

Warszawa, 25 listopada 2014 r.

Pan

**Kazimierz Kleina**

Przewodniczący

Komisji Budżetu i Finansów Publicznych

Senat RP

*Szanowny Panie Przewodniczący*

W nawiązaniu do dyskusji, która odbyła się na ostatnich posiedzeniach Komisji Budżetu i Finansów Publicznych w dniach 18 i 19 listopada br. w sprawie druku 762, dotyczącej zaproponowanego ograniczenia dźwigni na pochodnych instrumentach finansowych (art. 1 pkt. 13-14 procedowanej ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw), poniżej przedstawiamy alternatywne propozycje poprawek w przedmiotowej kwestii z uprzejmą prośbą o ich rozważenie w trakcie dalszych prac nad drukiem 762.

W załączeniu przesyłamy również opinię prof. Aleksandra Chłopeckiego i opinię prof. Tomasza Sójki w przedmiotowej kwestii, która stanowi uzasadnienie poniższych proponowanych przez nas propozycji poprawek.

**Propozycja nr 1.**

W art. 1 ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw proponujemy wykreślić pkt 13 i 14 dotyczący art. 73 ust. 2a-2c w nowym brzmieniu.

**Propozycja nr 2.**

Alternatywnie do propozycji nr 1, proponujemy zmianę treści art. 1 pkt 14 w następujący sposób:

*„Art. 73 ust. 2a–2c otrzymuje brzmienie:*

*2a. Firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wymienionych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c–i złożone przez klienta detalicznego pod warunkiem, że depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest nie mniejszy niż 2% wartości nominalnej tego instrumentu finansowego, z zastrzeżeniem ust. 2b i 2c.*

*2b. W przypadku zleceń zbycia opcji skutkujących wystawieniem opcji, wymagany depozyt zabezpieczający powinien być nie mniejszy niż wartość premii obliczonej, z zastosowaniem przez firmę inwestycyjną uznanego modelu wyceny opcji, podanego do wiadomości klienta detalicznego, powiększonej o 2% wartości nominalnej tej opcji.*

*2c. Przepisów ust. 2a i 2b nie stosuje się do wykonywania przez firmę inwestycyjną zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wymienionych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c–i, o ile depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest określany przez CCP, które będzie zobowiązane do rozliczania transakcji zawartej wskutek złożonego zlecenia lub klient w umowie z firmą inwestycyjną postanowi o niestosowaniu wobec niego depozytu zabezpieczającego określonego w ust.2a lub 2b i oświadczy o zapoznaniu się z ryzykami wynikającymi z powyższego.”*

#### **Uzasadnienie:**

Naszym zdaniem, wprowadzona w Sejmie zmiana dotycząca ograniczenia dźwigni na pochodnych instrumentach finansowych **nie tylko nie doprowadzi do zwiększenia poziomu ochrony polskich inwestorów, a wręcz przeciwnie spowoduje istotny spadek bezpieczeństwa klientów detalicznych.** Propozycja ta bowiem w żaden sposób nie ograniczy oferowania transakcji na instrumentach pochodnych przez zagraniczne firmy inwestycyjne działające w Polsce na zasadzie paszportu MIFID a wręcz zintensyfikuje ich działania na terenie RP, w tym w zakresie reklamy budzącej już obecnie zastrzeżenia co do jej rzetelności, eksponując dodatkowo powstałą w wyniku nowelizacji ustawy swoją przewagę konkurencyjną nad polskimi firmami inwestycyjnymi. Transakcje z polskimi firmami inwestycyjnymi, po wejściu w życie tej zmiany, będą wymagały od klientów zaangażowania większego kapitału, co w sposób naturalny spowoduje odpływ klientów do zagranicznych firm inwestycyjnych, posiadających i tak już znaczną część polskiego rynku, które będą oferowały klientom możliwość handlu przy zaangażowaniu mniejszego kapitału, nie stosując jak wskazano wyżej, w relacjach z polskimi klientami, projektowanych ograniczeń wysokości dźwigni.

**Zdaniem IDM i SII powstaje uzasadniona obawa, że w efekcie wejścia w życie proponowanej zmiany poziom bezpieczeństwa inwestorów nie wzrośnie, a wręcz przeciwnie, ulegnie zmniejszeniu.** Aktywni inwestorzy, którymi z reguły są uczestnicy rynku FOREX, a których strategia inwestycyjna przewiduje handlowanie instrumentami z dźwignią 1:100, zmuszeni zostaną wobec ewentualnych zmian w przepisach do poszukiwania tego typu rozwiązań w ofercie podmiotów, których siedziba mieści się poza terytorium Polski. **Będą zatem zawierali w tym celu umowy z podmiotami pozostającymi poza nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego.** Spowoduje to w konsekwencji spadek bezpieczeństwa inwestorów. Wynika to z faktu, iż podmioty takie mają siedzibę poza granicami Polski, co implikuje często konieczność zawierania umów w obcym języku, przelewania środków na konta zagraniczne, często poza terytorium Unii Europejskiej, co w sposób naturalny powoduje zmniejszone bezpieczeństwo powierzonych środków. Dochodzenie ewentualnych roszczeń poza polskim reżimem prawnym, dla inwestorów indywidualnych, nie wyposażonych w profesjonalną obsługę prawną, może być w związku z tym bardzo utrudnione, a co więcej niezwykle kosztowne. W konsekwencji takie rozwiązanie spowoduje także powstawanie „finansowej szarej strefy”. **Podkreślić także należy, iż zagraniczne firmy inwestycyjne nie mają obowiązku wystawiania polskim inwestorom deklaracji podatkowych.** W związku z powyższym powstaje pytanie co do możliwości pozyskania przez klientów informacji podatkowych, umożliwiających prawidłowe rozliczenie się z polskimi urzędami skarbowymi.

Wprowadzenie tej zmiany spowoduje również spadek pozycji konkurencyjnej polskich firm inwestycyjnych. Zwracamy uwagę, że w żadnym kraju EU nie istnieją tego typu ograniczenia. W Polsce zgodnie z art. 31 Dyrektywy MIFID EC/2004/39, zgodnie z rejestrem prowadzonym przez Komisję Nadzoru Finansowego, działa około 1700 notyfikowanych zagranicznych firm

inwestycyjnych z innych państw członkowskich UE, z których część oferuje polskim klientom usługi na rynku pochodnych instrumentów finansowych. Polskie firmy inwestycyjne nie tylko utracą możliwość pozyskania nowych klientów, lecz także utracą dotychczasowych. **Przychody polskich firm inwestycyjnych spadną na rzecz ich konkurentów zagranicznych w konsekwencji spadnie też wysokość wpływów budżetowych z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych.** W konsekwencji wiele krajowych firm może zrezygnować również z prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce.

Biorąc powyższe pod uwagę, apelujemy do Wysokiej Komisji o przeanalizowanie powyższego stanowiska którego celem jest wskazanie na powyższe zagrożenia dla polskiego inwestora, polskich firm inwestycyjnych i budżetu państwa oraz o rozważenie naszych propozycji poprawek.

2 porządkiem

Izba Domów Maklerskich

2.4p. Zarządu IDM

Mikołaj Turo

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Dariusz

\*\*\*

Izba Domów Maklerskich (IDM) jest dobrowolną organizacją samorządu gospodarczego, działającą od 1996 r., zrzeszającą 21 domy maklerskie. Izba działa na podstawie ustawy o izbach gospodarczych z dnia 30 maja 1989 roku regulacji rynku kapitałowego oraz Statutu.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII) jest największą organizacją zrzeszającą inwestorów giełdowych w Polsce, która działa od 1999 roku i należy do europejskich organizacji inwestorskich Euroshareholders i Euroinvestors oraz Światowej Federacji Inwestorów WFIC. Stowarzyszenie zrzesza obecnie ponad 10 000 członków.

**Załączniki:**

- 1) Opinia prof. A. Chłopeckiego
- 2) Opinia prof. T. Sójki

**Do wiadomości:**

Pani

**Dorota Podedworna-Tarnowska**

Podsekretarz Stanu

w Ministerstwie Finansów



Prof. zw. dr hab. Aleksander Chłopecki

Uniwersytet Warszawski, Wydział Prawa i Administracji

Instytut Prawa Cywilnego, (0048 22) 5520472

ul. Krakowskie Przedmieście 26/28, 00- 927 Warszawa

Warszawa 24 listopada 2014r.

## I. Przedmiot opinii

Przedmiotem opinii jest ocena skutków prawnych (planowanego) dodania ustępów 2a- 2c do art. 73 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, (dalej „FinInstrU”)<sup>1</sup> w brzmieniu:

*„2a. Firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wymienionych w art. 2 ust. 1 lit. c-i złożone przez klienta detalicznego pod warunkiem, że depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest nie mniejszy niż 2% wartości nominalnej tego instrumentu finansowego, z zastrzeżeniem ust. 2b i 2c.*

*2b. W przypadku zleceń zbycia opcji skutkujących wystawieniem opcji, wymagany depozyt zabezpieczający powinien być nie mniejszy niż wartość premii obliczonej, z zastosowaniem przez firmę inwestycyjną uznanego modelu wyceny opcji, podanego do wiadomości klienta detalicznego, powiększonej o 2% wartości nominalnej tej opcji.*

*2c. Przepisów ust. 2a i 2b nie stosuje się do wykonywania przez firmę inwestycyjną zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wymienionych w art. 2 ust. 1 lit. c-i, o ile depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest określany przez CCP, które będzie zobowiązane do rozliczania transakcji zawartej wskutek złożonego zlecenia.”*

---

<sup>1</sup> Tekst jednolity Dz.U.2014.94 z późniejszymi zmianami.

Analizę przeprowadzono w szczególności pod kątem: zakresu terytorialnego i podmiotowego obowiązywania w/w norm, zgodności z prawem Unii Europejskiej, możliwości efektywnego wykonywania nadzoru i praktycznych skutków wprowadzenia tego zapisu.

## II. Wynik analizy

1. Projekt jest niepoprawny legislacyjnie – umieszczono go wśród przepisów odnoszących się do zupełnie innego rodzaju umów niż te, których dotyczy, jak również posługuje się terminami ustawowo niezdefiniowanymi („depozyt zabezpieczający”)
2. Ingerencja wynikająca z projektowanych przepisów wywiera skutek wyłącznie w zakresie relacji klient-firma inwestycyjna (a więc nie wywiera skutku w zakresie regulacji prawnej transakcji na giełdzie). Jednak relacja klient-firma inwestycyjna rządzi się prawem krajowym firmy inwestycyjnej. W konsekwencji projektowana regulacja w ogóle nie dotyczy zagranicznych firm inwestycyjnych świadczących usługi swoim klientom zagranicznym jak również klientom polskim obsługiwanych przez te firmy.
3. Osiągnięcie efektu polegającego na poddaniu zagranicznych firm reżimowi zawartemu w projektowanych przepisach wymagałoby nakazania im *explicite* wyboru prawa polskiego na obszarze ich (obcej) jurysdykcji. Projektowane przepisy takiego wymogu nie zawierają – nie wywołują zatem skutku wobec zagranicznych firm inwestycyjnych.
4. Prawo europejskie – w tym żaden z wyjątków pozwalających Komisji Nadzoru Finansowego na podejmowanie własnych działań nadzorczych lub sankcyjnych, nie upoważnia przyjmującego państwa członkowskiego (w tym przypadku – Polski) do wprowadzenia jakichkolwiek dodatkowych ograniczeń funkcjonowania zagranicznej firmy inwestycyjnej – w szczególności w zakresie wymuszania wyboru prawa polskiego w stosunku do umów zawieranych w zakresie terytorialnego obowiązywania ustawodawstwa obcego. Prawo polskie w sposób naturalny odnosi się przede wszystkim do transakcji

**dokonywanych na giełdzie, które nie wpływają na relacje prawne klient-firma inwestycyjna.**

- 5. Istnieje ryzyko, że wprowadzenie analizowanej regulacji doprowadzi do**  
**– z jednej strony dyskryminacji polskich domów maklerskich, z drugiej**  
**– przepływu części inwestorów z polskich domów maklerskich do**  
**zagranicznych firm inwestycyjnych.**

### **III. Uzasadnienie**

#### **1. [Poprawność legislacyjna i cel przepisu]**

Przepis art. 73 FinInstrU jest przepisem, co do zasady regulującym materialnoprawne aspekty tzw. działalności brokerskiej. Ustawodawca stanowi, że w umowie o świadczenie usług brokerskich (umowie o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych) firma inwestycyjna zobowiązuje się do nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy. Ustawodawca definiuje w szczególności formę prawną tej umowy, sposoby jej wykonywania w sensie podmiotowym i przedmiotowym. Najistotniejszym elementem z punktu widzenia całej mechaniki rynku kapitałowego jest w istocie zdefiniowanie charakteru prawnego tej umowy (umowy realizacyjnej) jak i umowy ramowej – poprzez odwołanie do odpowiednich przepisów Kodeksu cywilnego. Tak więc do umowy ramowej (umowa brokerskiej) stosuje się przepisy umowy zlecenia a do umów realizacyjnych (czyli prowadzących do zawarcia umowy na giełdzie między odmami maklerskimi działającymi we własnym imieniu i na rachunek klienta) – odpowiednio przepisy umowy komisji. Dalsza część tego przepisu, nierelevantna dla niniejszej opinii odnosi się do środków pieniężnych klienta. Dodać przy tym należy, że zwieńczeniem tego przepisu jest ogólny zapis zawarty w ust. 6 wskazujący, że do wykonywania w obrocie zorganizowanym przez firmę inwestycyjną zleceń nabycia lub zbycia na rachunek klienta niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych stosuje się odpowiednio przepisy KC dotyczące umowy komisji, z wyłączeniem art. 768 § 3, o ile konstrukcja tych instrumentów finansowych umożliwia zastosowanie tych przepisów.

Tymczasem instrumenty finansowe do których odwołują się projektowane przepisy art. 73 ust. 2a-2c odnoszą się do instrumentów finansowych takich jak opcje, kontrakty terminowe czy swapy – w istocie zatem do tych instrumentów do

których przepisy umowy komisum *de facto* i *de iure* nie odnoszą się w ogóle. A w przypadku swapów<sup>2</sup> – nie są to w ogóle umowy standaryzowane i mogące być przedmiotem „obrotu” na rynku regulowanym. Zakres analizy nie pozwala na szerszą prezentację mechanizmów obrotu na rynku regulowanym – są one jednak dosyć szczegółowo opisane w doktrynie. Mechanizmy prawne „obrotu” w/w instrumentami finansowymi nie są jednak w ogóle opisane w FinInstrU.

Reasumując jednak tą część rozważań wypada podnieść, że jego lokalizacja planowanych przepisów jest wadliwa – przypomina nieco sytuację, gdyby hipotetycznie w środku regulacji umowy sprzedaży w Kodeksie cywilnym umieścić trzy przepisy odnoszące się do umowy nienazwanej, która w ogóle w Kodeksie cywilnym uregulowana nie jest.

Pomijając powyższe – przepis posługuje się terminem występującym w praktyce obrotu lecz w FinInstrU nie zdefiniowanym (jakkolwiek został raz użyty w art. 122 FinInstrU- również dosyć bezrefleksyjnie). Jest to termin „depozyt zabezpieczający”.

Celów projektowanych przepisów jest, jak można sądzić kilka. Po pierwsze jest to swoiste zniechęcenie potencjalnych inwestorów do uczestniczenia w obrocie instrumentami pochodnymi poprzez zwiększenie kwot, które muszą być wyłożone przed zawarciem stosownych transakcji (tzw. zmniejszenie „efektu dźwigni”). Po drugie (w związku z pierwszym) to zwiększenie bezpieczeństwa finansowego domów maklerskich, które będą musiały wymagać swoistych „środków własnych” klientów.

Cel ten można, zdaniem sporządzającego opinię porównać do zwiększenia poziomu wkładu własnego przy umowach kredytów hipotecznych. Tutaj również inwestor musi mieć większy „wkład własny”. Projektowana regulacja w praktyce, poprzez sposób ingerencji, ubezwłasnowalnia firmę inwestycyjną.

### **[Zakres podmiotowy i terytorialny regulacji i jego skutki]**

Art. 3 pkt 22 definiuje państwo członkowskie jako państwo, które jest członkiem Unii Europejskiej lub stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym. Z

---

<sup>2</sup> Trudno w ramach opinii dokonać pełnej prezentacji regulacji prawnych odnoszących się do obrotu na rynku regulowanym jak i pełnego opisu instrumentów finansowych- por. Jednak A.Chłopecki w: System prawa prywatnego. Prawo papierów wartościowych, tom 19, pr. zbiorowa pod redakcją A.Szumańskiego, Warszawa 2006, s. 818 i nast. lub A.Chłopecki, M.Dyl, Prawo rynku kapitałowego, Warszawa 2011, s. 98-107 i 240-250.

kolei zagraniczną firmą inwestycyjną jest w szczególności osoba prawna lub jednostka organizacyjną nieposiadająca osobowości prawnej z siedzibą na terytorium innego państwa członkowskiego prowadząca na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru działalność maklerską na terytorium innego państwa członkowskiego. Upraszczając – jest to zagraniczny (unijny) dom maklerski. Pojęciem szerszym jest pojęcie firmy inwestycyjnej obejmujące zarówno polski dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską jak i zagraniczną firmę inwestycyjną.

Powyżej opisana konstrukcja legislacyjna ma na celu przypisanie ogólnych regulacji do firm inwestycyjnych (wszystkich – polskich i zagranicznych) a bardziej szczegółowych- do firm zagranicznych (procedura notyfikacji) lub domów maklerskich (procedura uzyskiwania zezwolenia, warunki prowadzenia działalności i nadzór).

Ponieważ art. 73 wraz z projektowanymi ustępami 2b do 2c stosuje się do firm inwestycyjnych, przeto **intencjonalnie** należy uznać, że dotyczyć powinien zarówno domów maklerskich jak i firm unijnych<sup>3</sup>.

W świetle obowiązującego systemu prawnego jest to jednak po prostu niemożliwe. Pamiętać należy, że zawarcie umowy między firmą inwestycyjną a klientem jak również jej realizacja to w wymiarze prawnym i faktycznym tak zwany łańcuch umów.

Po pierwsze jest to umowa ramowa (zobowiązanie do świadczenia usług). W Polsce określa się ją potocznie jako umowę rachunku inwestycyjnego, w ramach której dom maklerski zawiera umowę zobowiązując się do zawierania umów realizacyjnych- czyli po prostu umów zlecających dokonanie kupna lub sprzedaży danych instrumentów na rynku regulowanym. Kolejną w tym łańcuchu umów jest umowa realizacyjna, czyli zlecenie sprzedaży konkretnego instrumentu w konkretnej liczbie na giełdzie. **Obie pierwsze umowy zawierane są pomiędzy firmą inwestycyjną i jej klientem. Dopiero trzecia z tego łańcucha umów to umowa zawarta na rynku regulowanym zawierana w imieniu własnym firmy inwestycyjnej (choć na**

---

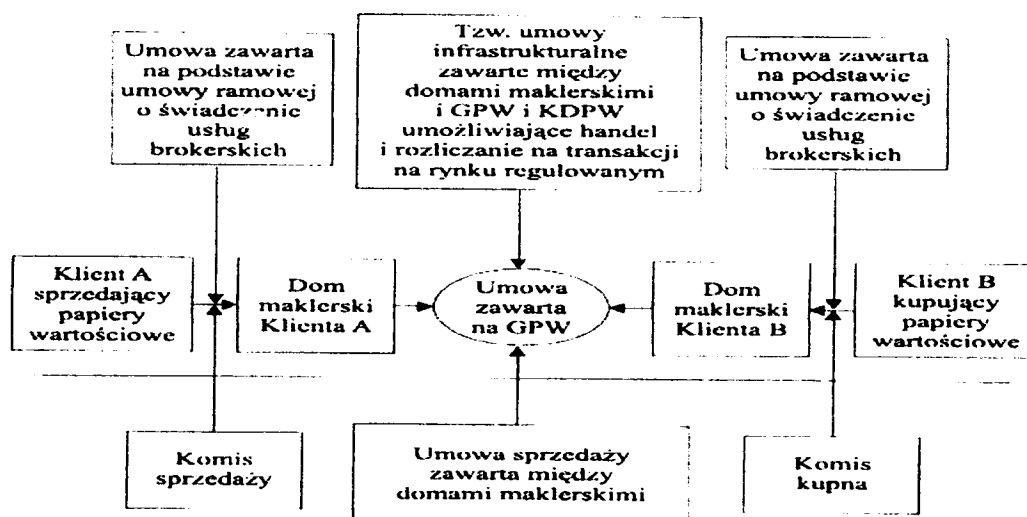
<sup>3</sup> Od tego miejsca będę stosował, dla uproszczenia, terminologię iż przez dom maklerski będę rozumiał również bank prowadzący działalność maklerską a przez „firmę unijną”- „zagraniczną firmę inwestycyjną”.



rachunek z reguły anonimowego dla drugiej strony transakcji klienta) z inną firmą inwestycyjną.

106

Rozdział IV. Struktura i funkcjonowanie rynku regulowanego



Rys. 3. Struktura transakcji na rynku regulowanym  
Źródło: opracowanie własne

Powyżej przedstawiam strukturę transakcji na rynku regulowanym<sup>4</sup>.

Można zatem a nawet należy zaakceptować że trzecia (ale wyłącznie trzecia!) z tego łańcucha umów rządzona jest przepisami prawa polskiego. Zgodnie z przepisami Ustawy z dnia 4 lutego 2011 r. Prawo prywatne międzynarodowe<sup>5</sup> prawo właściwe dla zobowiązania umownego określa rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych<sup>6</sup>. Zgodnie z art. 4 ust. 1. pkt h Rozporządzenia Rzym I umowa zawarta w ramach wielostronnego systemu, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w rozumieniu definicji z art. 4 ust. 1 pkt 17 dyrektywy 2004/39/WE, zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe, i który podlega jednemu prawu, podlega temu

<sup>4</sup> Źródło: A.Chtopecki, M.Dyl, Prawo rynku kapitałowego, Warszawa 2011, s.106.

<sup>5</sup> Dz.U.2011.80.432.

<sup>6</sup> Tzw. Rozporządzenie Rzym I (Dz.U.U.E.L.2008.177.6).

właśnie prawu. Upraszczając – umowa zawarta na polskiej giełdzie papierów wartościowych – podlega prawu polskiemu. Zawierana jest ona jednak między uczestnikami obrotu, a nie między klientami a uczestnikami obrotu.

Jednak umowy między zagranicznymi firmami inwestycyjnymi i ich klientami nie podlegają prawu polskiemu – z wyjątkiem hipotetycznej sytuacji dobrowolnego wyboru takiego prawa. Podlegają zaś – co do zasady prawu państwa, w którym dana zagraniczna firma inwestycyjna świadczy swoje usługi.

W konsekwencji - projektowane przepisy nie ingerują w relacje kontraktowe pomiędzy klientami a zagranicznymi firmami inwestycyjnymi a w obowiązującym systemie prawnym, patrząc na razie wyłącznie z perspektywy międzynarodowego prawa prywatnego, wręcz nie mogą w nie ingerować.

Dalszą konsekwencją jest zatem, iż im więcej wymogów zawierać będzie regulacja danego państwa członkowskiego w zakresie umów zawieranych między krajową firmą inwestycyjną a jej klientem tym gorsze, w sensie konkurencyjnym będzie położenie tej firmy wobec konkurentów z innych państw członkowskich.

## **2. [Kwestia możliwości narzucenia dodatkowych wymogów kontraktowych zagranicznym firmom inwestycyjnym]**

Powyższe rozważania odnosiły się do kwestii prawa prywatnego międzynarodowego i tzw. wyboru prawa. Pozostaje jednak rozpatrzyć czy i w jakim zakresie ustawodawca krajowy może zmusić zagraniczne firmy inwestycyjne do przyjęcia rozwiązania polegającego na stosowaniu projektowanych przepisów również w przypadku stosowania ich prawa krajowego (względnie – zmusić do zastosowania prawa polskiego) w relacjach z ich klientami.

Zgodnie z art. 117 FinInstrU zagraniczna firma inwestycyjna może bez zezwolenia wykonywać na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej czynności stanowiące działalność maklerską, pod warunkiem że dana czynność jest objęta zezwoleniem udzielonym tej firmie inwestycyjnej przez właściwy organ nadzoru w państwie jej siedziby. Działalność maklerska może być prowadzona przez utworzenie na

terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oddziału lub bez konieczności otwierania oddziału.

Warunkiem rozpoczęcia na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej prowadzenia przez zagraniczną firmę inwestycyjną działalności maklerskiej jest jedynie poinformowanie Komisji Nadzoru Finansowego (dalej „Komisji”) przez właściwy organ nadzoru, który udzielił tej firmie inwestycyjnej zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, o zamiarze rozpoczęcia działalności. Działalność maklerska bez otwierania oddziału może zostać podjęta po otrzymaniu przez Komisję informacji od zagranicznego organu nadzoru, a w przypadku oddziału - z chwilą wskazania przez Komisję warunków prowadzenia tej działalności maklerskiej, lub z upływem dwóch miesięcy od dnia otrzymania przez Komisję informacji od zagranicznego organu nadzoru. **Jest to tzw. zasada „single passport”.**

Z kolei, zgodnie z art. 118 FinInstrU zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską w formie oddziału na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej podlega w innym państwie członkowskim nadzorowi właściwego organu, który udzielił jej zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, z zastrzeżeniem, że nadzór nad przestrzeganiem zasad świadczenia usług maklerskich, określonych w przepisach prawa polskiego, sprawuje Komisja. **Jest to tak zwana zasada nadzoru państwa siedziby.**

Od zasady tej są jednak wyjątki. Zgodnie z art. 169 FinInstrU w przypadku stwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego, że zagraniczna firma inwestycyjna narusza przepisy prawa regulujące prowadzenie działalności maklerskiej Komisja, w drodze decyzji, może nakazać zagranicznej firmie inwestycyjnej zaprzestanie tych naruszeń, wyznaczając termin ich usunięcia. Komisja informuje również właściwy organ nadzoru zagranicznej firmy inwestycyjnej o stwierdzeniu tych naruszeń a gdy zagraniczna firma inwestycyjna nie zaprzestała naruszeń lub nie usunęła ich w wyznaczonym terminie, po upływie miesiąca od poinformowania właściwego organu nadzoru Komisja może, informując o tym ten organ zakazać w całości albo w części wykonywania działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej albo zawiesić tą działalność w całości albo w części, na okres nie dłuższy niż sześć miesięcy albo nałożyć karę pieniężną do wysokości 500.000 zł.

Z przytoczonych przepisów wynikają wnioski o charakterze **faktycznym i formalnym**.

W sensie faktycznym – o ile możliwości nadzorcze Komisji niewątpliwie pozwalają na dostrzeżenie nieprawidłowości na trzecim ogniwie łańcucha umownego – czyli przy transakcji na giełdzie – np. polegających na niedostarczeniu w terminie papierów wartościowych do rozliczenia, o tyle w sferze dostępu do relacji prawnych między zagraniczną firmą inwestycyjną a jej klientem Komisja nie ma takich możliwości. Naturalnie – w kwestiach zapobieganiu manipulacji i *insider trading* Komisja może liczyć na współpracę zagranicznych – wątpliwa jednak wobec poniższego jest ta współpraca w zakresie wymuszania wyboru prawa na obszarze terytorialnego obowiązywania obcego prawa innego państwa członkowskiego.

W sensie formalnym bowiem – uprawnienia Komisji nie rozciągają się na kwestie wyboru prawa między zagraniczną firmą inwestycyjną a jej klientem. Rozszerzająca wykładnia w tym zakresie godziłaby w pryncypia systemowe zawarte w Prawie prywatnym międzynarodowym i w Rozporządzeniu Rzym I jak i po prostu nie wynika z brzmienia projektowanych przepisów.

Osiągnięcie efektu polegającego na poddaniu zagranicznych firm reżimowi zawartemu w projektowanych przepisach wymagałoby nakazania im *explicite* wyboru prawa polskiego na obszarze ich (obcej) jurysdykcji. Projektowane przepisy takiego wymogu nie zawierają – nie wywołują zatem skutku wobec zagranicznych firm inwestycyjnych. Czy jednak w świetle prawa europejskiego dodanie takiej klauzuli przymusowego wyboru prawa jest w ogóle możliwe?

### **3. [Dopuszczalność klauzuli wyboru prawa w świetle prawa europejskiego]**

Ze względu na czas implementacji przedmiotem rozważań będzie tu jedynie 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 (Dyrektywa MIFID I)<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Dz.U.UE.L.2004.145.1 z późniejszymi zmianami. Pomijam zatem ze względu na czas implementacji (zasadniczo do 3 stycznia 2017r.) Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. (Dz.U.UE.L.2014.173.349 ze zmianami).

Artykuł 31 Dyrektywy MIFID I statuuje swoboda świadczenia usług inwestycyjnych i prowadzenia działalności inwestycyjnej. Zgodnie z tym przepisem państwa członkowskie zapewniają, że każde przedsiębiorstwo inwestycyjne, uprawnione i nadzorowane przez właściwe władze innego Państwa Członkowskiego mogą swobodnie świadczyć usługi inwestycyjne i/lub prowadzić działalność inwestycyjną oraz świadczyć usługi dodatkowe. Kluczem jest tu ustęp 2 powołanego przepisu wskazujący, że „W odniesieniu do spraw objętych niniejszą dyrektywą, Państwa Członkowskie nie nakładają żadnych wymagań dodatkowych na takie przedsiębiorstwo inwestycyjne lub instytucję kredytową”. Uzupełnieniem tego przepisu jest art. 32 Dyrektywy MIFID I stanowiący iż Państwa Członkowskie zapewniają, że usługi inwestycyjne i/lub działalność inwestycyjna, a także usługi dodatkowe, można świadczyć na ich dzięki ustanowieniu oddziału, pod warunkiem że te usługi i działalność są objęte zezwoleniem wydanym przedsiębiorstwu inwestycyjnemu lub instytucji kredytowej w rodzimym Państwie Członkowskim. Podobne regulacje odnoszą się do dostępu do rynków regulowanych czy systemów rozliczeniowych innego państwa członkowskiego (art. 33 i 34 Dyrektywy MIFID I).

Wyłączenia od zasady *single passport* i zasady nadzoru państwa siedziby zawiera przepis art. 61 Dyrektywy MIFID I określający uprawnienia przyjmującego Państwa Członkowskiego. Zgodnie z tym przepisem **do celów statystycznych** (podkreślenie moje ACh), przyjmujące Państwo Członkowskie może wymagać od wszystkich przedsiębiorstw inwestycyjnych posiadających filie na ich terytoriach okresowego sprawozdawania w sprawie działalności tych oddziału. Z kolei odpowiednikiem (a raczej – pierwowzorem) powołanego powyżej przepisu art. 169 FinInstrU jest art. 62 Dyrektywy MIFID I.

Konkludując - żaden z tych wyjątków nie upoważnia przyjmującego państwa członkowskiego do wprowadzenia jakichkolwiek dodatkowych ograniczeń funkcjonowania zagranicznej firmy inwestycyjnej – w szczególności w zakresie wymuszania wyboru prawa polskiego w stosunku do umów zawieranych w zakresie terytorialnego obowiązywania ustawodawstwa obcego. Zarówno art. 31 ust.1 dyrektywy MIFID jak i stanowiska Komisji Europejskiej wyrażonych w

odpowiedziach ID 240<sup>8</sup> i 314<sup>9</sup> i 316<sup>10</sup> wyrażają zasadę, że państwa członkowskie nie mogą wprowadzać dodatkowych ograniczeń w działaniu firm „goszczących”.

#### **4. [Inne kwestie, w tym wybór zagranicznej firmy inwestycyjnej przez obywatela polskiego]**

Zarówno w wymiarze praktycznym jak i formalnym należy pamiętać, że obywatel polski, który dokonuje inwestycji w zakresie instrumentów pochodnych - a zatem poddany restrykcjom projektowanej regulacji art. 73 ust. 2a – 2c FinInstrU ma prawo do zawierania umów na całym obszarze Unii Europejskiej. Nie jest to również z reguły inwestor przypadkowy i nie dający sobie sprawy z poziomu ryzyka. Naturalnie i tacy przypadkowi inwestorzy się zdarzają (i to było prawdopodobnie przyczyną analizowanej propozycji regulacyjnej) – zasadniczo jednak jest to inwestor aktywny – również w sferze wyboru oferty usługowej.

O ile uzna, że warunki proponowane przez oddział zagranicznej firmy inwestycyjnej będą, z przyczyn wskazanych powyżej, bardziej korzystne – wybierze tą firmę. Czy to poprzez wybór oddziału firmy zagranicznej czy też po prostu poprzez wybór via Internet usługi zagranicznej.

W tym miejscu dodać należy, że sporządzający opinię nie kontestuje samej zasady ani celu leżącego u podstaw analizowanego przepisu – wydaje się jednak, że efektywne jego wprowadzenie powinno być wynikiem wprowadzenia regulacji na poziomie Unii Europejskiej, w innym przypadku doprowadzi to do regulacyjnej dyskryminacji podmiotów polskich w stosunku do zagranicznych firm inwestycyjnych.



Prof. zw. dr hab. Aleksander Chłopecki

---

<sup>8</sup> <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=240>

<sup>9</sup> <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=314>

<sup>10</sup> <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=316>

---

# **OPINIA PRAWNA**

---

*przygotowana na zlecenie*

**IZBY DOMÓW MAKLESKICH Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE**

*przez*

**Prof. UAM dr hab. Tomasza Sójkę**

**z Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu**

**POZNAŃ, 25 LISTOPADA 2014 ROKU**

## I. ZLECAJĄCY ORAZ PRZEDMIOT OPINII

Niniejsza opinia prawna została przygotowana przez Prof. UAM dr hab. Tomasza Sójkę na zlecenie Izby Domów Maklerskich z siedzibą w Warszawie pod adresem ul. Kopernika 17 00-359 Warszawa.

Przedmiotem niniejszej opinii prawnej jest udzielenie odpowiedzi na następujące pytania:

- (i) Czy art. 31 ust. 1 Dyrektywy MiFID 2004/39/EC pozwala na wprowadzenie ograniczeń w zakresie wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez zagraniczne firmy inwestycyjne działające na terytorium RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID)?
- (ii) Czy projektowana zmiana w art. 73 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi poprzez dodanie ust. 2 a - 2c będzie miała zastosowanie do zagranicznych firm inwestycyjnych prowadzących działalność na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich w świetle art. 31 ust.1 Dyrektywy MiFID (2004/39/EC) i stanowisk KE wyrażonych w odpowiedziach ID 240 i 314 i 316 dotyczących zasad funkcjonowania jednolitego unijnego rynku na podstawie art. 31 Dyrektywy MiFID z 2004/39/ECC?

## II. PODSUMOWANIE NAJWAŻNIEJSZYCH TEZ OPINII PRAWNEJ

- A. Przepisy Dyrektywy MiFID nie pozwalają na wprowadzenie przez polskiego ustawodawcę przewidzianych w Poprawce<sup>1</sup> ograniczeń w zakresie sposobu wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez zagraniczne**

---

<sup>1</sup> Pełen wykaz skrótów stosowanych w treści opinii został zawarty w pozycji IV punkt A. opinii.



**firmy inwestycyjne działające na terytorium RP na podstawie swobody świadczenie usług maklerskich wynikającej z art. 31 MiFID.**

*Uzasadnienie*

1. Ewentualne ograniczenia wyrażonej w art. 31 MiFID swobody świadczenia usług maklerskich w zakresie sposobu wykonywania usług maklerskich muszą mieć wyraźną podstawę prawną treści Dyrektywy MiFID. Unormowania Dyrektywy MiFID mają zasadniczo charakter regulacji maksymalnej – oznacza to, że przynajmniej w ramach obrotu transgranicznego UE, Państwa Członkowskie nie mogą ustanawiać surowszych wymogów dotyczących świadczenia usług maklerskich aniżeli wynika to z Dyrektywy MiFID.
2. Dyrektywa przewiduje swój własny autonomiczny i zasadniczo wyczerpujący reżim ochrony inwestorów korzystających z usług maklerskich (zob. art. 19 MiFID).
3. Zgodnie z Dyrektywą MiFID świadczenie usług maklerskich przez firmy inwestycyjne prowadzące działalność na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID) podlegają zasadniczo prawu miejsca pochodzenia tej firmy inwestycyjnej, a więc prawu obcemu z polskiego punktu widzenia.
4. Państwo przyjmujące – w analizowanym przypadku RP – nie może nakładać na zagraniczne firmy inwestycyjne działające na terenie RP jakichkolwiek dodatkowych obowiązków związanych ze świadczeniem usług maklerskich, jeżeli nie ma do tego wyraźnego umocowania w Dyrektywie MiFID.
5. Ustawodawca polski nie dysponuje wynikającą z Dyrektywy MiFID podstawą prawną dla ustanowienia w stosunku do zagranicznych firm inwestycyjnych prowadzących działalność na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID) dodatkowych, w stosunku do standardów Dyrektywy MiFID, ograniczeń dotyczących sposobu świadczenia usług maklerskich.
6. Należy zatem dojść do wniosku, że unormowania wynikające z Poprawki, w zakresie w jakim dotyczą zagranicznych firm inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie na

terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID), są sprzeczne z Dyrektywą MiFID.

**B. Wynikające z Poprawki unormowania nie będą miały zastosowania do zagranicznych firm inwestycyjnych prowadzących działalność na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich w świetle art. 31 ust. 1 Dyrektywy MiFID.**

*Uzasadnienie*

1. Organy stosujące przepisy wynikające z Poprawki – a więc w szczególności KNF oraz sądy – są zobowiązane do takiej ich interpretacji, która będzie zgodna z treścią i celami Dyrektywy MiFID. Oznacza to, że projektowane przepisy będą musiały być interpretowane w taki sposób, aby nie obejmowały zagranicznych firmy inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID).
2. Jeżeli natomiast prowsólnotowa wykładnia przepisów wynikających z Poprawki, o które mowa wyżej w pkt 1, okaże się niemożliwa, organy stosujące prawo będą musiały odmówić stosowania tych przepisów, jako ewidentnie niezgodnych z Dyrektywą MiFID.

**III. SZCZEGÓŁOWA ANALIZA PRAWNA**

**A. Stan faktyczny – treść i znaczenie poprawki do projektu zmieniającego Ustawę o obrocie**

W dniu 7 listopada 2014 roku Sejm Rzeczypospolitej Polskiej uchwalił ustawę o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw. Następnie została ona przesłana przez Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej do Marszałka Senatu Rzeczypospolitej Polskiej celem jej rozpatrzenia przez Senat.

Zgodnie z art. 1 pkt 14) tej ustawy w art. 73 Ustawy o obrocie po ust. 2 dodaje się ust. 2a–2c, zwane dalej Poprawką, w brzmieniu:

*„2a. Firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wymienionych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c–i złożone przez klienta detalicznego pod warunkiem, że depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest nie mniejszy niż 2% wartości nominalnej tego instrumentu finansowego, z zastrzeżeniem ust. 2b i 2c.*

*2b. W przypadku zleceń zbycia opcji skutkujących wystawieniem opcji, wymagany depozyt zabezpieczający powinien być nie mniejszy niż wartość premii obliczonej, z zastosowaniem przez firmę inwestycyjną uznanego modelu wyceny opcji, podanego do wiadomości klienta detalicznego, powiększonej o 2% wartości nominalnej tej opcji.*

*2c. Przepisów ust. 2a i 2b nie stosuje się do wykonywania przez firmę inwestycyjną zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wymienionych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c–i, o ile depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest określany przez CCP, które będzie zobowiązane do rozliczania transakcji zawartej wskutek złożonego zlecenia.”*

Ideą analizowanej zmiany art. 73 Ustawy o obrocie jest ochrona klientów detalicznych korzystających z platform Forex przed instrumentami wysokiego ryzyka, podatnymi na dużą zmienność cen, co skutkowałoby ograniczeniem strat ponoszonych przez tych klientów. Tym samym, zdaniem pomysłodawców Poprawki, niezbędnym jest zapewnienie klientom detalicznym odpowiedniej ochrony w postaci ograniczenia ryzyka, które ponoszą w związku inwestowaniem w pochodne instrumenty finansowe z wykorzystaniem dźwigni finansowej. Poprawka przewiduje, więc ograniczenie poziomu dźwigni finansowej poprzez zwiększenie limitu depozytu zabezpieczającego do poziomu nie mniejszego niż 2%.

## B. Dopuszczalność ograniczeń swobody działalności maklerskiej zagranicznych firm inwestycyjnych w świetle prawa UE

Przepisy Dyrektywy MiFID nie pozwalają na wprowadzenie przez polskiego ustawodawcę przewidzianych w Poprawce ograniczeń w zakresie sposobu wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez zagraniczne firmy inwestycyjne działające na terytorium RP na podstawie swobody świadczenie usług maklerskich wynikającej z art. 31 ust. 1 MiFID.

Zgodnie z tym ostatnim przepisem:

*„(...) każde przedsiębiorstwo inwestycyjne, uprawnione i nadzorowane przez właściwe władze innego Państwa Członkowskiego zgodnie z niniejszą dyrektywą, oraz instytucje kredytowe podlegające dyrektywie 2000/12/WE mogą swobodnie świadczyć usługi inwestycyjne i/lub prowadzić działalność inwestycyjną oraz świadczyć usługi dodatkowe na ich terytoriach, pod warunkiem że usługi i działalność tego rodzaju są objęte zezwoleniem (...)*

*W odniesieniu do spraw objętych niniejszą dyrektywą, Państwa Członkowskie nie nakładają żadnych wymagań dodatkowych na takie przedsiębiorstwo inwestycyjne lub instytucję kredytową.”*

Zgodnie z Dyrektywą MiFID świadczenie usług maklerskich przez firmy inwestycyjne prowadzące działalność na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID) podlegają zasadniczo prawu miejsca pochodzenia tej firmy inwestycyjnej, a więc prawu obcemu z polskiego punktu widzenia<sup>2</sup>. Zasadniczo organem kompetentnym do nadzorowania zagranicznej firmy inwestycyjnej są także organy nadzorcze tego obcego

---

<sup>2</sup> N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2008, s. 379 i n. Stanowisko KE wyrażone w odpowiedzi z dnia 5 września 2007 roku (ID 316; ancillary service of safekeeping and administration of financial instruments): „Firms exercising the freedom to operate cross-border are subject solely to authorisation based on the requirements of the home Member State. Provided that, besides the ancillary service, the firm also provides investment services as defined in Annex I Section A (Level 1 Article 6), it is covered by the MiFID authorisation and passport (Level 1 Article 31)”.

państwa. Państwo przyjmujące – w analizowanym przypadku RP – nie może nakładać na zagraniczne firmy inwestycyjne działające na terenie RP jakichkolwiek dodatkowych obowiązków związanych ze świadczeniem usług maklerskich, jeżeli nie ma do tego wyraźnego umocowania w Dyrektywie MiFID<sup>3</sup>. Innymi słowy ewentualne ograniczenia wyrażonej w art. 31 MiFID swobody świadczenia usług maklerskich w zakresie sposobu wykonywania usług maklerskich muszą mieć wyraźną podstawę prawną treści Dyrektywy MiFID<sup>4</sup>.

Należy podkreślić, że prawo zagranicznej firmy inwestycyjnej do prowadzenia działalności na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich wyrażonej art. 31 MiFID jest na tyle precyzyjne, jasne i bezwarunkowe, że wspomniany przepis MiFID – w braku jego prawidłowej implementacji – może być stosowany bezpośrednio w relacji wertykalnej, a więc w stosunku do państwa polskiego i polskich organów nadzoru<sup>5</sup>.

Oczywiście Dyrektywa MiFID przewiduje wyjątki od wspomnianej wyżej zasady swobody świadczenia usług maklerskich przez zagraniczne firmy inwestycyjne, jednak zostały one przez prawodawcę europejskiego zakreślone w sposób niezwykle wąski. Zgodnie z art. 4 Dyrektywy Wykonawczej 2006/73/WE Państwo Członkowskie może nakładać na firmy inwestycyjne wymogi dodatkowe w stosunku do wymogów określanych w Dyrektywie MiFID „jedynie w wyjątkowych przypadkach”, aby przeciwdziałać zupełnie nowym zagrożeniom, które pojawiły się na rynku po wejściu w życie Dyrektywy MiFID i którym ta dyrektywa nie może przeciwdziałać (art. 4 ust. 1 Dyrektywy Wykonawczej 2006/73/WE). W tym kontekście należy zauważyć, że problem stosowania tzw. mechanizmu dźwigni finansowej w handlu instrumentami pochodnymi należy do podstawowych i klasycznych zagadnień związanych z obrotem instrumentami finansowymi, który wpływa na wielkość

---

<sup>3</sup> Stanowisko KE wyrażone w odpowiedzi z dnia 8 maja 2007 roku (ID 240; freedom to provide investment services in other Member States or third countries): „*The MiFID passport means that the provision of investment services in other Member States does not require further authorisation. The provision of services on a cross-border basis is also subject only to the rules applicable in the home state; the host Member State cannot add further conditions that would hamper functioning of the passport granted by the home Member State either*”.

<sup>4</sup> Por. szerzej: N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2008, s. 467.

<sup>5</sup> Szerzej zob. niżej punkt C podpunkt 3 opinii.

ryzyka ponoszonego przez inwestora. Zagadnienie to jest niemal równie stare jak masowy obrót pochodnymi instrumentami finansowymi i zagrożenia z nim związane zostały w znacznej mierze uwzględnione przez przewidziany w Dyrektywie MiFID reżim ochrony inwestorów. Dyrektywa MiFID przewiduje, bowiem autonomiczny i zasadniczo wyczerpujący reżim ochrony inwestorów korzystających z usług maklerskich (zob. art. 19 MiFID), na który składają się m.in. obowiązki informacyjne podmiotów świadczących usługi maklerskie, czy też obowiązek świadczenia wyłącznie usługi adekwatnej/odpowiedniej dla danego klienta. Wymogi te zasadniczo pozwalają ograniczać zagrożenia dla inwestorów płynące z handlu instrumentami pochodnymi z wykorzystaniem dźwigni finansowej. Dlatego też art. 4 Dyrektywy Wykonawczej 2006/73/WE nie może stanowić podstawy dla uchwalenia proponowanych w Poprawce ograniczeń stosowania dźwigni finansowej w obrocie pochodnymi instrumentami finansowymi.

Podobnie też, na zasadzie wyjątku, art. 32 § 7 MiFID przewiduje pewne ograniczone kompetencje nadzorcze państwa przyjmującego – tutaj RP – wobec zagranicznych firm inwestycyjnych świadczących na jego terytorium usługi maklerskie za pośrednictwem oddziału tej firmy inwestycyjnej. Należy jednak podkreślić, że te kompetencje nadzorcze KNF w świetle art. 32 ust. 7 MiFID dotyczą wyłącznie przestrzegania przez zagraniczną firmę inwestycyjną unormowań wynikających z art. 19, art. 21, art. 22, art. 25, art. 27, i art. 28 MiFID. W pozostałym zakresie – a więc w odniesieniu do ewentualnych wymogów wynikających z Poprawki – KNF nie ma kompetencji nadzorczych wobec zagranicznych firmy inwestycyjnych, nawet jeśli prowadzą one działalność na terenie RP w postaci oddziału<sup>6</sup>.

Powyższe reguły Dyrektywy MiFID zostały w sposób mniej lub bardziej doskonały implementowane do prawa polskiego w art. 117 i art. 118 Ustawy o obrocie instrumentami

---

<sup>6</sup> Stanowisko KE wyrażone w odpowiedzi z dnia 5 września 2007 roku (ID 314; supervision of services provided on a cross-border basis): „*MiFID opts for the principle of Home State supervision in the context of free provision of services (Article 31 of Directive 2004/39/EC). Host Member States may not impose additional requirements. However, they can take certain precautionary measures under Article 62 of MiFID after having informed the competent authority of the Home Member State in the narrow circumstances described by Article 62(1)*”.

finansowymi. Przepisy te muszą być jednak interpretowane zgodnie z odpowiednimi przepisami prawa unijnego<sup>7</sup>.

Unormowania Dyrektywy MiFID mają zasadniczo charakter regulacji maksymalnej. Oznacza to, że przynajmniej w ramach obrotu transgranicznego w UE, Państwa Członkowskie nie mogą ustanawiać surowszych wymogów dotyczących świadczenia usług maklerskich, aniżeli wynika to z Dyrektywy MiFID<sup>8</sup>. Wskazuje na to szczegółowy charakter unormowań dotyczących sposobu świadczenia usług maklerskich na gruncie Dyrektywy MiFID oraz (*a contrario*) ze wspomnianego już wyżej art. 4 Dyrektywy Wykonawczej 2006/73/WE istotnie ograniczającego możliwość ustanawiania dodatkowych regulacji przez Państwa Członkowskie UE. Wskazuje na to także wykładnia historyczna: jednym z podstawowych założeń legislacyjnych Dyrektywy MiFID było uniemożliwienie poszczególnym Państwom Członkowskim ustanawiania swoich własnych, dodatkowych regulacji dotyczących ochrony inwestorów korzystających z usług maklerskich. Zjawisko to bowiem uniemożliwiło powstanie jednolitego, wspólnego rynku usług maklerskich w UE, gdyż firmy inwestycyjne działające transgranicznie musiały uwzględniać odrębny reżim świadczenia usług maklerskich w każdym państwie UE z osobna<sup>9</sup>. Jak podkreśla się w literaturze: „MiFID został zaprojektowany w taki sposób, aby w możliwie najwyższym stopniu ograniczyć przyjmujące Państwa Członkowskie w zakresie regulacji ostrożnościowych, operacyjnych oraz mających na celu ochronę inwestorów i nadzór nad firmami inwestycyjnymi”<sup>10</sup>.

Reasumując, unormowania wynikające z Poprawki nie zostały przewidziane przez Dyrektywę MiFID, jako mechanizm ochrony inwestorów korzystających z usług maklerskich.

---

<sup>7</sup> Szerzej na ten temat zob. niżej.

<sup>8</sup> N. Moloney, *EC Securities Regulation...*, op. cit. s. 365. Zob. także: R. Veil, *European Capital Markets Law*, Oxford 2013, s. 38. W polskiej literaturze: zob. T. Sójka w: T. Sójka (red.), *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej*, Wolters Kluwer 2010, s. 29.

<sup>9</sup> N. Moloney, *EC Securities Regulation...*, op.cit. s. 392. Zob. także: P. Müllbert, *The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm-Client Relationship: The Impact of the MiFID on the Law of Contract from a German Perspective* w: G. Ferrarini, E. Wymeersch, *Investor Protection in Europe*, Oxford 2006, s. 299 i n.

<sup>10</sup> Ibidem, s. 428.

Ustawodawca polski nie dysponuje wynikającą z Dyrektywy MiFID podstawą prawną dla ustanowienia w odniesieniu do zagranicznych firm inwestycyjnych prowadzących działalność na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID) dodatkowych ograniczeń dotyczących sposobu świadczenia usług maklerskich. Należy zatem dojść do wniosku, że unormowania wynikające z Poprawki, w zakresie w jakim dotyczą zagranicznych firm inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID), są sprzeczne z Dyrektywą MiFID.

### **C. Nieskuteczność sprzecznych z prawem unijnym postanowień Ustawy o obrocie**

#### **1. Wprowadzenie**

Konsekwencją sprzeczności z Dyrektywą MiFID unormowań wynikających z Poprawki, w zakresie w jakim dotyczą zagranicznych firm inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie na terenie RP na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID), jest to, że nie będą one miały zastosowania do tych zagranicznych firm inwestycyjnych. Prawo europejskie, będące częścią obowiązującego porządku prawnego w Polsce, przewiduje szereg rozwiązań pozwalający na eliminację niezgodnych z prawem unijnym przepisów prawa krajowego. Po pierwsze, organy stosujące przepisy wynikające z Poprawki – a więc w szczególności KNF oraz sądy – są zobowiązane do takiej ich interpretacji, która będzie zgodna z treścią i celami Dyrektywy MiFID. Oznacza to, że projektowane unormowania będą musiały być interpretowane w ten sposób, aby nie obejmowały zagranicznych firmy inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie na podstawie swobody świadczenia usług maklerskich (art. 31 MiFID). Po drugie, jeżeli prowdspólnotowa wykładnia przepisów wynikających z Poprawki, o której mowa wyżej w punkcie 1, okaże się niemożliwa, organy stosujące Ustawę o obrocie będą musiały odmówić stosowania tych przepisów, jako ewidentnie niezgodnych z Dyrektywą MiFID.



## 2. Obowiązek wykładni prawa krajowego w zgodzie z prawem wspólnotowym

Po akcesji Polski do Unii Europejskiej prawo wspólnotowe stało się – obok prawa krajowego – prawem obowiązującym w Polsce. Jedną z podstawowych zasad prawa europejskiego jest zasada jego pierwszeństwa wobec wewnętrznych porządków prawnych Państw Członkowskich. Zasada pierwszeństwa prawa wspólnotowego została ukształtowana i stopniowo rozwijana w orzecznictwie TSUE. Opisywana zasada zakładając prymat prawa Unii nakazuje, w przypadku konfliktu tego prawa z prawem krajowym, stosować prawo Unii z pominięciem norm prawa krajowego. Nakaz ten winien być powszechnie respektowany przez wszystkie podmioty zaliczone do kręgu podmiotów prawa wspólnotowego, w tym instytucje Unii, instytucje krajowe oraz obywateli Unii<sup>11</sup>. Z uwagi na fakt, iż stosowanie prawa w pierwszej kolejności wiąże się z jego wykładnią, zasada prymatu prawa europejskiego skutkuje koniecznością uwzględnienia prawa Unii w procesie wykładni prawa krajowego.

Obowiązek wykładni prawa krajowego w sposób zgodny z prawem europejskim został wyraźnie zakreślony w § 26 wyroku z dnia 10 kwietnia 1984 roku w sprawie von Colson i Kamann v. Lan Nordrhein – Westfalen (sprawa 79/83, ECR 1984 -01921), w uzasadnieniu którego TSUE sprecyzował, że *wynikające z dyrektywy zobowiązanie państw członkowskich do osiągnięcia przewidzianego przez nią rezultatu i obowiązek państw z mocy art. 5 Traktatu (obecnie art. 4 ust. 3 TUE) podjęcia wszelkich stosownych środków dla zapewnienia wykonania tego zobowiązania, spoczywa na wszystkich organach państw, włącznie z sądami w ramach ich jurysdykcji. Wynika z tego, że stosując prawo krajowe, a w szczególności przepisy specjalnie ustanowione dla wprowadzenia w życie dyrektywy, sądy krajowe są zobowiązane do interpretacji prawa krajowego w świetle sformułowań i celów dyrektywy po to, aby osiągnąć rezultat o którym mowa w art. 189 ust. 3 Traktatu*<sup>12</sup>. Tym samym w ocenie TSUE podstawę traktatową uzasadniającą prounijną wykładnię przepisów krajowych stanowi art. 4 ust. 3 TUE wyrażający zasadę lojalnej współpracy Państw Członkowskich.

---

<sup>11</sup> Wyrok TSUE z dnia 5 lutego 1963 roku w sprawie N.V. Algemene Transport-en Expeditie Onderneming van Gend & Loos v. Nederlandse administratie der belastingen (sprawa 26/62, LEX nr 139884, ECR 1963/1).

<sup>12</sup> J. Maliszewska – Nienartowicz, *op. cit.*, s. 259.

Uwzględniając powyższe uzasadnione jest przyjęcie, że w proces prawidłowej implementacji dyrektywy TSUE włączył również organy stosujące prawo, w tym sądy krajowe, które dokonując wykładni prawa krajowego winny uwzględniać postanowienia i cel dyrektywy<sup>13</sup>.

### 3. Bezpośredni skutek dyrektyw i odpowiedzialność państwa członkowskiego za brak implementacji prawa unijnego

Dyrektywa stanowi jeden z pięciu podstawowych aktów prawnych przyjmowanych przez instytucje Unii Europejskiej w celu wykonania przyznanych jej traktatowo kompetencji. Obok dyrektyw, do katalogu wskazanego w zdaniu poprzedzającym, art. 288 TfUE zalicza rozporządzenia, decyzje, zalecenia i opinie. Poza tym, że każdy z wymienionych wyżej aktów prawnych wyróżnia się odmiennymi cechami, ich dyferencja wynika również z celu, w jakim są stosowane. Dyrektywa wiąże każde Państwo Członkowskie, do którego jest kierowana, w odniesieniu do rezultatu, który ma być osiągnięty, pozostawia jednak organom krajowym swobodę wyboru formy i środków (art. 288 TfUE). W wyroku z dnia 30 maja 1991 roku w sprawie Komisja Wspólnot Europejskich v. Republika Federalna Niemiec (sprawa C-59/89, LEX nr 123929, ECR 1991/5/I-2607) TSUE przyjął, że *„transpozycja dyrektywy do prawa krajowego nie wymaga koniecznie, aby jej postanowienia były powtórzone dosłownie w wyraźnej i specjalnie do tego przeznaczonej normie prawa. Ogólny kontekst prawny może, w zależności od treści dyrektywy, być w tym celu wystarczający, pod warunkiem, że rzeczywiście gwarantuje pełne stosowanie dyrektywy w wystarczająco jasny i precyzyjny sposób, tak, aby, jeżeli dyrektywa ma na celu przyznanie praw jednostkom, podmioty zainteresowane mogły ustalić pełen zakres przysługujących im praw i, w stosownych przypadkach, powoływać się na*

---

<sup>13</sup> Por. Wyrok TSUE z dnia 13 listopada 1990 roku w sprawie Marleasing SA przeciwko La Comercial Internacional de Alimentacion SA (sprawa C-106/89, ECR 1990 I-04135), gdzie TSUE wskazał, że *„Sąd Państwa Członkowskiego rozpatrując sprawę objętą zakresem stosowania dyrektywy Rady nr 68/151/EWG z dnia 9 marca 1968 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności w całej Wspólnocie, dla zapewnienia ochrony interesów zarówno wspólników jak i osób trzecich, zobowiązany jest do wykładni swojego prawa krajowego w świetle treści i celu tej dyrektywy, tak by wykluczyć możliwość stwierdzenia nieważności spółki akcyjnej na innej podstawie niż te wymienione w art. 11 dyrektywy”*.

nie przed sądami krajowymi”<sup>14</sup>. Analiza orzecznictwa TSUE pozwala na przyjęcie tezy, zgodnie z którą Państwa Członkowskie w procesie implementacji dyrektyw zobowiązane są do przyjęcia odpowiednich środków krajowych zapewniających osiągnięcie celu wdrażanej dyrektywy oraz zapewnienia jej pełnej implementacji do krajowego porządku prawnego w wyznaczonym terminie<sup>15</sup>. Wyłącznie prawidłowa implementacja dyrektywy zapewnia pełną realizację zasady efektywności oraz asymilacji (równoważności) prawa wspólnotowego<sup>16</sup>.

W wyroku z dnia z dnia 11 lipca 2002 roku w sprawie Marks & Spencer plc v. Commissioners of Customs & Excise (sprawa C-62/00, LEX nr 83873, ECR 2002/7/I-6325), TSUE stwierdził, że „przyjęcie środków krajowych poprawnie implementujących dyrektywę nie wyczerpuje skutków dyrektywy. Państwa Członkowskie pozostają związane, by rzeczywiście zapewnić pełne stosowanie tej dyrektywy, nawet po przyjęciu takich środków. Podmioty prywatne są zatem uprawnione do powoływania się przed sądami krajowymi, przeciwko Państwu, na przepisy dyrektywy, które wydają się, w zakresie w jakim dotyczy to ich przedmiotu, bezwarunkowe i wystarczająco precyzyjne, jeśli pełne stosowanie dyrektywy nie jest faktycznie zapewnione, co oznacza, nie tylko to, iż dyrektywa nie została implementowana lub została implementowana niepoprawnie, ale również to, że środki krajowe poprawnie implementujące dyrektywę nie są stosowane w sposób, który gwarantowałby osiągnięcie zakładanych przez nią skutków”.

Wykładania językowa przywołanego wyżej art. 288 TfUE, odmiennie niż ma to miejsce w odniesieniu do rozporządzeń, nie prowadzi jednoznacznie do przyjęcia tezy o dopuszczalności bezpośredniej skuteczności dyrektywy. Jednocześnie TSUE konsekwentnie zajmuje stanowisko, zgodnie z którym dyrektywa, przy spełnieniu określonych warunków,

---

<sup>14</sup> Por. wyrok TSUE z dnia 23 maja 1985 roku w sprawie Komisja v. Republika Federalna Niemiec (sprawa 29/84, ECR 1985, s. 1661; wyrok TSUE z dnia 10 lipca 1986 roku w sprawie Komisja v. Republika Włoka (sprawa 235/84, ECR 1986, s. 2291).

<sup>15</sup> Por. wyrok TSUE z dnia 10 lipca 1986 roku w sprawie Komisja Wspólnot Europejskich v. Republika Włoka (sprawa 235/84, LEX nr 130266, ECR 1986/7/2291); podobnie wyrok TSUE z dnia 25 lipca 1991 roku w sprawie Theresa Emmott v. Minister for Social Welfare i Attorney General (sprawa C-208/90, LEX nr 124112, ECR 1991/7/I-4269).

<sup>16</sup> Por. C. Mik, *Europejskie prawo wspólnotowe. Zagadnienia teorii i praktyki*, Warszawa 2000, s. 659.

może wywoływać bezpośrednie skutki<sup>17</sup>. Jak wskazuje się z doktrynie prawa europejskiego przyjęta przez TSUE linia orzecznicza ma na celu nie tylko zapewnienie realizacji zasady efektywności prawa europejskiego, ale również tworzy pewnego rodzaju sankcję za niewypełnienie przez Państwo Członkowskie zobowiązań traktatowych<sup>18</sup>. Zgodnie bowiem z art. 4 ust. 3 TUE zd. 2 oraz 3 Państwa Członkowskie podejmują wszelkie środki ogólne lub szczególne właściwe dla zapewnienia wykonania zobowiązań wynikających z Traktatów lub aktów instytucji Unii oraz ułatwiają wypełnianie przez Unię jej zadań i powstrzymują się od podejmowania wszelkich środków, które mogłyby zagrażać urzeczywistnieniu celów Unii. Niemniej istotnym argumentem przemawiającym za bezpośrednim skutkiem dyrektywy jest zapewnienie realizacji zasady równości obywateli wobec prawa wyrażonej w art. 9 TUE<sup>19</sup>. Implementacja dyrektywy przez każde z Państw Członkowskich, do których jest kierowana, wpływa bezpośrednio na sferę praw lub obowiązków jednostek na gruncie prawa krajowego każdego z tych Państw Członkowskich. Brak implementacji przez którekolwiek z Państw Członkowskich lub nieprawidłowości w tym zakresie w sposób nieuprawniony różnicują sytuację prawną jednostek, co skutkuje dopuszczalnością powoływania się przez te jednostki bezpośrednio na przepisy dyrektywy.

Jak wyżej wskazano, dopuszczalność wywoływania bezpośredniego skutku przez konkretny przepis dyrektywy uzależniona jest od aktualizacji szczególnych warunków, które w sposób wyraźny sformułowane zostały w orzecznictwie TSUE<sup>20</sup>. I tak zgodnie ze stanowiskiem TSUE warunkiem *sine qua non* jest brak implementacji bądź też nieprawidłowa implementacja dyrektywy. Ponadto sformułowania dyrektywny muszą cechować się

---

<sup>17</sup> Wyrok TSUE z dnia 6 maja 1980 roku w sprawie Komisja Wspólnot Europejskich v. Królestwo Belgii (sprawa 102/79, LEX nr 132856, ECR 1980/4-/1473).

<sup>18</sup> Por. C. Mik, *op. cit.*, s. 567, F. Emmert, M. Morawiecki, *Prawo europejskie*, Warszawa – Wrocław 2000, s. 135, J. Maliszewska – Nienartowicz, *Ewolucja ochrony konsumenta w europejskim prawie wspólnotowym*, Toruń 2004, s. 255.

<sup>19</sup> We wszystkich swoich działaniach Unia przestrzega zasady równości swoich obywateli, którzy są traktowani z jednakową uwagą przez jej instytucje, organy i jednostki organizacyjne. Obywatel Unii jest każda osoba mająca obywatelstwo Państwa Członkowskiego. Obywatelstwo Unii ma charakter dodatkowy w stosunku do obywatelstwa krajowego i nie zastępuje go.

<sup>20</sup> Wyrok TSUE z dnia 6 maja 1980 roku w sprawie Komisja Wspólnot Europejskich v. Królestwo Belgii (sprawa 102/79, LEX nr 132856, ECR 1980/4-/1473).

precyzyjnością, jasnością oraz bezwarunkowością, a Państwo Członkowskie nie może mieć dyskrecjonalnej władzy w zakresie jej transpozycji. Precyzyjność przepisu dyrektywy oznacza, że może on być stosowany przez jednostkę i sąd z racji jego niedwuznaczności. Z bezwarunkowością mamy natomiast do czynienia, gdy skuteczność przepisu dyrektywy nie jest zależna od warunku, bądź też podjęcia jakichkolwiek środków przez Unię lub Państwa Członkowskie<sup>21</sup>. Brak władzy dyskrecjonalnej Państwa Członkowskiego przejawia się tym, że takie Państwo nie posiada marginesu w zakresie transpozycji dyrektywy<sup>22</sup>.

W orzecznictwie TSUE jawi się jeszcze jeden z warunków niewymienionych wyżej, polegający na jedynie wertykalnym (pionowym) bezpośrednim skutku dyrektyw. Warunek ten wywodzony jest z normy prawnej zawartej w treści art. 288 TfUE i uzasadniany tym, iż adresatami dyrektyw są Państwa Członkowskie. Tym samym bezpośredni skutek dyrektyw dotyczy relacji państwa a jednostki. Pojęciem państwa w omawianym zakresie Trybunał obejmuje nie tylko Państwa Członkowskie, ale również organy centralne i lokalne, instytucje oraz organizacje podlegające kontroli Państwa Członkowskiego<sup>23</sup>.

Jak już wyżej wskazano, brak transpozycji dyrektywy do krajowego porządku prawnego lub dokonanie tego w sposób nieprawidłowy stanowi naruszenie traktatowe. Rezultatem orzecznictwa TSUE jest przyjęcie koncepcji odpowiedzialności odszkodowawczej Państwa Członkowskiego za naruszenie prawa wspólnotowego. Wskazana koncepcja wyraźnie została

---

<sup>21</sup> Wyrok TSUE z dnia 23 lutego 1994 roku w sprawie *Comitato di Coordinamento per la Difesa della Cava i inni v. Regione Lombardia i inni* (sprawa C-236/92, LEX nr 117028, ECR 1994/2/1-483), w którym TSUE podkreślił, iż: „W każdym przypadku, gdy postanowienia dyrektywy wydają się być bezwarunkowe i wystarczająco precyzyjne, w zakresie dotyczącym ich przedmiotu, jednostka może powoływać się na te przepisy przeciwko Państwu, gdy Państwo nie implementuje teże dyrektywy do prawa krajowego przed upływem okresu przewidzianego na jej implementację lub gdy Państwo nie implementuje dyrektywy poprawnie. W związku z powyższym, przepis prawa wspólnotowego jest bezwarunkowy wówczas, gdy nie jest przedmiotem, jeśli chodzi o jego implementację lub skutki podejmowania jakichkolwiek środków czy to ze strony Wspólnoty, czy to ze strony Państw Członkowskich, i jest wystarczająco precyzyjny, by jednostka mogła się na niego powołać, a sąd mógł go zastosować w przypadku, gdy obowiązek przez ten przepis stanowiony jest wyrażony jednoznacznie”.

<sup>22</sup> Wyrok TSUE z dnia 19 listopada 1991 roku w sprawie *Andrea Francovich i inni v. Republika Włoska* (sprawa C-6/90, LEX nr 125759, ECR 1991/9/I-5357); wyrok TSUE z 4 grudnia 1974 roku w sprawie *Yvonne van Duyn v. Home Office* (sprawa 41/74, LEX nr 84379, ECR 1974/8/1337).

<sup>23</sup> Orzeczenie TSUE z dnia 22 czerwca 1989 roku w sprawie *Fratelli Costanzo SpA przeciwko Comune di Milano* (sprawa C-103/88, ECR 1989 1989 rok, s. 1839).

zarysowana w wyroku z dnia 19 listopada 1991 roku w sprawie *Andrea Francovich i inni v. Republika Włoska* (sprawa C-6/90, LEX nr 125759, ECR 1991/9/I-5357), gdzie Trybunał wskazał, że: „pełna skuteczność przepisów wspólnotowych byłaby naruszona a ochrona praw, które przepisy te przyznają, byłaby osłabiona, gdyby jednostki nie były w stanie uzyskać odszkodowania w przypadku naruszenia ich praw, do którego doszło na skutek pogwałcenia prawa wspólnotowego, które można przypisać Państwu Członkowskiemu. Taka możliwość naprawienia szkody przez Państwo Członkowskie jest szczególnie konieczna, w przypadku gdy pełna skuteczność przepisów wspólnotowych jest uzależniona od wcześniejszego działania ze strony państwa i gdy w konsekwencji, w przypadku braku takiego działania, jednostki nie mogą dochodzić przed sądami krajowymi praw przyznanych im przez prawo wspólnotowe”. Wskazana koncepcja nie posiada bezpośrednich podstaw normatywnych, przy czym jest wyprowadzana przez Trybunał z szeregu postanowień traktatowych, do których zaliczyć należy art. 4 ust. 3 TUE (dawny art. 10 TWE) kształtujący zasadę efektywności prawa wspólnotowego oraz zasadę solidarności (tzw. lojalnej współpracy), art. 340 TfUE (dawny art. 288 TWE) odnoszący się do odpowiedzialności za naprawienie szkody wyrządzonej przez zachowanie sprzeczne z prawem, a ponadto odnoszących się do zasady bezpośredniego skutku prawa europejskiego.

W orzeczeniu z dnia 5 marca 1996 roku w sprawie *Brasserie du Pêcheur SA v. Republika Federalna Niemiec i The Queen v. Secretary of State for Transport, ex parte Factortame Ltd i inni* (sprawa C-46/93, LEX nr 114518, ECR 1996/3/I-1029) TSUE sformułował przesłanki odpowiedzialności odszkodowawczej Państwa Członkowskiego w przypadku nieprawidłowej implementacji dyrektywy. Aktualizacja przedmiotowych przesłanek nastąpi, gdy: „*naruszona reguła prawa wspólnotowego dąży do przyznania tym jednostkom praw, gdy naruszenie jest wystarczająco poważne oraz gdy istnieje bezpośredni związek przyczynowy pomiędzy naruszeniem a szkodą wyrządzoną jednostkom*”<sup>24</sup>. Istotnym jest, iż warunkiem opisywanej zasady odpowiedzialności odszkodowawczej nie jest wina Państwa Członkowskiego. Za

---

<sup>24</sup> Orzeczenie z dnia 5 marca 1996 roku w sprawie *Brasserie du Pêcheur SA v. Republika Federalna Niemiec i The Queen v. Secretary of State for Transport, ex parte Factortame Ltd i inni* (sprawa C-46/93, LEX nr 114518, ECR 1996/3/I-1029).

poważne naruszenie prawa wspólnotowego uznaje się sytuację, gdy Państwo Członkowskie w sposób oczywisty i poważny zlekceważyło granice swej swobody decyzyjnej<sup>25</sup>.

#### **D. Prawdopodobne konsekwencje gospodarcze analizowanych zmian**

Wejście w życie unormowań wynikających z Poprawki najprawdopodobniej podniesie koszty działalności podmiotów zobowiązanych do ich stosowania i zmniejszy atrakcyjność świadczonych przez nie usług. W analizowanym przypadku będą to podmioty polskie. W konsekwencji pogorszy to pozycję konkurencyjną polskich firm inwestycyjnych wobec zagranicznych firmy inwestycyjnych świadczących usługi inwestycyjne zarówno na terenie RP jak i w innych krajach członkowskich RP. Istnieje też poważne ryzyko odpowiedzialności RP za ustanowienie przepisów sprzecznych z prawem UE.

### **IV. POZOSTAŁE INFORMACJE**

#### **A. Wykaz stosowanych skrótów**

<b>Dyrektywa Wykonawcza MiFID</b>	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.U.U.E.L.2006.241.26).
<b>Dyrektywy MiFID</b>	MiFID oraz akty wykonawcze do MiFID.
<b>KE</b>	Komisja Europejska

---

<sup>25</sup> Ibidem.

<b>KNF</b>	Komisja Nadzoru Finansowego.
<b>MiFID</b>	Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku 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.U.U.E.L.2004.145.1 ze zm.).
<b>Państwa Członkowskie</b>	Państwa członkowskie Unii Europejskiej.
<b>Poprawka</b>	Art. 1 pkt 14 ustawy z dnia 7 listopada 2014 roku o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz innych ustaw uchwalona przez Sejm Rzeczypospolitej polskiej na 79. Posiedzeniu, dodający do art. 73 ustawy o obrocie ust. 2a–2c o treści wskazanej w pozycji III punkt A niniejszej opinii.
<b>RP</b>	Rzeczpospolita Polska
<b>TUE</b>	Traktat o Unii Europejskiej (Dz.U.2004.90.864/30 ze zm.).
<b>TfUE</b>	Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U.2004.90.864/2).
<b>Ustawa o obrocie</b>	Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U.2014.94 j.t. ze zm.).
<b>UE lub Unia</b>	Unia Europejska



## **B. Wykaz aktów prawnych i dokumentów**

- [1] Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku 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.U.UE.L.2004.145.1 ze zm.).
- [2] 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.U.UE.L.2006.241.26).
- [3] Traktat o Unii Europejskiej (Dz.U.2004.90.864/30 ze zm.).
- [4] Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U.2004.90.864/2).
- [5] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U.2014.94 j.t. ze zm.).
- [6] Ustawa z dnia 7 listopada 2014 roku o ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz innych ustaw uchwalona przez Sejm Rzeczypospolitej polskiej na 79. posiedzeniu.

## **C. Zastrzeżenia**

Opinia została sporządzona w oparciu o stan prawny obowiązujący na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na dzień jej sporządzenia. Opinia została przygotowana na wyłączny użytek Zlecającego. Opinia odzwierciedla wykładnię przepisów prawa przyjętą przez autora opinii. Autor opinii nie gwarantuje, że ta wykładnia zostanie podzielona przez organy stosujące prawo w konkretnej sprawie.

