

Implementacja regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego – wybrane zagadnienia teoretyczne i praktyczne¹

Streszczenie:

Przedmiotem niniejszego opracowania stała się analiza uwarunkowań wdrożenia regulacji MiFID do polskiego prawa finansowego oraz wskazanie na teoretyczne i praktyczne problemy, które pojawiły się w związku z jej implementacją. Na przykładzie dyrektyw MiFID I i II w artykule poruszono również problem związany z możliwymi sposobami implementacji aktów prawa UE regulujących rynek finansowy, a także przybliżono konsekwencje braku lub wadliwej implementacji na rynku finansowym, co wydaje się szczególnie istotne w obliczu przyszłego wdrożenia projektowanych regulacji MiFID II i rozporządzenia MIFIR.

Słowa kluczowe:

MiFID, implementacja, rynek kapitałowy, konsekwencje braku implementacji na rynku kapitałowym, MIFIR

1. Uwagi wstępne

Jednym z wielu obszarów regulacyjnych Unii Europejskiej (UE) w odniesieniu do prawa rynku finansowego jest rynek giełdowy. Potrzeba zapewnienia klientom, zwłaszcza nieprofesjonalnym, wzmocnionej, zharmonizowanej ochrony na rynku finansowym w UE stała się wyznacznikiem dla wprowadzenia regulacji wspierającej z jednej strony inwestorów, a z drugiej kreującej przejrzystość działań firm inwestycyjnych. Regulacja MiFID stanowi dość szczególny zespół regulacji rynku instrumentów finansowych, co związane jest zarówno z samą historią wdrażania MiFID w Polsce, brakiem terminowej implementacji, jak i problemami związanymi z podstawą prawną podnoszonych roszczeń odszkodowawczych wobec firm inwestycyjnych czy kontrowersjami dotyczącymi opcji walutowych². Wszystkie wymienione wyżej zagadnienia w bardziej lub mniej bezpośredni sposób nawiązują do regulacji MiFID, a ich problemowy charakter łączyć należy z jej nieterminową implementacją.

¹ Stan prawny na dzień 1 stycznia 2013 r.

² W 2008 r. nastąpił znaczny wzrost zainteresowania instrumentami pochodnymi oferowanymi przez banki. Idący w ślad za nim dynamiczny wzrost kursu walutowego, doprowadził do istotnych wahań w wycenie tych transakcji, co z kolei spowodowało straty wśród klientów, zwłaszcza tych, którzy wystawiali opcje bez zabezpieczenia w postaci dochodów walutowych. Na temat m. in. opcji walutowych zob. zwłaszcza T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004, s. 69–71; A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe – zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, *passim*.

Przedmiotem niniejszego opracowania jest analiza uwarunkowań wdrożenia regulacji MiFID do polskiego prawa finansowego oraz wskazanie na teoretyczne i praktyczne problemy, które pojawiły się w związku z jej implementacją. Na przykładzie dyrektyw MiFID I i II w artykule poruszono również problem związany z możliwymi sposobami implementacji aktów prawa UE regulujących rynek finansowy, a także przybliżono konsekwencje braku lub wadliwej implementacji takich aktów w odniesieniu do podmiotów prawa rynku finansowego. Znaczną część rozważań prowadzonych w pracy poświęcono również analizie podstawowych instytucji wprowadzonych do polskiego prawa rynku finansowego dzięki regulacji MiFID.

2. Pojęcie „regulacja MiFID”

Nazwa MiFID pochodzi od skrótu Markets in Financial Instruments Directive (Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych). Terminem tym zwykle się jednak obejmować 3 akty prawa UE dotyczące rynków instrumentów finansowych. Obowiązująca regulacja MiFID obejmuje dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE (tzw. MiFID I) z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych³ zmieniającą dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, oraz uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EWG i dyrektywę Komisji 2006/73/WE (MiFID II) z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającą 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 dyrektywy⁴. Trzecim aktem tworzącym MiFID jest rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 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, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (rozporządzenie wykonawcze)⁵.

Regulacja MiFID została całkowicie implementowana do polskiego prawa finansowego dopiero dnia 21 października 2009 r., gdyż wtedy weszła w życie ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw⁶. Wskazana ustawa dokonała wdrożenia dyrektyw MiFID I i II, gdyż rozporządzenie wykonawcze było bezpośrednio stosowalne i skuteczne w polskim porządku prawnym⁷. W ten sposób do polskiego prawa finansowego zostały wprowadzone wymogi zawarte w dyrektywach MiFID, choć podkreślić należy, że z 2-letnim opóźnieniem.

³ Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004 r., s. 263.

⁴ Dz. Urz. UE L 241 z 2.09.2006 r., s. 26.

⁵ Dz. Urz. UE L 241 z 2.09.2006 r., s. 1.

⁶ Dz. U. z 2009 r., Nr 165, poz. 1316.

⁷ Warto uściślić, że dnia 20.10.2011 r. Komisja Europejska przedstawiła wniosek przewidujący wprowadzenie zmian w regulacji MiFID (w dyrektywie 2004/39/WE oraz w rozporządzeniu). Jeśli proponowane

3. Pojęcie implementacji *sensu stricto* i *sensu largo* w odniesieniu do regulacji MiFID

Analizując zagadnienia związane z implementacją regulacji MiFID do polskiego prawa finansowego, warto rozróżnić pojęcie implementacji *sensu stricto* i implementacji *sensu largo*⁸. Zabieg ten pozwala na ustosunkowanie się do szczególnego sposobu dokonywania implementacji regulacji MiFID w Polsce.

Przyjęty w literaturze sposób rozumienia implementacji w wąskim znaczeniu (*sensu stricto*) oznacza uchwalenie przez polskie organy władzy ustawodawczej ustawy lub ustaw (także częściowo implementujących), które wprowadzają do polskiego systemu prawa treści wyrażone w konkretnym akcie prawa UE i wskazane przez ten akt jako stan rzeczy pożądany do osiągnięcia w państwie członkowskim (cel implementacyjny)⁹. Obowiązek uchwalenia takiej ustawy wynika z prawa unijnego (art. 4 ust. 3 TUE) i polskiego prawa konstytucyjnego (art. 90 w związku z art. 95 ust. 1 Konstytucji). Implementacja w wąskim znaczeniu polega więc na uchwaleniu ustawy lub szeregu ustaw bezpośrednio związanych z obowiązkiem implementacyjnym i realizacją celu implementacji, choćby tylko w określonym zakresie (ustawy implementujące „kompleksowo” i „częściowo”). Momentem początkowym tak rozumianej implementacji jest wniesienie projektu ustawy do Sejmu, a momentem końcowym ogłoszenie ustawy w Dzienniku Ustaw RP¹⁰.

Z kolei implementacja w szerokim znaczeniu (*sensu largo*), to wszelkie czynności prawne i faktyczne podejmowane przez wszystkich uczestników postępowania ustawodawczego oraz inne organy władzy dla urzeczywistnienia stanu rzeczy wskazanego w konkretnym akcie prawa UE w określonym czasie przy realizacji celu implementacyjnego, a których obowiązek podjęcia wynika z prawa konstytucyjnego (art. 90 w związku z art. 95 ust. 1 Konstytucji) i unijnego (art. 4 ust. 3 TUE). Chodzi tu jednak o taki stopień i sposób urzeczywistnienia celu aktu prawa UE, by podmioty mogły skutecznie i efektywnie

zmiany wejdą w życie, to wówczas może pojawić się problem terminologiczny, gdyż zwrot regulacja MiFID 2 może oznaczać zarówno nową regulację MiFID, zaprezentowaną we wniosku KE z dnia 20.10.2011, jak i obowiązującą dyrektywę Komisji 2006/73/WE. W niniejszym opracowaniu dla zmian proponowanych w projektowanej regulacji MiFID przedstawionych we wniosku KE 20.10.2011 używa się terminu MiFID 3, tym bardziej, że zmiany te stanowią w wielu obszarach o całkowitej rewizji dotychczasowych unormowań w tej dziedzinie. W proponowanej dyrektywie przewiduje się ponadto uchylenie dyrektywy 2004/39/WE. Zob. wniosek KE z dnia 20.10.2011 r. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie [EMIR] w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji [KOM(2011) 652 wersja ostateczna 2011/0296 (COD)], tzw. rozporządzenie MIFIR.

⁸ Wcześniej na temat propozycji definicyjnych pojęć implementacja *sensu stricto* i *sensu largo* właśnie w odniesieniu do transpozycji regulacji MiFID, które posłużyły w części teoretyczno-pojęciowej do zaprezentowania uwag w niniejszym opracowaniu, zob i por. I. Zarajczyk, *Nieterminowe wdrożenia dyrektywy MIFID*, „Prawo Europejskie w Praktyce” 2011, nr 1, s. 79 i 80.

⁹ Zob. i por. np. I. Zarajczyk, *op. cit.*, i cyt tam literatura, s. 79 i 80.

¹⁰ Na temat pojęcia „implementacja *sensu stricto*”, M. Fedorowicz, *Wpływ akcesji do Unii Europejskiej na organizację i wykonywanie władzy ustawodawczej w Polsce 2005*, (maszynopis). Ujęcie takie koresponduje też ze sposobem rozumienia implementacji w opracowaniu I. Zarajczyk, *op. cit.*, s. 79 i 80.

dochodzić swych praw na podstawie ustawy¹¹. Implementacja *sensu largo* obejmuje zarówno czynności prawodawcze związane z uchwaleniem ustawy implementacyjnej, jak i ustaw, które bezpośrednio lub pośrednio związane są z implementowanym aktem prawa UE i mogą wykazać związek z celem implementacyjnym, ale w jakiejś dalszej kolejności, a więc pośrednio wspomagają ustawy implementacyjne. Przybliżyć należy, że do implementacji *sensu largo* zaliczyć też trzeba czynności faktyczne służące jej realizacji, a normy wiążące państwo członkowskie (w dyrektywie) wiązać mają również podmioty i organy w państwie (transpozycja), co podlega notyfikacji KE¹². Pojęcie to zatem przybliża się znaczeniowo do terminu zapewnienie efektywności, skuteczności prawa europejskiego w polskim porządku prawnym.

Analizując przybliżone definicje, można wskazać, że w odniesieniu do regulacji MiFID – ze względu na początkowe opóźnienia implementacyjne – miała miejsce implementacja faktyczna, praktyczna, dokonana bez implementacji *sensu stricto*. Polegała ona na dokonaniu zmian w regulaminach świadczenia usług inwestycyjnych i w umowach o świadczenie usług. Właśnie w ten sposób, niektóre firmy inwestycyjne, w obliczu braku implementacji formalnej, dokonały wdrożenia MiFID-u, mimo braku takiego obowiązku i postarały się zapewnić efektywność tej regulacji w polskim porządku prawnym, nie mieszcząc się ani w pojęciu implementacji *sensu stricto*, ani *sensu largo*, gdyż elementem obligatoryjnym zaistnienia tej ostatniej jest najpierw implementacja formalna *sensu stricto*¹³. Obowiązek wdrożenia dyrektyw spoczywa bowiem na państwie członkowskim, jednak ze względu na ostrożność procesową niektóre firmy inwestycyjne dokonały implementacji praktycznej regulacji MiFID.

W literaturze zagadnienia wskazuje się, że od implementacji dyrektyw w wąskim i szerokim znaczeniu odróżnić należy pojęcie „stosowanie dyrektywy”, czyli powoływanie się na ustawę implementującą dyrektywę, a więc powoływanie się na krajowy akt prawa, który właściwie dokonał implementacji dyrektywy, a jeśli niewłaściwie, to wtedy można przy spełnieniu określonych przesłanek stosować bezpośrednio dyrektywę¹⁴. Odrębnym terminem podawanym w literaturze jest też „egzekwowanie dyrektywy” – polegające na kontroli przestrzegania norm prawa krajowego i zastosowania odpowiednich środków zaradczych w odniesieniu do norm, którymi dokonano wdrożenia dla zapewnienia skuteczności, efektywności tym normom w krajowym porządku prawnym po upływie terminu implementacji¹⁵. Niemożność egzekwowania dyrektywy, wywołana zaniedbaniem lub wadliwą implementacją, może powodować konsekwencje w płaszczyźnie prawa UE oraz w płaszczyźnie prawa RP. Zaniedbania implementacyjne związane z regulacją MIFID wywołały właśnie takie konsekwencje i to zarówno w płaszczyźnie prawa unijnego, jak i w prawie krajowym, o czym w dalszej części wywodu.

¹¹ Na temat pojęcia „implementacja *sensu largo*”, *ibidem* oraz I. Zarajczyk i cyt. tam literatura, *op. cit.*, s. 79 i 80.

¹² Tak słusznie I. Zarajczyk, *op. cit.*, s. 79 i 80.

¹³ Por. I. Zarajczyk, *op. cit.*, s. 79 i 80.

¹⁴ Zob. R. Siwik, *Zaniedbanie implementacji dyrektywy MIFID*, „Prawo Europejskie w Praktyce” 2009, nr 4, s. 74–76 oraz I. Zarajczyk, *Nieterminowe wdrożenia dyrektywy MIFID...*, s. 78–82.

¹⁵ Zob. I. Zarajczyk, *op. cit.*, s. 78 i n.

Warto w tym miejscu przywołać pismo KNF z dnia 07.01.2008 r. – *Zasady postępowania Urzędu KNF stosowane po 1 listopada 2007 r. w sytuacji braku implementacji Dyrektyw MIFID I i MIFID II*.¹⁶ W piśmie tym wskazywano, że jakkolwiek KNF nie jest władna do dokonywania interpretacji prawa UE ani udzielania porad prawnych, to jednak w analizowanym piśmie można odczytać sugestie dotyczącą właśnie implementacji faktycznej. Zgodnie z przybliżanym dokumentem, w ocenie KNF w przypadku braku implementacji dyrektyw należało stosować zasadę pierwszeństwa prawa unijnego, a także umożliwić osiągnięcie przez dyrektywę skutku pośredniego w drodze prounijnej wykładni¹⁷. Jak wskazywała wtedy KNF „zasada skutku pośredniego jest generalną dyrektywą interpretacyjną, zgodnie z którą na krajowych organach sądowych i administracyjnych ciąży obowiązek wykładni prawa krajowego, zgodnie z prawem unijnym. W procesie stosowania prawa państwa członkowskie i ich organy krajowe „mają obowiązek tak interpretować przepisy wewnętrzne, by cele niewdrożonej dyrektywy zostały osiągnięte”¹⁸. W treści preambuły do dyrektywy nr 2004/39/WE (MiFID I) w punkcie 31 wskazano, że „jednym z celów niniejszej dyrektywy jest ochrona inwestorów”.

Chodziło o to, aby zgodnie z art. 19 dyrektywy MiFID I, mimo braku implementacji, w drodze implementacji faktycznej zapewnić maksymalną ochronę inwestora. Dlatego starano się w tym czasie dostarczać klientom informacje o ryzyku i kosztach związanych z poszczególnymi instrumentami finansowymi skonstruowaną w taki sposób, aby klienci lub potencjalni klienci mogli zrozumieć charakter oraz ryzyko związane z usługą inwestycyjną oraz określonym rodzajem oferowanego instrumentu finansowego. Z tej racji niektóre firmy inwestycyjne nosiły zmiany do regulaminów świadczenia usług i postanowień umownych¹⁹.

4. Historia implementacji regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego

Jak już powyżej wskazano, regulacja MiFID należy do zbioru postanowień UE, których implementacja do polskiego prawa finansowego była szczególnie utrudniona. Było to wynikiem nieszczęśliwego splotu różnego rodzaju okoliczności²⁰. Do najważniejszych

¹⁶ Pismo dostępne na stronach internetowych KNF: www.knf.gov.pl/Images/kom_brak_impl_mifid_tcm75-1966.pdf.

¹⁷ Już w 2007 i 2008 r. nadzór rekomendował pełną implementację norm MiFID w zakresie relacji z klientami i to jeszcze przed ich formalnym wejściem w życie, w celu ograniczenia ryzyka operacyjnego oraz zapewnienia niezbędnej ochrony interesów klientów, na ten temat zob. I. Sabała, *Działania nadzoru finansowego w warunkach pokryzysowych*, Departament Analiz Rynkowych UKNF, Warszawa 2011, s. 15.

¹⁸ Pismo KNF z 7.01.2008 r.

¹⁹ Zob. zwłaszcza szeroko i wyczerpująco na ten temat A. Chłopecki, J. Jastrzębski, *Opinia prawna z 8 października 2007 r. dotycząca analizy stanu prawnego pod kątem działalności oraz praw i obowiązków domów maklerskich po dniu 1 listopada 2007 r. w sytuacji niedostosowania przepisów prawa polskiego do przepisów dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (tzw. MIFID) 2004/39/WE i 2006/73/WE i aktów wykonawczych do niej*. Opinia dostępna na www.idm.com.pl/download/mifid/MiFID-Opinia_v3.doc (10.08.2011).

²⁰ Zob. na ten temat zwłaszcza C. Kosikowski, *Prawo Unii Europejskiej w systemie polskiego prawa finansowego*, Białystok 2010, s. 148 i 149.

z nich zaliczyć należy po pierwsze, stosunkowo późne podjęcie inicjatywy legislacyjnej implementacyjnej; po drugie, skrócenie kadencji parlamentu; po trzecie, nieuzasadnione, ze względu na terminy implementacyjne, uporządkowanie w ustawie implementującej również innych treści normatywnych, niezwiązanych bezpośrednio z regulacją MiFID; po czwarte, zwrócenie się z wnioskiem do TK o stwierdzenie zgodności ustawy implementującej MiFID z Konstytucją (podkreślić jednak należy, że paradoksalnie zarzuty niekonstytucyjności nie dotyczyły postanowień MiFID, lecz przepisów uwzględnionych w ustawie, niebędących materiają podlegającą implementacji); po piąte, wniesienie przeciwko Polsce skargi do Trybunału Sprawiedliwości UE w związku z nieterminową implementacją MiFID II (Polska została 31 stycznia 2008 r. pozwana do ETS przez KE za niewdrożenie dyrektywy MiFID II)²¹. Zgodnie z art. 70 tej dyrektywy, państwa członkowskie były zobowiązane do uchwalenia „przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych” niezbędnych do wykonania tej dyrektywy najpóźniej do 31 stycznia 2007 r. i do niezwłocznego powiadomienia o tym KE.

Analizując chronologię wydarzeń, należy zwrócić uwagę na fakt, że prace legislacyjne nad wdrożeniem regulacji MiFID rozpoczęły się stosunkowo późno, gdyż we wrześniu 2006 r. W dacie tej przedstawiono projekt ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi do konsultacji międzyresortowych i społecznych. Projekt ustawy implementującej MiFID został przyjęty dnia 20.03.2007 r. i skierowany do Sejmu²². Projektowi temu nie nadano jednak biegu, a ustawa implementująca regulację MiFID została uchwalona przez Sejm w ramach nowej kadencji dnia 4 września 2008 r.²³ Następnie ustawa ta została zaskarżona przez Prezydenta do TK. Przedmiotem zarzutu niekonstytucyjności nie stały się jednak treści wynikające z implementowanej dyrektywy, ale niezgodność z Konstytucją zapisu ustawy normującego wykreślenie NBP z listy akcjonariuszy KDPW przez Radę Ministrów. Trybunał Konstytucyjny uznał zasadność wskazanych zastrzeżeń, a Prezydent podpisał ustawę z pominięciem przepisów uznawanych przez TK za niezgodne z Konstytucją²⁴. Warto również podkreślić, że terminowości wprowadzania ustawy implementującej MiFID nie służyła również technika procedowania tej ustawy w pakiecie z innymi ustawami, uchwalonymi tego samego dnia.

Implementacja dyrektyw MiFID I i II należała do tzw. implementacji złożonych, gdyż wymagała zmian w następujących ustawach: z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych²⁵, z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi²⁶ oraz z 29 lipca

²¹ www.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/126&format=HTML&aged=1&language=PL&guiLanguage=fr (10.08.2011). Zob. również wyrok Trybunału Sprawiedliwości WE z dnia 19 marca 2008 r. (C-143/08) dotyczący niewdrożenia dyrektywy 2006/73/WE wprowadzającej środki wykonawcze do dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MIFID).

²² Zob. odpowiedź podsekretarza stanu w Ministerstwie Finansów – z upoważnienia ministra – na interpelację nr 14104 w sprawie zaległości w implementacji unijnych dyrektyw dotyczących rynku finansowego, dostępną na: orka2.sejm.gov.pl/IZ6.nsf/main/186CAE3F (10.08.2011).

²³ Dz. U. z 2009 r. Nr 165, poz. 1316.

²⁴ Wyrok TK z dnia 16.07.2009 r. Sygn. Kp 4/08. Sentencja została ogłoszona dnia 23 lipca 2009 r. w M. P. Nr 46, poz. 683.

²⁵ Dz. U. 2004, nr 146, poz. 1546 ze zm.

²⁶ Dz. U. 2005, nr 183, poz. 1538 ze zm.

2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych²⁷, a także przyjęcia odpowiednich przepisów wykonawczych²⁸. Natomiast rozporządzenie wykonawcze MiFID z 2006 r. było bezpośrednio skuteczne i stosowalne, jednak z uwagi na to, że dotyczyło dyrektyw, które nie zostały terminowo implementowane, również i ono *per facta concludentia* nie mogło być w pełni stosowane jako korelatywnie sprzężone z dyrektywami. Wymierną, procesową konsekwencją nieterminowego wdrożenia regulacji MiFID w Polsce były roszczenia adresowane z jednej strony do firm inwestycyjnych o niedołożenie należytej staranności (art. 355 § 2 kc), a z drugiej do Skarbu Państwa o zaniechanie legislacyjne (art. 417¹ § 4 kc)²⁹.

Podnoszono w szczególności, że gdyby polski ustawodawca dokonał terminowej implementacji, to wówczas klienci podlegaliby zwiększonym obowiązkom informacyjnym ze strony firm inwestycyjnych i banków inwestycyjnych, a wtedy nie dokonaliby zakupu opcji walutowych. Wskazywano zwłaszcza na wykorzystywanie słabszej sytuacji klientów w porównaniu do podmiotów profesjonalnie zajmujących się usługami inwestycyjnymi. Sugerowano również, że oferowanie przez podmioty profesjonalne do zakupu niebezpiecznych instrumentów finansowych, nie spełniało założeń art. 355 § 2 kc. Drugą grupą roszczeń związanych z nieterminową implementacją regulacji MiFID były roszczenia kierowane do Skarbu Państwa z tytułu zaniechania legislacyjnego przez podmioty, które w wyniku zaniedbań legislacyjnych poniosły szkodę³⁰.

5. Implementacja nowych instytucji regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego

Wdrożenie do polskiego prawa rynku finansowego postanowień regulacji MiFID spowodowało swoiste zrewolucjonizowanie relacji między klientami a firmami inwestycyjnymi³¹. Wśród szczególnych instytucji, unormowanych w regulacji MiFID i wdrożonych do prawa rynku finansowego, na uwagę zasługują zwłaszcza przepisy dotyczące klasyfikacji klienta, składające się na zespół postanowień statuujących podwyższoną, w porównaniu do wcześniejszych rozwiązań, ochronę klienta. W polu tych zagadnień wskazać również warto na zasadę *best execution*, polegającą na obowiązku realizacji zleceń przez firmy inwestycyjne na rzecz klientów w oparciu o najlepsze wykonanie i przy dołożeniu należytej staranności. Z jednej strony prawodawca unijnij statuuje

²⁷ Tekst jednolity.: Dz. U. 2009, nr 185, poz. 1439 ze zm.

²⁸ Tytułem przykładu warto przytoczyć w tym miejscu rozporządzenie Ministra Finansów z 28.09.2012 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. 2012, poz. 1078.

²⁹ Ustawa Kodeks cywilny z dnia 23.04.1964 r., Dz. U. 1964, nr 16, poz. 93 ze zm.

³⁰ Zob. dane zamieszczone na stronie Prokuraturii Generalnej.

³¹ Podobnie zresztą jak w innych państwach członkowskich UE, szerzej L. C. Backer, *MiFID and power in the regulation of EU financial markets*, „Yearbook of European Law” 2008 (2009), vol. 27, s. 349; G. Gobbo, *MIFID's systematic internalisation: the efficiency debate and the future of the European financial markets*, „European Business Law Review” 2009, vol. 20, no 1, s. 63 i n.

wzmocnioną ochronę dla klientów, zwłaszcza detalicznych, z drugiej natomiast pozwala również na usamodzielnienie się klientów przez możliwość zmiany klasyfikacji klienta w oparciu o precyzyjnie określoną procedurę³². Podobny sposób regulacji daje się również wyróżnić w odniesieniu do unormowania statusu prawnego firm inwestycyjnych, które realizuje założenie usamodzielnienia również firm inwestycyjnych.

Z jednej strony bowiem firmy inwestycyjne uzyskały dość znaczną samodzielność w zakresie realizacji obowiązków nałożonych regulacją MiFID (regulacje w zakresie kontroli wewnętrznej i audytu, określanie treści testów klienta, testów adekwatności), z drugiej natomiast nałożono na nie szereg obowiązków informacyjnych, realizowanych na rzecz klientów i KNF. Dyrektywa stworzyła wspólne ramy prawne dla europejskiego rynku kapitałowego. Do cennych osiągnięć MiFID-u należą: rozszerzenie zasady jednolitego paszportu, a po drugie, znaczne rozbudowanie przepisów o ochronie praw inwestorów, w tym w szczególności wzmiankowana już powyżej klasyfikacja klienta ze względu na posiadaną wiedzę oraz doświadczenie inwestycyjne.

Do zespołu postanowień statuujących wzmocnioną ochronę klienta należą zwłaszcza postanowienia art. 19 dyrektywy MiFID I. Przewidziano w nich, że państwa członkowskie wymagają, aby przy świadczeniu na rzecz klientów usług inwestycyjnych i/lub, w miarę potrzeb, usług dodatkowych, przedsiębiorstwo inwestycyjne działało uczciwie, sprawiedliwie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klientów. Z kolei publikacje handlowe należy w sposób niebudzący wątpliwości oznaczyć jako publikacje handlowe. Wszelkie informacje, w tym publikacje handlowe, kierowane przez przedsiębiorstwo inwestycyjne do klientów lub potencjalnych klientów powinny być rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd. Tytułem przykładu do obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych kierowanych do klienta lub potencjalnego klienta należą, zgodnie z art. 19 ust. 3 dyrektywy MiFID I, wiadomości dotyczące: przedsiębiorstwa inwestycyjnego oraz usług przez nie świadczonych, instrumentów finansowych oraz proponowanych strategii inwestycyjnych; powinny one obejmować stosowne wytyczne oraz ostrzeżenia o ryzyku związanym z inwestycjami w takie instrumenty lub odnoszącym się do poszczególnych strategii inwestycyjnych, podmiotów realizujących zlecenia, oraz kosztów i odnośnych opłat, skonstruowanych w taki sposób, aby klienci lub potencjalni klienci mogli zrozumieć charakter oraz ryzyko związane z usługą inwestycyjną oraz określonym rodzajem oferowanego instrumentu finansowego, a co za tym idzie, mogli podjąć świadome decyzje inwestycyjne. Informacje te należy przekazywać w ujednoliconym formacie.

³² Na temat pozycji klienta w świetle regulacji MiFID zob. zwłaszcza E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona konsumenta na rynku usług finansowych w prawie europejskim na przykładzie najnowszych dyrektyw unijnych*, [w:] H. Litwińczuk (red.), *Prawo europejskie – 5 lat doświadczeń w polskim prawie finansowym*, Warszawa 2011, s. 288–306; też w niniejszym tomie: *Obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych świadczących usługi w ramach działalności maklerskiej wobec klientów detalicznych*, s. 75–106.

Istotne jest również to, że świadcząc usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania pakietem akcji, przedsiębiorstwo inwestycyjne obowiązane jest uzyskać niezbędne informacje dotyczące wiedzy i doświadczenia klientów lub potencjalnych klientów w dziedzinie inwestycji odpowiedniej do określonego rodzaju produktu czy usługi, jego sytuacji finansowej oraz celów inwestycyjnych, tak, aby przedsiębiorstwo mogło polecić klientowi lub potencjalnemu klientowi odpowiednie dla niego usługi inwestycyjne i instrumenty finansowe (art. 19 ust. 4 dyrektywy MiFID I). Przedsiębiorstwa inwestycyjne świadczące usługi inwestycyjne, inne niż powyżej określone, mają obowiązek zwrócić się do klienta lub potencjalnego klienta z prośbą o przekazanie informacji dotyczących jego wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji, odpowiedniej do określonego rodzaju oferowanego lub wymaganego produktu lub usługi, tak, aby przedsiębiorstwo inwestycyjne mogło dokonać oceny, czy przewidziana usługa inwestycyjna lub produkt są odpowiednie dla klienta. Jeśli natomiast firma inwestycyjna uważa, że produkt lub usługa nie są odpowiednie dla klienta lub potencjalnego klienta, wówczas ostrzega o powyższym klientowi lub potencjalnemu klientowi.

W sytuacji, w której klient lub potencjalny klient podejmuje decyzje o nieprzekazywaniu informacji istotnych z punktu widzenia zaklasyfikowania klienta, lub jeżeli przedstawia niewystarczające informacje dotyczące jego wiedzy i doświadczenia, firma inwestycyjna ostrzega klienta lub potencjalnego klienta, że taka decyzja uniemożliwia przedsiębiorstwu ustalenie, czy przewidziana usługa lub produkt są dla niego odpowiednie. Ostrzeżenie to firma inwestycyjna ma obowiązek przekazać w ujednoliconym formacie (art. 19 ust. 5 dyrektywy MiFID I).

Do zespołu przepisów określających wzmocnioną ochronę klienta należą również postanowienia związane ze wspomnianą już zasadą *best execution*. Zgodnie z art. 21 dyrektywy MiFID I, firmy inwestycyjne są obowiązane podejmować wszelkie właściwe kroki w celu uzyskania, podczas realizacji zleceń, możliwie najlepszych dla klienta wyników, uwzględniając cenę, koszty, bezwłoczność, prawdopodobieństwo realizacji oraz rozliczenie, wielkość, charakter lub wszelkiego rodzaju inne aspekty dotyczące realizacji zlecenia. W każdym jednak przypadku, gdy klient przekazuje specjalne wskazania, przedsiębiorstwo inwestycyjne realizuje zlecenie według tych specjalnych wskazań. Ważny jest również wymóg nakładający na firmy inwestycyjne obowiązek uzyskania uprzedniej zgody klientów na proponowaną politykę realizacji zlecenia (art. 21 ust. 3 tiret drugie dyrektywy MiFID I).

Do wymogów zwiększających bezpieczeństwo klienta usług inwestycyjnych zaliczyć należy również postanowienia odnoszące się do warunków, jakie muszą spełniać informacje, aby można je było uznać za rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd. Zgodnie z art. 27 dyrektywy MiFID II, informacje te powinny w szczególności po pierwsze, obejmować nazwę firmy inwestycyjnej; po drugie, winny być dokładne, a przede wszystkim nie podkreślać żadnych potencjalnych korzyści płynących z usługi

inwestycyjnej lub instrumentu finansowego, o ile jednocześnie w sposób uczciwy i wyraźny nie wskazują wszelkich zagrożeń, jakie się z tym wiążą; po trzecie, wymaga się ich przedstawienia w sposób, który jest odpowiedni i zrozumiały dla przeciętnego przedstawiciela grupy, do której są skierowane lub do której mogą dotrzeć; po czwarte, informacje o wynikach muszą być właściwe i obejmować okres ostatnich 5 lat lub cały okres, w którym oferowano dany instrument finansowy, ustalano dany indeks lub świadczone daną usługę, o ile jest to okres krótszy niż 5 lat lub też okres dłuższy, wybrany według uznania przedsiębiorstwa inwestycyjnego; oraz po piąte, należy jasno określić okres referencyjny i źródło informacji.

Ponadto, dzięki wdrożeniu regulacji MiFID stworzono warunki usprawniające konkurencyjność na rynku obrotu instrumentów finansowych³³. Objęcie nadzorem usług doradztwa inwestycyjnego oraz przechowywanie danych dotyczących zawieranych transakcji przez okres przynajmniej 5 lat zwiększyło transparentność działania firm inwestycyjnych.

Spośród regulacji implementowanych do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi na uwagę zasługuje również instytucja outsourcingu³⁴, która w polskim prawie rynku finansowego posiada także unormowanie w prawie bankowym³⁵. Warto zauważyć, że początkowo zestawienie i porównanie outsourcingu istotnego (wymagającego uzyskania zezwolenia KNF i nieistotnego (niewymagającego zezwolenia) w prawie giełdowym i w prawie bankowym powodowało problemy interpretacyjne³⁶.

Z kolei do zespołu postanowień MiFID statuujących prawa firm inwestycyjnych należą w szczególności unormowania dotyczące po pierwsze, swobody świadczenia usług inwestycyjnych i prowadzenia działalności inwestycyjnej (art. 31 MiFID I); po drugie, dostępu do rynków regulowanych (art. 33 MiFID I) oraz po trzecie, dostępu do centralnego kontrahenta, udogodnień rozrachunkowych i rozliczeniowych, a także prawo do wyznaczania systemu rozliczeniowego (art. 34 MiFID I).

6. Skutki braku implementacji i skutki niestosowania rozwiązań MiFID przez firmy inwestycyjne po upływie terminu implementacji

Jak już powyżej wspomniano, zagadnienie skutków braku implementacji regulacji MiFID należy rozpatrywać na kilku różnych płaszczyznach prawnych. Po pierwsze, chodzi tutaj o skutki braku implementacji wywołane zaniechaniem legislacyjnym organów władzy państwa. Obok odpowiedzialności państwa za niedokonanie implementacji

³³ T. Nieborak, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 264.

³⁴ Na ten temat zob. zwłaszcza T. Czech, E. Szlachetka, *Outsourcing działalności firm inwestycyjnych według MIFID (cz. II)*, „Prawo Bankowe” 2008, nr 3, s. 31.

³⁵ Art. 6a–6d ustawy z dnia 29.08.1997 r. Prawo bankowe (Tj. Dz. U. 2012 nr 0, poz. 1378) oraz art. 81a–81g ustawy z dnia 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2010, nr 211, poz. 1384 ze zm.).

³⁶ Zob. również A. Chirico, *Outsourcing in the financial services industry*, „European Business Law Review” 2010, vol. 21, no 1, s. 89 i n.

w płaszczyźnie wewnętrznej – krajowej, w przypadku regulacji MiFID realizowana była również odpowiedzialność państwa w wymiarze ponadkrajowym – europejskim.

Po drugie, wskazać tutaj trzeba również na brak akcentowanej powyżej implementacji faktycznej przez niektóre firmy inwestycyjne. Do trzeciej grupy zagadnień przyporządkować należy konsekwencje związane z niespełnieniem założeń regulacji MiFID przez firmy inwestycyjne w odniesieniu do klientów, co nie dotyczy już wyłącznie nie-terminowej implementacji, a może być związane z niedochowaniem implementowanych do ustawy o obrocie instrumentów finansowych obowiązków firm inwestycyjnych względem swoich klientów.

Jeśli chodzi o odpowiedzialność państwa za opóźnienia czy brak wdrożenia rozwiązań unormowanych w dyrektywie, to z punktu widzenia prawa krajowego, wewnętrznego stosowaniu podlega art. 417 § 4 k.c. W postanowieniu tym uregulowano instytucję zaniechania legislacyjnego. W sytuacji, w której w związku z brakiem ustawy implementującej wystąpi szkoda w sferze interesów jednostki, a między działaniem lub zaniechaniem organów władzy a wystąpieniem szkody można wykazać związek przyczynowy, to wówczas istnieje możliwość podniesienia roszczenia odszkodowawczego. W odniesieniu do problemu implementacji dyrektywy MiFID klienci firm inwestycyjnych mogli podnosić takie właśnie roszczenia odszkodowawcze³⁷.

Jeśli chodzi natomiast o odpowiedzialność państwa za zaniechanie implementacyjne w płaszczyźnie prawa europejskiego, to w odniesieniu do dyrektywy MiFID, mimo że co do zasady w sytuacji takiej grozi nałożenie na państwo przez KE sankcji finansowej, kara taka w analizowanej sytuacji nie została nałożona. Sprawa zaniechania legislacyjnego w odniesieniu do regulacji MiFID stanowiła przedmiot rozpoznania TSUE, jednak w związku z tym, że niedługo po wyroku Sądu dokonano pełnej implementacji regulacji MiFID, nie podejmowano w UE dalszych kroków prawnych.

W odniesieniu do sformułowanego powyżej problemu odnoszącego się do dokonania przez firmy inwestycyjne implementacji faktycznej regulacji MiFID w sytuacji braku implementacji formalnej, to zważyć należy, że obowiązek implementacji ciąży wyłącznie na państwach członkowskich. Firmy inwestycyjne nie miały w omawianej sytuacji obowiązku realizacji postanowień dyrektyw MiFID-owskich³⁸. Powstaje zatem pytanie, dlaczego, jak odczytać można z dokumentów KNF, dość znaczna liczba firm inwestycyjnych dokonała implementacji faktycznej regulacji MiFID (zresztą w oparciu o postulat KNF³⁹). Chodziło tu, jak się wydaje, o względy związane z ostrożnością procesową, a głównie o chęć uniknięcia przez firmy inwestycyjne zarzutów z art. 355§2 k.c., w ramach którego

³⁷ Zob. strony Prokuraturii Generalnej.

³⁸ Zob. opinia prawa A. Chłopecki, J. Jastrzębski, *Opinia prawna z 8 października 2007 r. dotycząca analizy stanu prawnego pod kątem działalności oraz praw i obowiązków domów maklerskich po dniu 1 listopada 2007 r. w sytuacji niedostosowania przepisów prawa polskiego do przepisów dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (tzw. MIFID) 2004/39/WE i 2006/73/WE i aktów wykonawczych do niej, op. cit.*

³⁹ Cyt. powyżej pismo KNF z dnia 7.01.2008 r. *Zasady postępowania Urzędu KNF stosowane po 1 listopada 2007 r. w sytuacji braku implementacji Dyrektyw MIFID I i MIFID II, op. cit.*

od profesjonalnych przedsiębiorców wymaga się dołożenia należytej staranności. Ponadto warto również w tym miejscu wspomnieć o obowiązku wykładni i stosowania prawa polskiego w zgodzie z prawem UE, a w tym przypadku z dyrektywami MiFID, mimo braku ich wdrożenia, gdyż zgodnie z warunkami akcesji Polska zobowiązała się stosować prawo UE na zasadach wynikających z tego prawa⁴⁰.

Problemem rodzajowo odrębnym od powyższych jest zagadnienie konsekwencji prawnych związanych z niespełnieniem założeń regulacji MiFID przez firmy inwestycyjne w odniesieniu do klientów. W tym przypadku rozważano zarówno podnoszenie roszczeń odszkodowawczych w drodze procesu przed sądem cywilnym, jak i przed sądem antymonopolowym oraz przez sądem polubownym KNF⁴¹.

Warto również podkreślić, że zgodnie z art. 10 MiFID II, przedsiębiorstwa inwestycyjne obowiązane są ustanowić, wprowadzić i utrzymywać skuteczne i przejrzyste procedury racjonalnego i szybkiego rozpatrywania skarg wpływających od istniejących lub potencjalnych klientów detalicznych, a także prowadzić rejestr wszystkich takich skarg oraz środków podjętych w celu ich rozpatrzenia. Ponadto, na podstawie art. 52 ust. 1 MiFID I, gdzie uregulowano ochronę praw inwestorów, unormowano, że każda decyzja podjęta na podstawie przepisów ustawowych, wykonawczych lub administracyjnych, przyjętych zgodnie z MiFID I, jest właściwie umocowana i podlega prawu do odwoływania się do sądów. Warto zauważyć, że państwa członkowskie miały zapewnić, aby określone podmioty mogły w interesie konsumentów oraz zgodnie z prawem krajowym, wносить skargi do TSUE lub do właściwych organów administracyjnych (art. 52 ust. 2 MiFID I). W dyrektywie MiFID I przewidziano również możliwość powołania pozasądowego mechanizmu rozpatrywania skarg inwestorów. Zgodnie z art. 53 ust. 1 MiFID I, wprowadzono możliwość powołania w państwach członkowskich skutecznych i wydajnych procedur pozasądowego rozstrzygania skarg i procedur odwoławczych dla pozasądowego rozstrzygania skarg konsumentów dotyczących świadczenia przez przedsiębiorstwa inwestycyjne usług inwestycyjnych i dodatkowych. Na gruncie powyższych analiz warto wspomnieć, że Sąd Polubowny przy KNF zgłoszono do bazy alternatywnych systemów pozasądowego rozstrzygania sporów konsumenckich ADR, funkcjonującej przy Komisji Europejskiej oraz systemu FIN-NET (sieć łącząca instytucje służące

⁴⁰ Zob. art. 2–6 *Aktu dotyczącego warunków przystąpienia Republiki Czeskiej, Republiki Estońskiej, Republiki Cypryjskiej, Republiki Łotewskiej, Republiki Litewskiej, Republiki Węgierskiej, Republiki Malty, Rzeczypospolitej Polskiej, Republiki Słowenii i Republiki Słowackiej oraz dostosowań w Traktatach stanowiących podstawę Unii Europejskiej* stanowiącego integralną część Traktatu akcesyjnego i zawierającego szczegółowe warunki akcesji, (Dz. U. z 2004 r., nr 90, poz. 864).

⁴¹ Na temat ochrony konsumenta w prawie rynku finansowego, zob. E. Rutkowska-Tomaszewska, *Nieuczciwe praktyki na rynku bankowych usług konsumenckich*, Warszawa 2011, *passim*, teź: *Naruszenie obowiązków informacyjnych banków w prawie umów konsumenckich*, Warszawa 2009, s. 133–142; K. Semczuk, *Zasada najlepszej realizacji zlecenia rynku pozagieldowych instrumentów finansowych po wejściu w życie MIFID*, „Prawo Bankowe” 2008, nr 2, s. 80–93 oraz teź: *Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych*, „Prawo Bankowe” 2007, nr 9, s. 104 i n.

pomocą w rozwiązywaniu sporów ponadgranicznych pomiędzy konsumentem a przedsiębiorcą w zakresie usług finansowych w ramach Europejskiego Centrum Konsumentckiego). Baza danych obejmująca systemy notyfikowane przez państwa członkowskie wykorzystywana jest zwłaszcza w sporach transgranicznych. Na gruncie problematyki analizowanej w opracowaniu warto podkreślić, że w lutym 2009 r. nastąpiło rozszerzenie funkcjonalności Sądu Polubownego, głównie ze względu na niestabilną sytuację na rynku finansowym, a zwłaszcza problemy przedsiębiorców z regulowaniem zobowiązań wynikających z opcji walutowych. Komisja Nadzoru Finansowego przyjęła uchwałę o rozszerzeniu funkcjonalności Sądu Polubownego przy KNF o możliwość przeprowadzenia przed Sądem samego postępowania mediacyjnego. Zgodnie ze zmianami dokonanymi w Regulaminie Sądu Polubownego strony sporu mogą wyrazić zgodę wyłącznie na postępowanie mediacyjne, a w przypadku, gdy mediacja nie powiedzie się dla rozstrzygnięcia sporu przez Sąd Polubowny wymagana jest odrębna zgoda stron. Stosownie do tej zmiany rozszerzono także listę mediatorów o osoby posiadające odpowiednie kwalifikacje i doświadczenie niezbędne do pełnienia funkcji mediatora⁴².

7. Uwagi końcowe

Wdrożenie regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego pozwala na tworzenie wzorców rzetelnej i profesjonalnej firmy inwestycyjnej oraz wzorca ochrony klienta firmy inwestycyjnej. Warto raz jeszcze podkreślić, że wymuszenie respektowania zwłaszcza drugiego wzorca normatywnego w obliczu problemów związanych z implementacją MiFID-u w Polsce miało miejsce w działaniach faktycznych i prawnych niektórych firm inwestycyjnych. Jak należy przypuszczać, to względy ostrożności procesowej spowodowały, że niektóre firmy inwestycyjne stosowały się do pisma KNF z 2007 r. i dostosowały swoje regulaminy świadczenia usług i umowy z klientami do wymogów wprowadzonych regulacją MiFID.

Jeśli w przyszłości wystąpiłaby podobna sytuacja zaniedbań implementacyjnych, to można wskazać, że specyfika regulacji prawa rynku finansowego, związana z jego aspektem prywatnoprawnym, sprawia, że implementacja – w razie niedotrzymania terminów implementacyjnych – mogłaby zostać ponownie dokonana przez zmiany regulaminów świadczenia usług i postanowień umownych z klientami. Z kolei w sferze publiczno-prawnej ze względu na wprowadzenie Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego można będzie rozważać działania nadzorcze Europejskiego Organu Nadzoru nad Giełdą

⁴² W postępowaniu mediacyjnym mogą być rozwiązywane spory pomiędzy uczestnikami rynku finansowego, w szczególności pomiędzy podmiotami podlegającymi nadzorowi KNF, czyli bankami, zakładami ubezpieczeń, towarzystwami funduszy inwestycyjnych, domami maklerskimi, funduszami emerytalnymi, a odbiorcami ich usług. Mediacja dotyczy spraw, których wartość przedmiotu sporu, co do zasady, przekracza 500 zł oraz o prawa niemajątkowe. W uzasadnionych przypadkach, jeżeli powodem jest konsument, możliwe jest przeprowadzenie mediacji w sprawie, w której wartość przedmiotu sporu jest niższa niż 500 zł.

i Papierami Wartościowymi (ESMA), które zgodnie z wdrożoną regulacją od 1 stycznia 2011 r. mogą być adresowane zarówno do krajowych nadzorców, jak i w szczególnych przypadkach do firm inwestycyjnych⁴³. Zmiany w regulacjach prawa UE powodują, że niezwykle aktualne staje się pytanie o zakres i granice ingerencji nadzorczej ESMA na rynku kapitałowym i wpływu aktywności ESMA i prawodawcy unijnego na regulacje prywatnoprawne. Uprawnienia ESMA nabierają szczególnego znaczenia w obliczu możliwości stosowania w pewnych przypadkach decyzji nadzorczych oraz zwłaszcza udziału w procesie tworzenia projektów standardów technicznych (tzw. Binding Technical Standards – BTS), które przybierają formę rozporządzeń lub decyzji i są bezpośrednio skuteczne i stosowalne dla podmiotów nadzorowanych – w tym przypadku uczestników rynku usług inwestycyjnych⁴⁴. Może się zatem w przyszłości zdarzyć, że ewentualne opóźnienia implementacyjne (w zakresie wdrożenia projektowanych na razie nowej dyrektywy MiFID i rozporządzenia MIFIR) skutkować będą w ten sposób, że firmy inwestycyjne będą obowiązane stosować BTS nawet w sytuacji braku transpozycji nowej regulacji, co może spowodować wiele problemów interpretacyjnych i spore zamieszanie w analizowanym segmencie rynku finansowego. Standardy techniczne jako akty przyjmowane przez Komisję Europejską, staną się szczególnie szybkim i elastycznym instrumentem oddziaływania na uczestników rynku finansowego.

Na gruncie zagadnień analizowanych w ramach niniejszej publikacji można sformułować uwagi i postulaty dotyczące szczególnego charakteru implementacji aktów prawa UE dotyczących prawa rynku finansowego w UE. Uwagi te mają również znaczenie w procesie stosowania tego prawa. Po pierwsze, wskazać można na takie przyszłe zorganizowanie krajowego procesu prawodawczego, które uwzględnić będzie zasadę internacjonalizacji. Zasada ta polega na liberalizacji zasad przepływu kapitału i wzrastającej

⁴³ Na temat ESNF szeroko zob. M. Lehmann, C. Manger-Nestler, *Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht*, „Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” 2010, nr 3, s. 87 i n.; M. Lamandini, *When More is Needed: The European Financial Supervisory Reform and Its Legal Basis*, „European Company Law” 2009, vol. 6, no 5, s. 197; J. H. Binder, *Verbesserte Krisenprävention durch paneuropäische Aufsicht?: zur neuen Aufsichtsinfrastruktur auf EU – Ebene*, „Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht” 2011, Jahrg. 8, nr 1, s. 34–40; Fedorowicz M., *Współpraca między Europejskimi Urzędami Nadzoru Finansowego a Komisją Nadzoru Finansowego w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym w UE* [w:] *Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska (red. naukowa), „Studia finansowoprawne” nr 1 [Wydawnictwo Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa Wrocław], Wrocław 2011; A. M. Jurkowska-Zeidler, *Nowe europejskie ramy ochrony stabilności wewnętrznego rynku finansowego* [w:] *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, (red.) A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, wyd. I, Warszawa 2010; Zalcewicz A., *Zmiany struktury instytucjonalnej i koncepcji nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym UE* [w:] *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, (red.) A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, wyd. I, Warszawa 2010; Stanisławiszyn P., *Perspektywy zmian europejskich regulacji w zakresie nadzoru finansowego w 2011 r.* [w:] *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, (red. naukowa) J. Szambelańczyk, Warszawa 2011.

⁴⁴ Zob. także N. Moloney, *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making*, „European Business Organization Law Review” 2011, vol. 12, no 1, s. 41–86; N. Moloney, *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Action*, „European Business Organization Law Review” 2011, vol. 12, no 2, s. 177–225.

konkurencji instytucji pośredniczących w obrocie finansowym. Po drugie, wskazać można na dążenie do modyfikacji struktury oszczędzania, co w konsekwencji determinować powinno rozwój nowych rynków oraz stwarzać szanse na pojawienie się zróżnicowanych instrumentów finansowych w ofercie rynkowej. Naczelną zasadą, z którą pozostałe winny być zgodne, jest jednak zasada ochrony klienta statuowana przez zespół regulacji MiFID i która powinna być rozwijana i wzmocniana przez przyszłe akty prawa UE. Stała się ona podstawowym celem prawodawcy europejskiego i doprowadziła – jak można wskazać – do stworzenia wzorca oraz standardu bezpiecznego klienta podejmującego aktywności na rynku finansowym, i to nie tylko w odniesieniu do klienta detalicznego, ale również w odniesieniu do pozostałych kategorii klientów. Ponadto wyróżnić również trzeba zasadę ochrony interesów w toku, która nabiera szczególnego znaczenia w razie ewentualnych, przyszłych zaniedbań implementacyjnych. Na uwagę zasługuje również zasada bezpieczeństwa rynku finansowego i zasada transparentności działań firm inwestycyjnych, które to zasady dopełniają kanon postanowień normatywnych, pozwalających na precyzyjne określenie praw i obowiązków klientów oraz obowiązków i uprawnień firm inwestycyjnych.

Podsumowując, stwierdzić należy, że implementacja regulacji MiFID do polskiego systemu prawa rynku finansowego pozwoliła na ukształtowanie wzorca działania transparentnej firmy inwestycyjnej, zgodnie z zasadą najlepszego zlecenia i wzorca klienta, świadomego ryzyka i swoich uprawnień na rynku finansowym, co więcej, wzorzec ten jest wspólny i ujednolicony w skali całej UE. Oznacza to, że do rangi zasady urasta dążenie do unifikacji i zapewnienia przejrzystości regulacji dotyczących ochrony klienta na rynku finansowym UE. Obecnym celem działania firm inwestycyjnych powinno stać się jak najbardziej efektywne realizowanie wskazanych wzorców w praktyce rynkowej i przygotowywanie się do wprowadzania zmian wynikających z projektowanej regulacji MiFID III, której rozwiązania stworzą konieczność zwiększenia przejrzystości słabiej uregulowanych rynków instrumentów pochodnych i zwłaszcza nadzoru nad tymi rynkami, co przyczyni się do zwiększenia ochrony inwestorów, jednak kosztem samodzielności nadzorczej krajowych organów nadzoru nad rynkiem finansowym. Absolutną nowością na rynku usług inwestycyjnych na gruncie projektowanej regulacji MiFID III, w określonych okolicznościach, stanie się możliwość zakazania przez unijnego nadzorcę ESMA określonych produktów, usług lub praktyk w przypadku, gdy będą one stwarzały zagrożenie dla ochrony inwestora, stabilności finansowej lub prawidłowego funkcjonowania rynków.

W projektowanych regulacjach przewidziano także zwiększenie nadzoru nad rynkami pochodnych instrumentów towarowych. Wdrażanie projektowanych regulacji MiFID do polskiego prawa, zgodnie z przyjętym na wstępie założeniem, będzie odbywało się nie tylko w drodze formalnie rozumianej implementacji *sensu stricto* przez dokonanie zmian w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, ale również, za pomocą ujednolicających BTS oraz wytycznych i zaleceń, które są już obecne na gruncie obowiązującej regulacji

MiFID i będą nadal współtworzone i wydawane przez ESMA. Tym samym transponowanie norm prawa UE dotyczących sektora usług inwestycyjnych, podobnie jak i pozostałych segmentów rynku finansowego UE, dokonywać się będzie w znacznym stopniu za pomocą przybliżonych, niestosowanych dotychczas na taką skalę instrumentów: wiążących BTS oraz niewiążących wytycznych i zaleceń unijnego nadzorca.

Materialia źródłowe

Literatura:

- Backer L. C., *MiFID and power in the regulation of EU financial markets*, „Yearbook of European Law” 2008 (2009), vol. 27.
- Binder J. H., *Verbesserte Krisenprävention durch paneuropäische Aufsicht?: zur neuen Aufsichtsinfrastruktur auf EU-Ebene*, „Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht” 2011, Jahrg. 8, N. 1.
- Chirico A., *Outsourcing in the financial services industry*, „European Business Law Review” 2010, vol. 21, no 1.
- Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe – zagadnienia prawne*, Warszawa 2001.
- Chłopecki A., Jastrzębski J., *Opinia prawna z 8 października 2007 r. dotycząca analizy stanu prawnego pod kątem działalności oraz praw i obowiązków domów maklerskich po dniu 1 listopada 2007 r. w sytuacji niedostosowania przepisów prawa polskiego do przepisów dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (tzw. MIFID) 2004/39/WE i 2006/73/WE i aktów wykonawczych do niej*. Opinia dostępna na www.idm.com.pl/download/mifid/MiFID-Opinia_v3.doc.
- Czech T., Szlachetka E., *Outsourcing działalności firm inwestycyjnych według MIFID (cz. II)*, „Prawo Bankowe” 2008, nr 3.
- Fedorowicz M., *Współpraca między Europejskimi Urzędami Nadzoru Finansowego a Komisją Nadzoru Finansowego w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym w UE [w:] Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska (red. naukowa), „Studia Finansowopravne” nr 1 [Wydawnictwo Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa Wrocław] Wrocław 2011.
- Fedorowicz M., *Wpływ akcesji do Unii Europejskiej na organizację i funkcjonowanie władzy ustawodawczej w Polsce*, 2005, (maszynopis).
- Gobbo G., *MIFID's systematic internalisation: the efficiency debate and the future of the European financial markets*, „European Business Law Review” 2009, vol. 20, no 1.
- Jurkowska-Zeidler A. M., *Nowe europejskie ramy ochrony stabilności wewnętrznego rynku finansowego [w:] System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, (red.), A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, wyd. I, Warszawa 2010.
- Kosikowski C., *Prawo Unii Europejskiej w systemie polskiego prawa finansowego*, Białystok 2010.
- Lamandini M., *When More is Needed: The European Financial Supervisory Reform and Its Legal Basis*, „European Company Law” 2009, vol. 6, no 5.
- Lehmann M., Manger-Nestler C., *Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht*, „Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” 2010, nr 3.
- Moloney N., *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making*, „European Business Organization Law Review” 2011, vol. 12, no 1.
- Moloney N., *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Action*, „European Business Organization Law Review” 2011, vol. 12, no 2.
- Nieborak T., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008.
- Nieborak T., *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004.

- Pismo KNF z dnia 7.1.2008 r. *Zasady postępowania Urzędu KNF stosowane po 1 listopada 2007 r. w sytuacji braku implementacji Dyrektyw MIFID I i MIFID II.*
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Naruszenie obowiązków informacyjnych banków w prawie umów konsumenckich*, Warszawa 2009.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Nieuczciwe praktyki na rynku bankowych usług konsumenckich*, Warszawa 2011.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Ochrona konsumenta na rynku usług finansowych w prawie europejskim na przykładzie najnowszych dyrektyw unijnych* [w:] H. Litwińczuk (red.), *Prawo europejskie – 5 lat doświadczeń w polskim prawie finansowym*, Warszawa 2011.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych świadczących usługi w ramach działalności maklerskiej wobec klientów detalicznych* [w:] E. Rutkowska-Tomaszewska (red.), *Dyrektywa MIFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego*, Wrocław 2013.
- Sabała I., *Działania nadzoru finansowego w warunkach pokryzysowych*, Departament Analiz Rynkowych UKNF, Warszawa 2011.
- Semczuk K., *Zasada najlepszej realizacji zlecenia rynku pozagieldowych instrumentów finansowych po wejściu w życie MIFID*, „Prawo Bankowe” 2008, nr 2.
- Siwik R., *Zaniechanie implementacji dyrektywy MIFID*, „Prawo Europejskie w Praktyce” 2009, nr 4.
- Stanisławiszyn P., *Perspektywy zmian europejskich regulacji w zakresie nadzoru finansowego w 2011 r.* [w:] *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, (red.) naukowa J. Szambelańczyk, Warszawa 2011.
- Zalcewicz A., *Zmiany struktury instytucjonalnej i koncepcji nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym UE* [w:] *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, (red.) A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, wyd. I, Warszawa 2010.
- Zarajczyk I., *Nieterminowe wdrożenia dyrektywy MIFID*, „Prawo Europejskie w Praktyce” 2011, nr 1.

