-1-2015-PK_43860.pdf dostęp 07.08.2023,
98. UKNF, Stanowisko UKNF przypominające o roli, jaką w procesie świadczenia usług maklerskich przez firmy inwestycyjne pełnią stanowiska Urzędu Komisji, 14 grudnia 2015 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-13-1-2015-MT_43861.pdf dostęp 04.08.2023,
99. UKNF, Stanowisko UKNF w sprawie współpracy firmy inwestycyjnej z podmiotami trzecimi w przedmiocie realizacji czynności związanych z ogłoszeniem i przeprowadzeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, 14 grudnia 2015 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-14-1-2015-PK_43860.pdf, dostęp 04.08.2023,
100. UKNF, Stanowisko UKNF w sprawie wybranych aspektów świadczenia przez firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy usług doradztwa inwestycyjnego, 2020, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_doradztwa_inwestycyjnego.pdf dostęp 24.08.2022,
101. UKNF, Stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE, 11.07.2019, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_rozporzadzenia_prospektowego_66497.pdf dostęp 29.06.2023,

102. UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące oceny emitenta przez firmy inwestycyjne przed rozpoczęciem świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych, 2022, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_oceny_emitenta_przez_firmy_inwestycyjne.pdf dostęp 24.08.2022,
103. UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie skutków nieimplementowania do dnia 22 lipca 2013 r. do polskiego porządku prawnego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 1.07.2011, str. 1 z późn. zm.), 21.08.2013, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_UKNF_w_srawie_nieimplementowania_Dyrektywy_ZAFI_w%20terminie_35385.pdf, dostęp 29.06.2023,
104. UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie skutków wejścia w życie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (Dz. Urz. UE L z 19 maja 2015 r. Nr 123, str. 98) w sytuacji braku implementacji do polskiego porządku prawnego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 1.07.2011, str. 1 z późn. zm.), 26.01.2016, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ELTIF_i_ZAFI_44408.pdf, dostęp 29.06.2023,
105. UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie stosowania w Polsce Dyrektywy MiFID II od 3 stycznia 2018 r., 27.12.2017, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_stosowania_MiFID_II_60535.pdf, dostęp 28.06.2023,
106. UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydawania i obrotu kryptoaktywami, 10 grudnia 2020,

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_wydawania_i_obrotu_kryptoaktywami_71794.pdf, dostęp 19.01.2023,

107. UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zarządzania produktowego, 2021, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_dot_zarzadzania_produktowego_72596.pdf,

108. XTB S.A., Polityka realizacji zleceń z dnia 21 lutego 2022 r., https://xtb.scdn5.secure.raxcdn.com/file/0102/43/pl-polityka_realizacji_zlecen_21022022_161f101362.pdf, dostęp 11.12.2022,

109. XTB S.A., Regulamin świadczenia usług maklerskich (warunki ogólne), 21 lutego 2022, https://xtb.scdn5.secure.raxcdn.com/file/0102/43/pl-gtc_21022022_clean_e938411be0.pdf, dostęp 11.12.2022,

Projekty aktów prawnych

1. Druk sejmowy Sejmu IV kadencji nr 2175, Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi wraz z projektami podstawowych aktów wykonawczych https://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/0/4CEDDFCC0D20209DC1256DD700410EC6/$file/2175.pdf dostęp 28.06.2023,
2. Druk sejmowy Sejmu VI kadencji nr 61, Projekt ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/0/CD6A7306686F072BC12573AF00421E10?OpenDocument, dostęp 06.12.2021,
3. Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 991, Rządowy projekt o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw z projektami aktów wykonawczych, https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/E4F664D8D3564E3BC1258065004DF149/%24File/991.pdf dostęp 03.01.2023,
4. Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 2191, Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=2191 dostęp 4.12.2021,

5. Druk sejmowy Sejmu VIII kadencji nr 3755, Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=3755 dostęp 08.08.2023,
6. Druk sejmowy Sejmu IX kadencji nr 3381, Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, https://orka.sejm.gov.pl/Druki9ka.nsf/0/2AF6DCA28CC91748C12589D00043F0D0/%24File/3381.pdf, dostęp 27.11.2023
7. Uzasadnienie projektu rozporządzenia Ministra Finansów Funduszy i Polityki Regionalnej w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach, 5.11.2020, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//502/12331155/12668320/dokument475080.docm dostęp 20.05.2023,
8. Uzasadnienie projektu rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, sposobu i trybu składania i przyjmowania zapisów w wezwaniu oraz dopuszczalnych rodzajów zabezpieczenia, 2022, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//502/12357616/12861660/dokument558422.pdf dostęp 20.05.2023,
9. Uzasadnienie projektu z dnia 15 lipca 2021 r. ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, 2021, https://legislacja.gov.pl/docs//2/12349203/12803512/12803513/dokument514070.pdf, dostęp 17.02.2023,

Strony internetowe

1. Bank of England, What is financial stability?, 2020, https://www.bankofengland.co.uk/knowledgebank/what-is-financial-stability, dostęp 30.10.2022,

2. Cambridge University Press & Assessment, Cambridge Dictionary, underwrite, strona internetowa Cambridge Dictionary, https://dictionary.cambridge.org/pl/dictionary/english/underwrite, dostęp 12.12.2023
3. Cambridge University Press & Assessment, Cambridge Dictionary, underwriting, strona internetowa Cambridge Dictionary, https://dictionary.cambridge.org/pl/dictionary/english/underwriting, dostęp 01.04.2023,
4. Corporate Finance Institute, Dutch Auction, 15.03.2023, https://corporatefinanceinstitute.com/resources/capital-markets/dutch-auction/ dostęp 13.04.2023,
5. Deutsche Börse, Börsenlexikon, https://www.boerse.de/boersenlexikon/Daueremission, dostęp 11.02.2021,
6. Elsevier Inc., Strona internetowa Social Science Research Network: https://www.ssrn.com/, dostęp 25.04.2024,
7. ESMA, Interactive Single Rulebook, MIFID II, strona internetowa ESMA: https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii, dostęp 22.11.2023,
8. European Banking Institute e.V., Strona internetowa European Banking Institute e.V. https://ebi-europa.eu/, dostęp 27.09.2023,
9. European Commission, Ensuring the integrity of securities markets, https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/securities-markets/ensuring-integrity-securities-markets_en, dostęp 29.11.2022,
10. European Commission, The European Securities and Markets Authority (ESMA), https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma_en, dostęp 30.10.2022,
11. European Union, EUR-LEX, Sources of European Union law, https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/summary/sources-of-european-union-law.html, dostęp 18.04.2024

12. Famirski A., wypowiedź w: Czy w Polsce potrzebny jest specjalistyczny sąd rynku kapitałowego? - debata ekspercka, 4.6.2020, strona Kancelarii SPCG: https://spcgblog.pl/regulatory/czy-w-polsce-potrzebny-jest-specjalistyczny-sad-rynku-kapitalowego/ oraz serwis YouTube: https://www.youtube.com/watch?v=UZLcRHzNHEA, dostęp 20.12.2023, od 1:08:30 do 1:10:30,
13. KNF, Lista ostrzeżeń publicznych KNF, https://www.knf.gov.pl/dla_konsumenta/ostrzezenia_publiczne, dostęp 02.03.2023,
14. KNF, Publiczne konsultacje, Strona internetowa Komisji Nadzoru Finansowego: https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/regulacje_i_praktyka/Publiczne_konsultacje, dostęp 22.11.2023,
15. KNF, Stanowiska Urzędu, Rynek Kapitałowy, strona internetowa KNF: https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/stanowiska/stanowiska_uknf_rynek_kapitalowy, dostęp 25.04.2024,
16. KNF, UKNF dołączył do sygnatariuszy „Deklaracji prostego języka", strona internetowa KNF: https://www.knf.gov.pl/dla_mediow/galeria?articleId=80265&p_id=18, dostęp 1.10.2023,
17. London School of Economics, Niamh Moloney, strona internetowa London School of Economics: https://www.lse.ac.uk/law/people/academic-staff/niamh-moloney, dostęp 27.09.2023,
18. Ludwig-Maximilians-Universität München, Rüdiger Veil, strona internetowa Ludwig-Maximilians-Universität München: https://www.en.jura.uni-muenchen.de/staff/professoren/veil_ruediger/biography/index.html, dostęp 27.09.2023,
19. Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, Deklaracja prostego języka, strona internetowa Portal Funduszy Europejskich: https://www.funduszeeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/promocja/prosto-o-funduszach-europejskich-1/deklaracja-prostego-jezyka/, dostęp 1.10.2023,

20. Radboud Universiteit, Danny Busch, strona internetowa Radboud Universiteit: https://www.ru.nl/en/people/busch-d, dostęp 27.09.2023
21. ResearchGate GmbH, Strona internetowa Researchgate: https://www.researchgate.net/, dostęp 25.04.2024,
22. Senat Rzeczypospolitej Polskiej: Wypowiedzi Zastępcy Przewodniczącego KNF R. Mikusińskiego, stenogram posiedzenia Komisji Budżetu i Finansów Publicznych (nr 56) w dniu 23-02-2021, https://www.senat.gov.pl/prace/komisje-senackie/przebieg,9020,1.html, dostęp 06.11.2023
23. Università Bocconi, Filippo Annunziata, strona internetowa Università Bocconi: https://faculty.unibocconi.it/filippoannunziata/, dostęp 27.09.2023,
24. Universita degli Studi di Genova, Guido Ferrarini, strona internetowa Universita degli Studi di Genova: http://www.clfge.org/teams/prof-guido-ferrarini/, dostęp 27.09.2023,
25. Universität Augsburg, Thomas Möllers, strona internetowa Universität Augsburg: https://www.uni-augsburg.de/en/fakultaet/jura/lehrende/moellers/lehrstuhlteam/professor-dr-thomas-mj-mollers/, dostęp 27.09.2023,
26. Universiteit Ghent, Eddy Wymeersch, strona internetowa Universiteit Ghent: https://financiallawinstitute.ugent.be/index.php/mymember/eddy-wymeersch/, dostęp 27.09.2023,
27. University of Edinburgh, Emilios Avgouleas, strona internetowa University of Edinburgh: https://www.law.ed.ac.uk/people/professor-emilios-avgouleas, dostęp 27.09.2023,
28. Wydawnictwo Naukowe PWN, Słownik języka polskiego PWN, https://sjp.pwn.pl/slowniki/promowa%C4%87.html, dostęp 24.07.2023,
29. Wydawnictwo Naukowe PWN, Słownik języka polskiego PWN, https://sjp.pl/zach%C4%99ca%C4%87, dostęp 24.07.2023,
30. Wydawnictwo Naukowe PWN, Słownik języka polskiego PWN, https://sjp.pwn.pl/slowniki/zakres.html, dostęp 22.12.2023,
31. Zapała A., wypowiedź w: Czy w Polsce potrzebny jest specjalistyczny sąd rynku kapitałowego? - debata ekspercka, 4.6.2020, strona Kancelarii SPCG:

https://spcgblog.pl/regulatory/czy-w-polsce-potrzebny-jest-specjalistyczny-sad-rynku-kapitalowego/ oraz serwis YouTube: https://www.youtube.com/watch?v=UZLcRHzNHEA, dostęp 20.12.2023, od 26:00 do 29:30.