

CYWILNOPRAWNA OCHRONA INWESTORÓW KORZYSTAJĄCYCH Z USŁUG MAKLERSKICH NA RYNKU KAPITAŁOWYM

redakcja naukowa Tomasz Sójka

Katarzyna Klafkowska-Waśniowska, Maciej Mataczyński
Rafał Sikorski, Tomasz Sójka

MONOGRAFIE

CYWILNOPRAWNA OCHRONA INWESTORÓW KORZYSTAJĄCYCH Z USŁUG MAKLERSKICH NA RYNKU KAPITAŁOWYM

redakcja naukowa Tomasz Sójka

Katarzyna Klafkowska-Waśniowska, Maciej Mataczyński

Rafał Sikorski, Tomasz Sójka

MONOGRAFIE

Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2013/09/B/H55/00289

Stan prawny na 1 sierpnia 2016 r.

Recenzent

Prof. dr hab. Jacek Napierała

Wydawca

Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący

Joanna Maź

Opracowanie redakcyjne

Anna Januchta

Łamanie

Wolters Kluwer

Wykaz autorstwa poszczególnych rozdziałów:

Katarzyna Kłafkowska-Waśniowska: rozdział II

Maciej Mataczyński: rozdział X

Rafał Sikorski: rozdział XI

Tomasz Sójka: rozdziały I, III–IX

Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.

prawolubni

SZANUJMY PRAWO I WŁASNOŚĆ
Więcej na www.legalnakultura.pl
POLSKA IZBA KSIĄŻKI

© Copyright by

Wolters Kluwer SA, 2016

ISBN 978-83-264-9087-3

ISSN 1897-4392

Dział Praw Autorskich

01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33

tel. 22 535 82 19

e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

Wykaz skrótów / 13

Wstęp / 19

Rozdział I

Ogólna charakterystyka umów dotyczących świadczenia usług maklerskich / 27

1. Wprowadzenie – pojęcie usług maklerskich / 27
2. Ekonomiczna specyfika usług maklerskich / 29
3. Świadczenie usług maklerskich według dyrektywy MiFID I / 32
 - 3.1. Wprowadzenie / 32
 - 3.2. Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych (MiFID) / 32
 - 3.3. Regulacje MiFID dotyczące świadczenia usług inwestycyjnych / 34
 - 3.4. Zasadniczo publicznoprawny charakter norm implementujących MiFID / 37
 - 3.5. Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków wynikających z dyrektywy MiFID I / 43
4. Ważność umownego wyłączenia obowiązków wynikających z dyrektywy MiFID I / 44
5. Wpływ naruszenia obowiązków wynikających z dyrektywy MiFID I na ważność umów o świadczenie usług inwestycyjnych / 45

Rozdział II

Wpływ dyrektywy MiFID I na regulacje prywatnoprawne w państwach członkowskich / 49

1. Wprowadzenie / 49

2. Wpływ postanowień dyrektyw na prawo krajowe – zasady ogólne / 52
3. Harmonizacja minimalna i zupełna – konsekwencje / 56
4. Dyrektywa MiFID I a harmonizacja zupełna / 60
5. Zakres zastosowania dyrektyw / 65
6. Podsumowanie / 70

Rozdział III

Obowiązek lojalności usługodawcy: powierniczy charakter umów o świadczenie usług maklerskich / 74

1. Wprowadzenie / 74
2. Pojęcie powierniczych czynności prawnych / 75
3. Umowy o świadczenie usług maklerskich jako powiernicze czynności prawne / 81
4. Obowiązek poznania swojego klienta i świadczenia usługi odpowiedniej (adekwatnej) dla danego klienta / 83
 - 4.1. Wprowadzenie / 83
 - 4.2. Stan prawny w Stanach Zjednoczonych / 84
 - 4.3. Regulacje publicznoprawne / 85
 - 4.4. Odpowiedzialność odszkodowawcza za naruszenie unormowań publicznoprawnych / 88
 - 4.5. Kontraktowy obowiązek pozyskania wiedzy o swoim kliencie? / 90
5. Zakaz wykorzystywania uzyskanych od klienta informacji / 91
6. Ochrona majątku klienta powierzonego usługodawcy / 92

Rozdział IV

Przedkontraktowe obowiązki informacyjno-doradcze / 95

1. Wprowadzenie / 95
2. Publicznoprawne obowiązki informacyjne i odpowiedzialność za ich naruszenie / 99
 - 2.1. Wprowadzenie / 99
 - 2.2. Normy kształtujące ogólną komunikację firmy inwestycyjnej z klientami / 99
 - 2.3. Obowiązki informacyjne firmy inwestycyjnej / 101
 - 2.4. Odpowiedzialność cywilna za naruszenie obowiązków publicznoprawnych / 106

3. Uzupełniające podstawy odpowiedzialności za naruszenie przedkontraktowych obowiązków informacyjno-doradczych / **116**
 - 3.1. Uwagi wprowadzające / **116**
 - 3.2. Odpowiedzialność za brak należytej informacji w fazie przedkontraktowej jako *culpa in contrahendo* / **117**
 - 3.3. Obowiązki informacyjno-doradcze wynikające z konkludentnie zawartej umowy o doradztwo inwestycyjne / **122**
4. Obowiązki informacyjno-doradcze wynikające z bezumownego świadczenia doradztwa inwestycyjnego / **127**

Rozdział V

Świadczenie usług maklerskich w warunkach konfliktu interesów / 129

1. Pojęcie konfliktu interesów / **129**
2. Konflikt interesów w systemach prawnych *common law* / **130**
3. Konflikty interesów w ramach wielousługowych instytucji finansowych / **132**
4. Publicznoprawne unormowania dyrektywy MiFID I / **133**
5. Kontraktowy obowiązek unikania lub ujawniania konfliktu interesów / **138**
6. Sprzeczności interesów usługodawcy i usługobiorcy niestanowiące naruszenia obowiązku lojalności usługodawcy / **140**
7. Typowe konflikty interesów wynikające z własnej działalności usługodawcy / **143**
 - 7.1. Wprowadzenie / **143**
 - 7.2. Wykorzystywanie informacji o transakcjach klientów we własnym handlu (*front running*) / **144**
 - 7.3. Rekomendowanie klientom transakcji dotyczącej instrumentów finansowych we własnym interesie (*scalping*) / **145**
 - 7.4. Nadmierna częstotliwość transakcji (tzw. *churning*) / **149**
8. Konflikty interesów wynikające z obsługiwanie większej liczby klientów i świadczenia różnorodnych usług finansowych / **151**
9. Problematyka opłat (zachęt) udzielanych lub otrzymywanych od podmiotów trzecich w związku z usługą świadczoną na rzecz klienta / **153**
 - 9.1. Wprowadzenie / **153**

- 9.2. Europejskie i krajowe regulacje publicznoprawne / **155**
- 9.3. Wpływ publicznoprawnych regulacji na stosunki cywilnoprawne / **160**
 - 9.3.1. Obowiązek zwrotu świadczeń na rzecz klienta / **160**
 - 9.3.2. Ważność umów o niedozwolone świadczenia / **162**
 - 9.3.3. Problem roszczeń odszkodowawczych wobec firmy inwestycyjnej / **163**
 - 9.3.4. Swoboda kontraktowa w zakresie „zachęt” / **164**

Rozdział VI

Umowa o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych / 165

- 1. Funkcja / **165**
- 2. Definicja / **166**
- 3. Charakter umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych / **167**
- 4. Zlecenie klienta firmy inwestycyjnej / **171**
- 5. Zobowiązania stron umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych, forma i rozwiązywanie umowy / **175**
- 6. Obowiązek możliwie najlepszego dla klienta wykonania zlecenia (*best execution*) / **176**
 - 6.1. Uwagi wstępne / **176**
 - 6.2. Publicznoprawny obowiązek najkorzystniejszego wykonywania zleceń / **178**
 - 6.3. Kontraktowy obowiązek najkorzystniejszego wykonywania zleceń / **183**
 - 6.4. Transakcje bezpośrednie / **186**
 - 6.5. Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązku możliwie najkorzystniejszego wykonywania zleceń / **188**
 - 6.5.1 Naruszenie przepisów publicznoprawnych / **188**
 - 6.6. Naruszenie obowiązków kontraktowych / **190**
- 7. Rozstrzyganie konfliktów pomiędzy interesami różnych klientów / **191**
- 8. Dodatkowe zobowiązania firmy inwestycyjnej / **193**
 - 8.1. Prowadzenie rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych / **193**

- 8.2. Obowiązek wydania korzyści / 194
- 8.3. Obowiązki informacyjne firmy inwestycyjnej / 195
- 9. Inne przypadki naruszenia umowy o wykonywanie zleceń / 195

Rozdział VII

Umowa o przekazywanie zleceń / 197

- 1. Zagadnienia wstępne / 197
- 2. Obowiązki firmy przekazującego zlecenie / 199
- 3. Obowiązki firmy inwestycyjnej wykonującej przekazane jej zlecenie / 199

Rozdział VIII

Umowa o doradztwo inwestycyjne w obrocie instrumentami finansowymi / 202

- 1. Wprowadzenie / 202
- 2. Definicja i charakter prawny / 202
- 3. Forma umowy / 206
- 4. Pojęcie rekomendacji / 207
- 5. Spersonalizowany charakter rekomendacji / 208
- 6. Przedmiot rekomendacji / 211
- 7. Obowiązek pozyskania informacji o kliencie / 214
- 8. Problem protokolowania ustnych rekomendacji / 214
- 9. Doradztwo inwestycyjne a inne formy działalności doradczej / 216
- 10. Obowiązki informacyjne i wymogi dotyczące niezależnego doradztwa inwestycyjnego / 218
- 11. Odpowiedzialność za nienależyte wykonanie umowy / 221

Rozdział IX

Umowa o zarządzanie portfelem instrumentów finansowych / 226

- 1. Wprowadzenie / 226
- 2. Istota zarządzania portfelem instrumentów finansowych / 227
- 3. Charakter prawny umowy o zarządzanie instrumentami finansowymi / 228
- 4. Publicznoprawne regulacje zarządzania instrumentami finansowymi w dyrektywie MiFID I / 234
 - 4.1. Wprowadzenie / 234

- 4.2. Sposób oceny efektywności / 234
- 4.3. Obowiązki informacyjne / 235
- 4.4. Obowiązek poznania swojego klienta / 235
- 4.5. Informacje dotyczące wykonywania umowy / 236
- 4.6. Obowiązek działania na warunkach najkorzystniejszych dla klienta / 236
- 4.7. Zmiany wprowadzone przez dyrektywę MiFID II – reżim dotyczący tzw. zachęt / 239
- 5. Obowiązek zarządzania portfelem / 240
 - 5.1. Pojęcie / 240
 - 5.2. Ustalenie celów inwestycyjnych klienta / 241
 - 5.3. Ustalenie polityki zarządzania portfelem odpowiadającej celom klienta / 245
 - 5.4. Podejmowanie i wykonywanie decyzji inwestycyjnej / 250
 - 5.5. Monitorowanie adekwatności składu portfela i polityki zarządzania nim / 251
 - 5.6. Problem wykonywania prawa głosu z akcji znajdujących się w portfelu / 253
- 6. Odpowiedzialność cywilna zarządzającego / 253
 - 6.1. Wprowadzenie / 253
 - 6.2. Typowe przypadki naruszenia obowiązków przez zarządzającego / 254
 - 6.3. Szkoda i związek przyczynowy / 256
 - 6.4. Przyczynienie się poszkodowanego / 261
 - 6.5. Klauzule ograniczające odpowiedzialność zarządzającego / 262

Rozdział X

Kolizyjnoprawne aspekty dochodzenia przez inwestorów roszczeń w stosunku do podmiotów świadczących usługi maklerskie / 264

- 1. Zagadnienia wstępne / 264
- 2. Prawo właściwe dla zobowiązania umownego / 271
- 3. Prawo właściwe dla zobowiązania pozaumownego wynikającego z czynu niedozwolonego / 276
- 4. Odpowiedzialność przedkontraktowa / 280
- 5. Przepisy wymuszające swoje zastosowanie / 281
- 6. Zakończenie / 283

Rozdział XI

Rozstrzyganie sporów związanych ze świadczeniem usług inwestycyjnych na rzecz konsumentów przez sądy polubowne / 285

1. Wprowadzenie / **285**
2. Arbitraż z udziałem konsumentów. Uwagi ogólne / **287**
3. Dopuszczalność rozstrzygania sporów z konsumentami przez sądy arbitrażowe w wybranych systemach prawnych państw członkowskich Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych / **288**
 - 3.1. Stany Zjednoczone / **288**
 - 3.2. Prawo Unii Europejskiej / **289**
 - 3.2.1. Arbitraż konsumencki w świetle postanowień dyrektywy 2013/11/UE / **289**
 - 3.2.2. Klauzule arbitrażowe jako nieuczciwe klauzule umowne / **290**
 - 3.3. Wybrane ustawodawstwa państw członkowskich Unii Europejskiej / **295**
4. Arbitraż konsumencki w prawie polskim / **297**
5. Podsumowanie / **298**

Podsumowanie / **299**Bibliografia / **317**

Wykaz skrótów

Akty prawne

BGB	Bürgerliches Gesetzbuch, niemiecki kodeks cywilny
dyrektywa 93/13/EWG	dyrektywa Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich (Dz. Urz. UE L 95 z 21.04.1993, s. 29)
dyrektywa 2001/29/WE	dyrektywa 2001/29/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 22 maja 2001 r. w sprawie harmonizacji niektórych aspektów praw autorskich i pokrewnych w społeczeństwie informacyjnym (Dz. Urz. UE L 167 z 22.06.2001, s. 10)
dyrektywa 2005/29/WE	dyrektywa 2005/29/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 maja 2005 r. dotycząca nieuczciwych praktyk handlowych stosowanych przez przedsiębiorstwa wobec konsumentów na rynku wewnętrznym oraz zmieniająca dyrektywę Rady 84/450/EWG, dyrektywy 97/7/WE, 98/27/WE i 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz rozporządzenie (WE) nr 2006/2004 Parlamentu Europejskiego i Rady (dyrektywa o nieuczciwych praktykach handlowych) (Dz. Urz. UE L 149 z 11.06.2005, s. 22)
dyrektywa 2010/13/UE	dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/13/UE z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie ko-

ordynacji niektórych przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych państw członkowskich dotyczących świadczenia audiowizualnych usług medialnych (dyrektywa o audiowizualnych usługach medialnych) (Dz. Urz. UE L 95 z 15.04.2010, s. 1)

**dyrektywa
2013/11/UE**

dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/11/UE z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie alternatywnych metod rozstrzygania sporów konsumenckich oraz zmiany rozporządzenia (WE) nr 2006/2004 i dyrektywy 2009/22/WE (dyrektywa w sprawie ADR w sporach konsumenckich) (Dz. Urz. UE L 165 z 18.06.2013, s. 63)

dyrektywa MiFID I

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 uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1)

dyrektywa MiFID II

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

**dyrektywa o handlu
elektronicznym**

dyrektywa 2000/31/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 8 czerwca 2000 r. w sprawie niektórych aspektów prawnych usług społeczeństwa informacyjnego, w szczególności handlu elektronicznego w ramach rynku wewnętrznego (Dz. Urz. UE L 178 z 17.07.2000, s. 1)

**dyrektywa wyko-
nawcza MiFID**

dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych

- i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L 241 z 2.09.2006, s. 26)
- k.c.** ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 380 z późn. zm.)
- k.p.c.** ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 101 z późn. zm.)
- rozporządzenie 1287/2006** rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L 241 z 2.09.2006, s. 1)
- rozporządzenie Rzym I** rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Dz. Urz. UE L 177 z 4.07.2008, s. 6)
- rozporządzenie Rzym II** rozporządzenie (WE) nr 864/2007 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. dotyczące prawa właściwego dla zobowiązań pozaumownych (Dz. Urz. UE L 199 z 31.07.2007, s. 40)
- r.t.w.p.** rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm.)

- r.w.t.o.** rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie określenia szczególnych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych oraz warunków szacowania przez dom maklerski kapitału wewnętrznego (Dz. U. poz. 1072)
- TFUE** Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE C 202 z 7.06.2016, s. 47)
- TWE** Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 321E z 29.12.2006, s. 37)
- u.o.i.f.** ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 94 z późn. zm.)
- WpHG** Wertpapierhandelsgesetz, niemiecka ustawa o obrocie papierami wartościowymi
- ZPO** Zivilprozessordnung, niemiecka ustawa regulująca postępowanie sądowe w procesie cywilnym (o tej samej nazwie i zakresie regulacji także w Austrii)

Czasopisma i publikatory

- M. Praw.** Monitor Prawniczy
- PiP** Państwo i Prawo
- PPH** Przegląd Prawa Handlowego
- RPEiS** Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
- St. Cyw.** Studia Cywilistyczne
- TPP** Transformacje Prawa Prywatnego

Inne

CESR	Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych
ESMA	Europejski Urząd Nadzoru nad Giełdą i Papierami Wartościowymi (European Securities and Markets Authority)
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
GPW	Giełda Papierów Wartościowych S.A.
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
TS	Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej

Wstęp

Przedmiotem niniejszej publikacji jest analiza zagadnienia ochrony inwestorów, zwłaszcza tych nieprofesjonalnych, korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym. Rozważania w niej zawarte koncentrują się wokół wszechstronnego badania treści obowiązków podmiotów świadczących usługi maklerskie (inwestycyjne) na rynku kapitałowym wobec klientów, jak również przesłanek odpowiedzialności cywilnej za naruszenie tych obowiązków. Innymi słowy, celem niniejszej pracy jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, jakiego typu roszczenia cywilnoprawne mogą przysługiwać inwestorowi poszkodowanemu na skutek naruszenia przez firmę inwestycyjną (albo bank) obowiązków wobec tego inwestora, związanych ze świadczeniem na jego rzecz usług maklerskich (inwestycyjnych). Niniejsze opracowanie zawiera szczegółową analizę spotykanych w praktyce przypadków naruszeń tych obowiązków.

Przez pojęcie usług maklerskich (w prawie europejskim zwanych usługami inwestycyjnymi)¹ rozumie się m.in. świadczone przez firmy inwestycyjne albo banki usługi związane ze wspieraniem udziału inwestorów w obrocie instrumentami finansowymi. Przedmiotem analiz będą wyłącznie te spośród usług maklerskich *sensu stricto* (w rozumieniu art. 69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 94 z późn. zm., dalej: u.o.i.f.), które firma inwestycyjna lub bank świadczy na rzecz inwestorów, tj. pośrednictwo w zakresie dokonywania transakcji na rynku kapitałowym, zarządzanie portfelem instrumentów fi-

¹ Zob. uzasadnienie projektu zmian dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylającej dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 20.10.2011, KOM (2011) 656 wersja ostateczna, s. 1.

nansowych oraz doradztwo inwestycyjne, a więc usługi umożliwiające lub ułatwiające inwestorom udział w zorganizowanym obrocie instrumentami finansowymi. Pominięte zostaną natomiast te usługi maklerskie, które świadczone są na rzecz emitentów instrumentów finansowych, np. pośrednictwo w oferowaniu papierów wartościowych oraz gwarantowanie powodzenia emisji (umowy subemisyjne), albo na rzecz innych uczestników obrotu w ramach kształtowania infrastruktury rynku (np. organizowanie alternatywnego systemu obrotu).

Warto już teraz zwrócić uwagę, że świadczenie usług maklerskich na rzecz inwestorów podlega swoistemu dualizmowi normatywnemu. Po pierwsze, usługi te wykonywane są na podstawie umów zawieranych z inwestorami. Po drugie, świadczenie usług maklerskich jest przedmiotem rozbudowanych regulacji publicznoprawnych wynikających z dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1, dalej: dyrektywa MiFID I)², których celem jest ochrona inwestorów. Wzajemne relacje pomiędzy tymi dwoma płaszczyznami normatywnymi są jednym z centralnych zagadnień niniejszego opracowania.

Znaczenie wynikających z dyrektyw MiFID regulacji publicznoprawnych dotyczących świadczenia usług maklerskich jest szczególnie istotne w krajach tzw. „nowej Europy” – czyli byłych krajach „bloku wschodniego”, do niedawna podlegających dynamicznej transformacji ustrojowej – z uwagi na stosunkowo małe doświadczenie sądownictwa oraz doktryny w rozstrzyganiu sporów i zawiłych problemów prawnych powstających na tym tle. Wynika to po pierwsze z faktu, że unormowania publicznoprawne pozwalają na administracyjnoprawną ochronę inwestorów korzystających z usług maklerskich za pomocą aktywności organów nadzoru. Jednakże po drugie, przewidziany w dyrektywach MiFID publicznoprawny obowiązek lojalności firmy inwestycyjnej wobec swoich klientów (art. 19 ust. 1 dyrektywy MiFID I oraz

² Od 3 lipca 2017 r. powinny być one zastąpione przez regulacje wynikające z jej zmodyfikowanej wersji – dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 349), dalej: dyrektywa MiFID II.

art. 24 ust. 1 dyrektywy MiFID II) wprowadza do systemu prawnego oraz dyskursu prawniczego kategorię mało znaną w tych systemach prawnych. Chodzi tutaj o wypracowaną w anglosaskich systemach prawnych instytucję obowiązków powierniczych (lojalnościowych – *fiduciary duties*), które umożliwiają w sposób elastyczny ograniczanie działania powiernika dysponującego kompetencjami do dyskrejonalnego kształtowania sytuacji majątkowej powierzającego³.

W pewnym sensie wprowadzony przez dyrektywy MiFID obowiązek lojalności firmy inwestycyjnej wobec swojego klienta, na rzecz którego świadczy ona usługi maklerskie, pełni ważną rolę edukacyjną i transformującą kulturę prawną tych krajów. Można więc zakładać, że w odróżnieniu od niektórych dojrzałych rynków kapitałowych – np. rynku niemieckiego – gdzie dyrektywie MiFID I przypisywano efekt potencjalnie łagodzący nadmierną surowość prawa prywatnego oraz znaczną aktywność sądów w zakresie ochrony inwestorów⁴, w Polsce i zapewne innych krajach tzw. „nowej Europy” będzie raczej pobudzał organy nadzoru, jak i sądy cywilne do większej aktywności w tym zakresie.

W tym kontekście istotnego znaczenia nabiera prywatnoprawna egzekucja obowiązków firmy inwestycyjnej wobec swoich klientów – zarówno tych kontraktowych, jak i publicznoprawnych. Cywilnoprawną ochronę interesów klientów firm inwestycyjnych cechuje bowiem elastyczność⁵, która jest w stanie pełnić swoją rolę nawet w bardzo nietypowych kontekstach sytuacyjnych. Może ona stanowić niezbędne uzupełnienie dla administracyjnego nadzoru nad realizacją obowiązków firm inwestycyjnych wobec klientów.

Celem obu dyrektyw MiFID jest harmonizacja zasad funkcjonowania firm inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie w Europie. Co do zasady

³ Zob. K. Pistor, Ch. Xu, *Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions Lessons from the Incomplete Law Theory* (w:) C.J. Milhaupt (red.), *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals*, New York 2003, s. 78 i n.

⁴ N. Moloney, *Liability of asset managers: a comment*, *Capital Markets Law Journal* 2012, nr 7 (4), s. 416.

⁵ Tamże.

unormowania tych dyrektyw mają charakter maksymalny⁶, jednak pozostawiono pewien zakres swobody państwom członkowskim, które mogą ustanawiać dodatkowe zasady działania firm inwestycyjnych w celu ochrony inwestorów lub integralności rynku, jeśli jest to uzasadnione szczególnymi okolicznościami (zob. art. 24 ust. 12 dyrektywy MiFID II)⁷. Jakkolwiek odpowiedzialność cywilna firm inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie należy do szeroko rozumianej problematyki ochrony inwestorów korzystających z tych usług, to jednak zagadnienie to pozostawiono poszczególnym państwom członkowskim do unormowania. Rozbieżności w tym zakresie pomiędzy poszczególnymi państwami niewątpliwie zmniejszają harmonizacyjny skutek obu dyrektyw⁸. Okoliczność ta kreuje szereg problemów interpretacyjnych, które stanowią centralny temat niniejszego opracowania.

W niniejszej publikacji po pierwsze analizowane są **publicznoprawne obowiązki** firmy inwestycyjnej dotyczące sposobu świadczenia usług inwestycyjnych oraz treści ewentualnych roszczeń odszkodowawczych inwestorów wynikających z naruszenia tych obowiązków. Konieczność zbadania tych obowiązków wynika z faktu, że prawodawca europejski na gruncie dyrektywy MiFID I, a w ślad za nim także prawodawca polski, w celu ochrony inwestorów przewidział cały szereg publicznoprawnych obowiązków dotyczących sposobu świadczenia usług maklerskich (*conduct of business rules*). Obowiązki te są bardzo szczegółowe i ciążą na podmiotach świadczących usługi maklerskie niezależnie od treści zawartych z klientami umów. Dotyczą one m.in. obowiązków informacyjnych firmy inwestycyjnej, obowiązku pozyskania informacji o kliencie, działania w jego najlepszym interesie oraz realizowania zleceń na najkorzystniejszych dla niego warunkach (*best execution*) i wreszcie zapobiegania konfliktom interesów.

Po drugie, przedmiotem badań jest treść kontraktowych obowiązków firm inwestycyjnych wynikających z umów o świadczenie usług maklerskich. W opracowaniu tym autorzy chcieliby wykazać, że wspólnym elementem umownych obowiązków firmy inwestycyjnej jest z reguły jej powierniczy obowiązek działania wyłącznie w interesie swojego klienta. Jest to konse-

⁶ D. Busch, *Why MiFID matters to private law – the example of MiFID's impact on an asset manager's civil liability*, Capital Markets Law Journal 2012, nr 7 (4), s. 386.

⁷ Zob. N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets*, Oxford 2014, s. 340.

⁸ D. Busch, *Why MiFID...*

kwencją faktu, że na gruncie większości umów dotyczących usług maklerskich firma inwestycyjna dysponuje uzyskaną nieodpłatnie, szeroką kompetencją do jednostronnego podjęcia działań wywierających bezpośredni wpływ na sytuację majątkową klienta. Precyzyjniej rzecz ujmując, jest to kompetencja firmy inwestycyjnej do dokonania wyboru sposobu osiągnięcia celu, który w umowie z klientem został wskazany jedynie w sposób bardzo ogólny. Z tego ogólnego, kontraktowego obowiązku działania w interesie swojego klienta wynika dla firmy inwestycyjnej szereg obowiązków, czy też innymi słowy obowiązek firmy inwestycyjnej polegający na unikaniu szkodliwego dla klienta konfliktu interesów. To ostatnie zagadnienie jest o tyle doniosłe, że w przypadku firm inwestycyjnych działających w ramach dużych grup kapitałowych z branży finansowej oferujących zróżnicowane usługi znacznej liczbie różnorodnych klientów (zarówno emitentom instrumentów finansowych, jak i inwestorom), ich działania niejednokrotnie dotknięte są konfliktami interesów.

Po trzecie, przedmiotem analizy są wzajemne **relacje pomiędzy publicznoprawnymi i kontraktowymi obowiązkami firmy inwestycyjnej** wobec swoich klientów. Obowiązki te przenikają się i uzupełniają, tworząc ogólny system ochrony inwestorów korzystających z usług maklerskich. W konsekwencji, do istotnych problemów badawczych tej pracy należą zagadnienia ujęte w następujących pytaniach: w jakim zakresie wejście w życie dyrektywy MiFID I ogranicza swobodę polskiego prawodawcy w kształtowaniu norm prawa prywatnego, określających treść stosunków cywilnoprawnych pomiędzy podmiotami świadczącymi usługi inwestycyjne a ich klientami? Czy organy państwa polskiego – organy władzy prawodawczej lub sądowniczej (dokonujące wykładni prawa lub umów) – mogą „nakładać” na podmioty świadczące usługi inwestycyjne wobec klientów dalej idące obowiązki kontraktowe, aniżeli te wynikające z publicznoprawnych przepisów stanowiących implementację dyrektywy MiFID I? Jaki jest wpływ publicznoprawnych unormowań dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych (będących wynikiem transpozycji do polskiego porządku prawnego dyrektywy MiFID I) na wykładnię przepisów prawa prywatnego oraz treść obowiązków kontraktowych podmiotów świadczących usługi maklerskie?

Tezą niniejszej pracy jest twierdzenie, że normy publicznoprawne w większości przypadków swoicie „promieniają” (tzw. *Austrahlungseffekt*) na

stosunki cywilnoprawne, wpływając m.in. na sposób interpretacji stosownych przepisów prywatnoprawnych w ramach wykładni systemowej oraz funkcjonalnej, na wykładnię umów, których przedmiotem jest świadczenie usług inwestycyjnych (art. 65 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 380 z późn. zm., dalej: k.c.), a także na sposób wykonywania zobowiązań wynikających z tych umów (art. 354 oraz 355 k.c.). W niniejszej pracy autorzy próbują także odpowiedzieć na pytanie, jaki jest wpływ naruszenia publicznoprawnych przepisów regulujących świadczenie usług maklerskich (inwestycyjnych) na ważność umów zawieranych między usługodawcą i klientem, ze szczególnym uwzględnieniem zagadnienia ważności umów o świadczenie usług maklerskich zawartych przez podmioty nieposiadające zezwoleń na świadczenie tych usług.

Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich (inwestycyjnych) na rynku kapitałowym jest problematyką, która w polskiej doktrynie nie została w sposób kompleksowy i pogłębiony zbadana, w szczególności w kontekście implementacji do polskiego porządku prawnego dyrektywy MiFID I. Problematyka ta w ciągu minionych kilku lat stała się również przedmiotem ożywionej dyskusji i licznych kontrowersji we wszystkich krajach Unii Europejskiej. W szczególności warto pogłębić badania w zakresie charakteryzowania obowiązków firmy inwestycyjnej wobec swoich klientów jako obowiązków powierniczych. W przekonaniu autorów niniejszej publikacji koncepcja ta ma zasadnicze znaczenie dla zapewnienia należytej ochrony nieprofesjonalnym inwestorom.

Analizowana problematyka w polskiej doktrynie prawa nie doczekała się jeszcze monograficznego opracowania, jak również pogłębionych badań w postaci cyklu artykułów. Szczegółowe problemy tego obszaru badawczego były przedmiotem nielicznych prac (w większości jeszcze przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej). Fakt ten nie powinien dziwić, skoro nawet w europejskiej literaturze przedmiotu zainteresowanie tą problematyką wzrosło dopiero w ciągu ostatnich kilku lat, a jego bezpośrednią przyczyną było wejście w życie dyrektywy MiFID I, jak również zapaść na rynkach finansowych w 2009 r. Ostatnio zagadnienia te były także przedmiotem ożywionej dyskusji w trakcie prac nad nową wersją dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych, tj. MiFID II.

Przyczyną podjęcia niniejszej problematyki jest wzrost znaczenia usług maklerskich (inwestycyjnych) dla nieprofesjonalnych inwestorów na współczesnym rynku finansowym. Inwestorzy w coraz większym stopniu poszukują alternatywnych wobec lokat bankowych sposobów oszczędzania, czemu służy rosnące znaczenie rynków kapitałowych jako mechanizmu alokacji kapitału w gospodarce. Tendencji tej w najbliższych latach sprzyjać będzie przede wszystkim otoczenie makroekonomiczne, a w szczególności niskie stopy procentowe, które będą skłaniały nieprofesjonalnych inwestorów do poszukiwania instrumentów finansowych oferujących wyższe stopy zwrotu (ale w konsekwencji związanych także z wyższym ryzykiem inwestycyjnym), a także spowodowany czynnikami demograficznymi kryzys systemów emerytalnych w Europie, który zmuszać będzie społeczeństwo do szukania metod dobrowolnego, długofalowego gromadzenia oszczędności celem zabezpieczenia środków do życia w wieku emerytalnym. Wzrost znaczenia rynku usług finansowych w ogólności, a usług maklerskich w szczególności, powoduje z kolei niewystarczalność publicznoprawnych (nadzorczych) metod ochrony inwestorów – sprawa spółki Amber Gold, czy też kryzys związany z tzw. „opcjami walutowymi” oferowanymi polskim przedsiębiorcom w latach 2007–2010 mogą do pewnego stopnia obrazować skalę problemu. Inwestorom należałoby stworzyć efektywne instrumenty prywatnoprawne umożliwiające ochronę ich interesów.

Potrzeba wzmożonej ochrony inwestorów korzystających z usług maklerskich jest także konsekwencją wzrostu znaczenia profesjonalnych pośredników we współczesnym obrocie instrumentami finansowymi. W istocie rzeczy stanowią oni niezbędny „element infrastruktury” rynku finansowego – w większości przypadków inwestorzy mogą uczestniczyć w obrocie instrumentami finansowymi wyłącznie za ich pośrednictwem. Wynika to z trzech istotnych, następujących tendencji. Po pierwsze, jest to związane z dematerializacją instrumentów finansowych, która sprawia, że nieprofesjonalny inwestor nie ma praktycznej możliwości bezpośredniego udziału w zawieraniu i rozliczaniu transakcji na rynku kapitałowym oraz samodzielnego „przechowywania” instrumentów finansowych. Po drugie, w znacznym zakresie do zaistniałego stanu rzeczy przyczynia się demonopolizacja rynku kapitałowego w zakresie dokonywania transakcji dotyczących instrumentów finansowych oraz wzrost znaczenia alternatywnych – wobec tradycyjnych giełd – metod obrotu instrumentami finansowymi. Po trzecie, należy

zwrócić uwagę na rosnącą złożoność współczesnego rynku kapitałowego, która sprawia, że nieprofesjonalni inwestorzy w coraz większym stopniu korzystają z doradztwa inwestycyjnego czy też usług zarządzania należącym do nich portfelem instrumentów finansowych. W rezultacie strategia ochrony nieprofesjonalnych inwestorów na rynku kapitałowym nie ogranicza się wyłącznie do regulowania postępowania emitentów instrumentów finansowych (np. poprzez nakładanie na nich obowiązków informacyjnych), ale w coraz większym stopniu koncentruje się na prawnym kształtowaniu zachowań podmiotów pośredniczących przy nabywaniu i zbywaniu tych instrumentów, stanowiących swoiste „kanały dystrybucji” instrumentów finansowych do inwestorów.

Niniejsza praca została podzielona na cztery części. Pierwsza część poświęcona jest zasadniczo omówieniu pojęcia usług maklerskich (inwestycyjnych) oraz unormowaniom dotyczącym tych usług w prawie unijnym oraz polskim. Jej centralnym zagadnieniem jest wpływ publicznoprawnych unormowań wynikających z dyrektywy MiFID I na prawo prywatne. W drugiej części analizowane są najbardziej ogólne obowiązki podmiotu świadczącego usługi maklerskie, a mianowicie obowiązek lojalności, informacyjny oraz unikania szkodliwych dla klienta konfliktów interesów. W trzeciej części omówione zostały specyficzne obowiązki usługodawcy wynikające z poszczególnych umów maklerskich dotyczących wspierania uczestnictwa inwestorów w zorganizowanym obrocie instrumentami finansowymi. Natomiast czwarta część dotyczy problemów związanych z dochodzeniem przez inwestorów będących konsumentami roszczeń na drodze postępowania przed sądem polubownym, a także na podstawie prawa właściwego dla roszczeń tego typu powstałych w kontekście transgranicznym.

Rozdział I

Ogólna charakterystyka umów dotyczących świadczenia usług maklerskich

1. Wprowadzenie – pojęcie usług maklerskich

Ustawodawca polski nie posługuje się pojęciem usług inwestycyjnych stosowanym na gruncie dyrektywy MiFID I. Nawiązując do rodzimej tradycji pojęciowej, usługi te określa się mianem usług maklerskich. Usługi maklerskie obejmują wykonywane przez firmę inwestycyjną lub bank czynności maklerskie, o których mowa w art. 69 ust. 2 i 4 u.o.i.f. (§ 2 pkt 4 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm., dalej: r.t.w.p.). Są to więc czynności maklerskie *sensu stricto* (art. 69 ust. 2 u.o.i.f.), będące reglamentowaną działalnością maklerską i wymagające stosownego zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego¹, oraz maklerskie czynności dodatkowe (art. 69 ust. 4 u.o.i.f.), które mogą prowadzić także podmioty niedysponujące zezwoleniem na prowadzenie działalności maklerskiej².

Tematem niniejszego opracowania jest ochrona inwestorów, zwłaszcza tych nieprofesjonalnych, korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym. Dlatego też przedmiotem dalszych rozważań będą wyłącznie te spośród

¹ P. Zapadka (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 870.

² Tamże.

usług maklerskich *sensu stricto* (art. 69 ust. 2 u.o.i.f.), które firma inwestycyjna lub bank świadczą na rzecz inwestorów. Chodzi tu o pośrednictwo w zakresie dokonywania transakcji na rynku kapitałowym (wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych, ewentualnie ich przekazywanie), zarządzanie portfelem instrumentów finansowych (*asset management*) oraz doradztwo inwestycyjne, a więc usługi umożliwiające lub ułatwiające inwestorom udział w zorganizowanym obrocie instrumentami finansowymi. Pominięte zostaną te usługi inwestycyjne *sensu stricto*, które są świadczone na rzecz emitentów instrumentów finansowych, np. pośrednictwo w oferowaniu papierów wartościowych oraz gwarantowanie powodzenia emisji (umowy subemisyjne)³, albo na rzecz innych firm inwestycyjnych, np. organizowanie alternatywnego systemu obrotu.

Świadczenie usług maklerskich na rzecz inwestorów podlega swoistemu dualizmowi normatywnemu. Po pierwsze, usługi te wykonywane są na podstawie umów zawieranych z inwestorami, przy czym część z tych postanowień kontraktowych wynika z bezwzględnie obowiązujących norm prawa prywatnego. Po drugie, świadczenie usług maklerskich jest przedmiotem rozbudowanych regulacji publicznoprawnych wynikających z dyrektywy MiFID I, których celem jest ochrona inwestorów. Wzajemne relacje pomiędzy tymi dwoma płaszczyznami normatywnymi są jednym z centralnych zagadnień niniejszego opracowania.

Umowy o świadczenie usług inwestycyjnych są umowami dwustronnie zobowiązującymi, konsensualnymi, a także wzajemnymi – jeśli są odpłatne. W praktyce oczywiście umowy te przyjmują postać umów odpłatnych. Są to umowy o świadczenie usług, do których w zakresie nieuregulowanym w przepisach szczególnych z reguły odpowiednie zastosowanie znajdują unormowania dotyczące umowy zlecenia (art. 734 i n. k.c.). Przepisy te znajdują zastosowanie bądź to w drodze bezpośredniego odesłania do nich, na podstawie art. 73 ust. 4 pkt 1 u.o.i.f. w przypadku umowy zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, lub na podstawie art. 750 k.c., jeżeli niektóre z nich stanowią umowy nienazwane. Ponadto, nawet w przypadku,

³ Zob. uzasadnienie projektu zmian dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylającej dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 20.10.2011, KOM (2011) 656 wersja ostateczna, s. 1.

gdy umowy te mają charakter umów nazwanych, w zakresie których regulacja ustawowa nie odsyła do przepisów o umowie zlecenia, to i tak niektóre z przepisów o umowie zlecenia znajdą zastosowanie w drodze analogii z uwagi na wysoce ograniczony zakres ustawowej regulacji tych umów.

Przedmiotem niniejszego rozdziału będą trzy grupy zagadnień, wspólnych dla wszystkich analizowanych tutaj umów o świadczenie usług maklerskich: powierniczy charakter tych umów; przedkontraktowe obowiązki informacyjne; wpływ braku publicznoprawnego zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej na ważność umów o świadczenie usług maklerskich.

2. Ekonomiczna specyfika usług maklerskich

Z ekonomicznego punktu widzenia usługi maklerskie przejawiają cechy stanowiące klasyczne uzasadnienie dla interwencji ustawodawcy. Do cech tych należą asymetria informacyjna pomiędzy stronami umowy, koszty agencyjne wynikające ze znacznej możliwości stosunkowo arbitralnego wpływania usługodawcy na sferę interesów usługobiorcy, czy wreszcie skłonności nieprofesjonalnych inwestorów do podejmowania działań nieracjonalnych ekonomicznie. Cechy te uniemożliwiają należyte funkcjonowanie mechanizmu rynkowego w odniesieniu do usług maklerskich (tzw. *market failure*) i wymagają korekty za pomocą regulacji prawnych⁴.

Centralnym problemem związanym ze świadczeniem usług maklerskich jest znaczna asymetria informacyjna pomiędzy usługodawcą a usługobiorcą – oczywiście na korzyść tego pierwszego. Wiąże się to z wysoce wyspecjalizowanym charakterem tych usług, który powoduje, że nawet klienci profesjonalni nie zawsze są w stanie ocenić jakość świadczonych usług.

Asymetria informacyjna – w braku odpowiednich regulacji prawnych – istotnie zniekształca na niekorzyść usługobiorcy proces zawierania umowy, jak i jej wykonywania. W trakcie zawierania umowy wysoce utrudniona jest ocena jakości usługi świadczonej przez danego usługodawcę. Usługi maklerskie należą do usług, których jakość zasadniczo można ocenić dopiero po

⁴ A.F. Tuch, *Conduct of Business Regulations* (w:) N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (red.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford 2015, s. 6 i n.

ich wykonaniu, a nawet wtedy ich ocena jest trudna z uwagi na specyfikę okoliczności świadczenia danej usługi. Często bowiem brak jest odpowiedniego punktu odniesienia dla oceny jakości usługi⁵. Usługi maklerskie mogą zostać zaliczone więc do dóbr, których jakość można ocenić dopiero *ex post* na podstawie własnego doświadczenia (tzw. dobra doświadczałne – *experience goods*), albo do dóbr, których jakość jest w ogóle trudna do zweryfikowania – z tego względu ogromne znaczenie przy wyborze usługodawcy odgrywa zaufanie (tzw. dobra zaufania – *credence goods*)⁶. Na przykład nie można ocenić, czy zlecenie nabycia określonych papierów wartościowych poza zorganizowanym obrotem zostało przeprowadzone na optymalnych warunkach, gdyż klient najczęściej nie dysponuje wiedzą o warunkach przeprowadzenia podobnych transakcji w tym samym okresie. Rezultatem asymetrii informacyjnej przy zawieraniu umowy o świadczenie usług maklerskich jest utrudniony wybór przez klienta najlepszego usługodawcy. Mechanizmem mającym zniwelować powyższy problem są obowiązki informacyjne usługodawcy⁷.

W przypadku wykonywania usługi maklerskiej asymetria informacyjna przejawia się w braku możliwości bieżącego i bezpośredniego nadzorowania działań usługodawcy – np. klient nie jest w stanie obserwować całego procesu przekazywania zlecenia nabycia określonych papierów wartościowych do wykonania na rzecz innej firmy inwestycyjnej albo wszystkich transakcji dokonywanych w ramach zarządzania portfelem instrumentów finansowych. Fakt ten, w powiązaniu ze stosunkowo szerokim upoważnieniem do dokonywania czynności prawnych na rachunek dającego zlecenie i z reguły nie-dookreślonym charakterem zobowiązania usługodawcy, powoduje ryzyko podejmowania przez usługodawcę działań sprzecznych z interesem klienta.

⁵ Ch. Benicke, *Wertpapiervermögensverwaltung*, Tübingen 2006, s. 442 i n. Zob. także: P. Francotte, D. Valiante, K. Lannoo, *MiFID 2.0 – Casting new light on Europe's capital market. Report of the ECMI-CEPS task force on the MiFID Review*, Brussels 2011, s. 165 (www.ceps.eu).

⁶ Zob. szerzej: P. Nelson, *Information and Consumer Behavior*, *Journal of Political Economy* 1970, nr 78 (2), s. 311 i n. W literaturze polskiej por. P. Machnikowski, *Prawne instrumenty ochrony zaufania przy zawieraniu umowy*, Wrocław 2010, s. 131; P. Tereszkiewicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, Warszawa 2015, s. 38.

⁷ A.F. Tuck, *Conduct of Business...*, s. 7.

Zgodnie z tzw. teorią agencji⁸, tego typu możliwość stosunkowo arbitralnego wpływania usługodawcy na sferę interesów usługobiorcy generuje tzw. koszty agencyjne, czyli koszty ekonomicznie nieoptymalnego dla zleceniodawcy podejmowania decyzji przez zleceniobiorcę⁹. Mechanizmem mającym zniwelować to ryzyko jest szczególnie obowiązek lojalności usługodawcy wynikający z powierniczego charakteru umowy o świadczenie usług maklerskich. Obowiązek lojalności firmy inwestycyjnej stanowi mechanizm elastycznego ograniczania możliwości niekorzystnego wywierania wpływu przez firmę inwestycyjną na interesy jej klienta¹⁰.

Zjawiskiem pochodnym wobec asymetrii informacyjnej pomiędzy podmiotem świadczącym usługę inwestycyjną a klientem są także wysokie koszty zmiany usługodawcy przez klienta. Z uwagi na naturę usługi maklerskiej jako dobra doświadczalnego lub dobra zaufania, klientom trudno w sposób obiektywny porównać jakość usług maklerskich świadczonych przez różnorodne podmioty na rynku. Jednocześnie kluczowe znaczenie dla wyboru usługodawcy ma zbudowane w dłuższym okresie zaufanie do określonego usługodawcy. W tych okolicznościach zmiana usługodawcy wiąże się ze znacznymi kosztami natury finansowej i psychologicznej po stronie klienta, który musi dokonać żmudnego badania rynku, zrezygnować z korzyści wynikających z lojalności wobec starego usługodawcy i podjąć ryzyko zawarcia umowy z nowym podmiotem¹¹. W praktyce powoduje to zjawisko silnego związania klienta, zwłaszcza nieprofesjonalnego, z firmą inwestycyjną świadczącą usługi maklerskie¹².

Kolejnym uzasadnieniem dla interwencji ustawodawcy jest skłonność nieprofesjonalnych inwestorów do podejmowania w ramach korzystania z usług maklerskich działań nieracjonalnych ekonomicznie, a przez to szkodliwych dla nich samych. Badania prowadzone w ramach tzw. ekonomii behawioralnej wskazują, że inwestorzy, zwłaszcza nieprofesjonalni, podatni są na za-

⁸ Zob. M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 1976, nr 3, s. 308 i n.

⁹ Tamże, s. 7.

¹⁰ Ch. Benicke, *Wertpapiervermögensverwaltung...*, s. 443; P. Francotte, D. Valiante, K. Lannoo, *MiFID 2.0...*, s. 170 i n.

¹¹ P. Francotte, D. Valiante, K. Lannoo, *MiFID 2.0...*, s. 170.

¹² Tamże, s. 166.

chowania, które nie są dla nich optymalne, a przez to deformują proces rynkowy. W szczególności nie mają oni zdolności lub nie poświęcają wystarczającej ilości czasu na analizę przekazywanych im informacji, bywają nadmiernie ufni w stosunku do usługodawcy i niedostatecznie krytyczni wobec swoich pierwszych intuicji w zakresie wyboru podmiotu mającego świadczyć usługi maklerskie. Są też podatni na tzw. zachowania „stadne” w zakresie sposobu inwestowania¹³.

3. Świadczenie usług maklerskich według dyrektywy MiFID I

3.1. Wprowadzenie

Dyrektywa MiFID I – jak również jej zmodyfikowana wersja, tj. zastępująca ją dyrektywa MiFID II – przewiduje szereg publicznoprawnych regulacji dotyczących świadczenia przez firmy inwestycyjne usług maklerskich na rzecz swoich klientów. W relacjach pomiędzy firmami inwestycyjnymi a ich klientami panuje więc swoisty dualizm – firmy inwestycyjne zobowiązane są przestrzegać zarówno publicznoprawnych obowiązków dotyczących świadczenia usług maklerskich, jak i obowiązków wynikających z zawartych z klientami umów o świadczenie usług maklerskich. Powstaje więc pytanie o wzajemne relacje pomiędzy tymi dwoma systemami norm, a w szczególności, na ile publicznoprawne regulacje dotyczące świadczenia usług maklerskich wpływają na treść cywilnoprawnych stosunków pomiędzy podmiotami świadczącymi usługi maklerskie oraz ich klientami.

3.2. Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych (MiFID)

System aktów prawnych powiązanych z dyrektywą MiFID I, traktującą o rynkach instrumentów finansowych (MiFID – *Market in Financial Instruments Directive*), jest jednym z podstawowych elementów europejskiego prawa rynku kapitałowego. Składają się nań: dyrektywa MiFID I; dyrektywa wykonawcza MiFID (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 organizacyj-

¹³ A.F. Tuch, *Conduct of Business...*, (w:) N. Moloney, E. Ferran, J. Payne (red.), *The Oxford Handbook...*, s. 8; P. Francotte, D. Valiante, K. Lannoo, *MiFID 2.0...*, s. 167.

nych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. Urz. UE L 241 z 2.09.2006, s. 26) oraz rozporządzenie 1287/2006, implementujące dyrektywę MiFID I (**rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. Urz. UE L 241 z 2.09.2006, s. 1**). Dyrektywa MiFID I zastąpiona została przez dyrektywę MiFID II, której przepisy zasadniczo powinny zostać przetransponowane do krajowego porządku prawnego państw członkowskich do 3 lipca 2016 r., a które to przepisy krajowe powinny co do zasady wejść w życie na terenie państw członkowskich 3 stycznia 2017 r. (art. 93 dyrektywy MiFID II). Dyrektywa MiFID II w zakresie regulacji dotyczących świadczenia usług maklerskich zasadniczo kontynuuje rozwiązania przyjęte przez dyrektywę MiFID I, wnosząc jedynie pewne udoskonalenia dotychczasowych unormowań – dotyczące np. „zachęt” (*inducements*) otrzymywanych przez firmy inwestycyjne (zob. szerzej rozdział III). Dlatego w dalszej części wywodów rozważania poświęcone dyrektywie MiFID I co do zasady pozostają aktualne w stosunku do dyrektywy MiFID II, chyba że wyraźnie zaznaczono odmienny stan rzeczy.

Dyrektywa MiFID I ustanawia unormowania dotyczące świadczenia przez firmy inwestycyjne i banki usług inwestycyjnych (jak wskazano wyżej, w polskiej ustawie o obrocie instrumentami finansowymi zwanych usługami maklerskimi), takich jak np. pośrednictwo w zakresie dokonywania transakcji na rynku kapitałowym (wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych), zarządzanie portfelem instrumentów finansowych (*asset management*), doradztwo inwestycyjne, pośrednictwo w oferowaniu papierów wartościowych oraz gwarantowanie powodzenia emisji (*underwriting*)¹⁴. Dyrektywa ta określa także zasady prowadzenia rynku regulowanego oraz alternatywnych systemów obrotu przez podmioty organizujące te segmenty

¹⁴ Uzasadnienie projektu zmian dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylającej dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 20.10.2011, KOM (2011) 656 wersja ostateczna, s. 1.