

OBRÓT INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI

Komentarz

redakcja naukowa Tomasz Sójka

Kinga Dziennik, Magdalena Fedorowicz, Michał Godlewski
Tomasz Jaranowski, Wojciech Kapica, Juditha Majcher, Maciej Mataczyński
Andrzej Michór, Adrian Rycerski, Maksymilian Saczywko, Oskar Skibiński
Andrzej Skoczylas, Tomasz Sójka, Mateusz Stańczyk, Jan Stranz, Robert Zawłocki

KOMENTARZE

OBRÓT INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI

Komentarz

redakcja naukowa Tomasz Sójka

Kinga Dziennik, Magdalena Fedorowicz, Michał Godlewski
Tomasz Jaranowski, Wojciech Kapica, Juditha Majcher, Maciej Mataczyński
Andrzej Michór, Adrian Rycerski, Maksymilian Saczywko, Oskar Skibiński
Andrzej Skoczylas, Tomasz Sójka, Mateusz Stańczyk, Jan Stranz, Robert Zawłocki

KOMENTARZE

Stan prawny na 1 sierpnia 2022 r.

Wydawca
Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący
Kinga Zając

Opracowanie redakcyjne
Violet Design

Projekt okładek serii
Wojtek Janikowski, Przemek Dębowski

Poszczególne artykuły ustawy skomentowali:

Kinga Dziennik – art. 3 pkt 20, 21a, 21b; art. 45h, 45i, 57a, 68a, 68f–68h, 69f–69i
Kinga Dziennik, Maciej Mataczyński – art. 46a–47e
Kinga Dziennik, Oskar Skibiński, Tomasz Sójka – art. 45b, 53
Kinga Dziennik, Tomasz Sójka – art. 3 pkt 21; art. 45d, 45e, 45g, 52, 54, 55, 58–64, 65–68, 68b–68d
Magdalena Fedorowicz – art. 3a–3c, 69, 70, 111–114, 119–123, 131n–146
Michał Godlewski, Tomasz Sójka – art. 2; art. 3 pkt 1; art. 4–7, 8–13, 177
Tomasz Jaranowski, Maciej Mataczyński – art. 107–109
Tomasz Jaranowski, Tomasz Sójka – art. 1; art. 3 pkt 5–9b; art. 147–161a
Tomasz Jaranowski, Tomasz Sójka, Mateusz Stańczyk – art. 14–29, 29c–32a
Tomasz Jaranowski, Mateusz Stańczyk – art. 3 pkt 2–2c, 28, 28a, 29a, 30
Wojciech Kapica – art. 3 pkt 2d, 2e, 9c, 28b, 33; art. 3d, 131k–131m
Wojciech Kapica, Juditha Majcher – art. 72, 73a–73d, 74c–74h, 76a–78j, 80, 81, 81d, 81f
Wojciech Kapica, Tomasz Sójka – art. 73, 74b, 75, 76, 79, 81a, 81c
Maciej Mataczyński – art. 106, 106a, 106c–106e, 106m, 106n
Maciej Mataczyński, Jan Stranz – art. 106l
Andrzej Michór – art. 82–104a, 106f–106k, 106o, 110–110zzh, 115–118, 124–131
Adrian Rycerski – art. 3 pkt 10a, 10b, 13a, 13b, 28c; art. 29a, 29b
Adrian Rycerski, Tomasz Jaranowski – art. 13a–13d
Adrian Rycerski, Tomasz Sójka – art. 7a, 7b
Adrian Rycerski, Mateusz Stańczyk – art. 32b–32f
Maksymilian Saczywko – art. 3 pkt 3, 11, 12, 26, 29
Oskar Skibiński, Tomasz Sójka – art. 45a, 45c, 45f, 46, 48–51, 56, 57, 64a, 68e
Andrzej Skoczyła – art. 162–176n
Jan Stranz – art. 3 pkt 15a–19; art. 68i–68n, 106b
Robert Zawłocki – art. 178–184

© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2022

ISBN 978-83-8286-367-3

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.
Dział Praw Autorskich
01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33
tel. 728 313 462
e-mail: PL-ksiazki@wolterskluwer.com

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

SPIS TREŚCI

Wykaz skrótów	25
Wstęp	35
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi	37
Dział I	
Przepisy ogólne	39
Art. 1. [Zakres regulacji]	39
Art. 2. [Pojęcie instrumentów finansowych]	42
Art. 3. [Objaśnienie pojęć]	48
Art. 3a. [Klient profesjonalny a klient detaliczny]	90
Art. 3b. [Dobrowolne poddanie się reżimowi mającemu zastosowanie do podmiotu systematycznie internalizującego transakcje]	102
Art. 3c. [Ustalanie kryteriów częstości, systematyczności oraz zawierania transakcji w znacznych wielkościach]	104
Art. 3d. [Rozumienie pojęcia zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych]	106
Art. 4. [Rachunki papierów wartościowych]	106
Art. 4a. [Rachunki derywatów]	116
Art. 5. [Forma papierów wartościowych]	119
Art. 5a. [Dematerializacja autonomiczna]	123
Art. 6. [Złożenie do depozytu a dematerializacja]	124
Art. 6a. [Akcje zarejestrowane w rejestrze akcjonariuszy]	127
Art. 7. [Zdematerializowane papiery wartościowe]	129
Art. 7a. [Umowa o wykonywanie funkcji agenta emisji]	139
Art. 7b. [Zakres informacji o papierach wartościowych]	146
Art. 8. [Odesłanie do odpowiedniego stosowania]	148
Art. 8a. [Rachunki zbiorcze]	150
Art. 8b. [Obowiązek przekazania danych o osobach uprawnionych z papierów wartościowych zapisanych na rachunku zbiorczym]	154

Art. 8c.	[Zaświadczenie o obowiązkach podatkowych]	156
Art. 9.	[Świadcstwo depozytowe]	156
Art. 10.	[Treść świadectwa depozytowego]	158
Art. 10a.	[Zaświadczenie o prawie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu i wykaz akcjonariuszy]	160
Art. 11.	[Wystawienie świadectwa a blokada papierów wartościowych]	162
Art. 12.	[Utrata ważności świadectwa depozytowego]	163
Art. 13.	[Elektroniczne oświadczenie woli]	165
Art. 13a.	[Wniesienie skargi]	165
Art. 13b.	(uchylony)	167
Art. 13c.	[Organizowanie rynku obrotu skarbowymi papierami wartościowymi]	167
Art. 13d.	[Zlecanie innym podmiotom organizacji rynku obrotu skarbowymi papierami wartościowymi]	168
 Dział II		
Wtórny obrót instrumentami finansowymi		170
 Rozdział 1		
Przepisy ogólne		170
Art. 14.	[Definicja rynku regulowanego]	170
Art. 14a.	[Zagraniczne rynki regulowane]	173
Art. 15.	(uchylony)	174
Art. 16.	[Rynek oficjalnych notowań]	175
Art. 16a.	[Wpisanie ASO do rejestru; odmowa wpisu; wykreślenie ASO z rejestru]	176
Art. 16b.	[Outsourcing czynności związanych z prowadzeniem rynku regulowanego]	179
Art. 16c.	[Wymóg uzyskania zgody Komisji na outsourcing czynności związanych z prowadzeniem rynku regulowanego]	186
Art. 16d.	[Outsourcing funkcji operacyjnych]	188
Art. 16e.	[Uwzględnienie w systemie zarządzania ryzykiem ryzyka związanego z outsourcingiem; odpowiedzialność outsourcera i spółki prowadzącej rynek regulowany]	191
Art. 16f.	[Podoutsourcing czynności związanych z prowadzeniem rynku regulowanego]	193
Art. 17.	[Środki wykonawcze]	194
Art. 18.	[Obowiązki spółki prowadzącej rynek regulowany]	197
Art. 18a.	[Czasowe zawieszenie lub ograniczenie obrotu instrumentami finansowymi]	199
Art. 18b.	[Systemy minimalnej wielkości zmiany ceny]	201
Art. 19.	[Ogólne wymogi dotyczące rynku regulowanego]	202

Art. 19a.	[Prowadzenie wielostronnego systemu]	206
Art. 20.	[Wstrzymanie dopuszczenia do obrotu i wykluczenie z obrotu]	206
Art. 20a.	[Unieważnienie aukcji na platformie aukcyjnej]	215
Art. 20b.	[Delegacja ustawowa – określenie przyjętych praktyk rynkowych na rynkach finansowych]	216
Rozdział 2		
Rynek regulowany		217
Oddział 1		
Organizacja i zasady prowadzenia rynku regulowanego		217
Art. 21.	[Spółka prowadząca rynek regulowany]	217
Art. 21a.	[Wymóg uzyskania opinii właściwego organu nadzoru innego państwa członkowskiego przed udzieleniem zezwolenia na prowadzenie rynku regulowanego]	223
Art. 22.	[Akcjonariat spółki prowadzącej rynek regulowany]	226
Art. 23.	(uchylony)	228
Art. 24.	[Znaczne pakiety akcji spółki prowadzącej rynek regulowany]	228
Art. 25.	[Zezwolenie na prowadzenie rynku regulowanego]	234
Art. 25a.	[Zarząd spółki prowadzącej rynek regulowany; komitet do spraw nominacji]	239
Art. 25b.	[Zagraniczna działalność spółki prowadzącej rynek regulowany]	248
Art. 25c.	[Przekształcenia spółek prowadzących rynek regulowany oraz organizujących alternatywny system obrotu]	249
Art. 25d.	[Obowiązki zarządu i rady nadzorczej spółki prowadzącej rynek regulowany w zakresie zarządzania rynkiem regulowanym]	252
Art. 25e.	[Procedury anonimowego zgłaszania naruszeń przepisów prawa; procedury i standardy etyczne w spółce prowadzącej rynek regulowany]	253
Art. 26.	[Odmowa wydania zezwolenia na prowadzenie rynku regulowanego]	254
Art. 26a.	[Odmowa wydania zezwolenia na prowadzenie ASO lub OTF]	256
Art. 27.	[Zmiany w składzie zarządu spółki prowadzącej rynek regulowany; umowy o dokonywanie rozrachunku lub rozliczania]	257
Art. 28.	[Regulamin rynku regulowanego]	259
Art. 29.	[Zmiany w statucie spółki prowadzącej rynek regulowany i w regulaminie rynku regulowanego]	263
Art. 29a.	[Zezwolenie na prowadzenie platformy aukcyjnej]	265
Art. 29b.	[Zasady organizowania aukcji]	268
Art. 29c.	[Świadczenie usług w zakresie udostępniania informacji o transakcjach na rynku regulowanym]	270

Art. 29d.	[Przetwarzanie danych osobowych przez spółkę prowadzącą rynek regulowany]	271
Art. 30.	[Uprawnienia kontrolne i nadzorcze KNF]	273
Art. 30a.	[Zalecenie zaprzestania działania naruszającego przepisy lub niepodejmowania takiego działania w przyszłości]	277
Art. 30b.	[Przekazanie informacji za pośrednictwem zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego]	279
Art. 31.	[Strony transakcji na rynku regulowanym]	280
Art. 32.	[Dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym]	284
Art. 32a.	[Obowiązek archiwizacji dokumentów przez spółkę prowadzącą rynek regulowany]	287
Oddział 1a		
Limity pozycji		288
Art. 32b.	[Doprecyzowanie pojęć]	288
Art. 32c.	[Decyzja Komisji]	290
Art. 32d.	[Przekazanie dokumentów]	304
Art. 32e.	[Decyzje Komisji]	305
Art. 32f.	[Obowiązek informowania; sprawozdania i zestawienia]	308
Oddział 2		
(uchylony)		312
Art. 33–38.	(uchylone).	312
Oddział 3		
(uchylony)		312
Art. 39–43.	(uchylone).	312
Oddział 4		
(uchylony)		312
Art. 44–45.	(uchylone).	312
Dział III		
System depozytowo-rozliczeniowy		313
Art. 45a.	[Depozyt i rejestracja]	313
Art. 45b.	[Rozliczenie i rozrachunek]	315
Art. 45c.	[System rozliczeniowo-rozrachunkowy NBP]	318
Art. 45d.	[Rozrachunek z wykorzystaniem potrącenia]	319
Art. 45e.	[Bezskuteczność określonych postępowań]	321
Art. 45f.	[Zawieszenie rozrachunku]	325
Art. 45g.	[Rozliczanie transakcji a uczestnictwo]	327
Art. 45h.	[Nowacja rozliczeniowa]	330

Art. 45i.	[Roszczenia o zawarcie umowy o uczestnictwo]	338
Art. 46.	[Krajowy Depozyt]	339
Art. 46a.	[Prawo głosu akcjonariusza KDPW]	341
Art. 47.	[Znaczne pakiety akcji KDPW]	343
Art. 47a.	[Zawiadomienie o nabyciu akcji CCP]	347
Art. 47b.	[Język zawiadomienia]	352
Art. 47c.	[Oświadczenie zastępcze]	353
Art. 47d.	[Sankcje cywilnoprawne i administracyjne]	353
Art. 47e.	[Uchylenie sankcji przez KNF]	356
Art. 48.	[Zadania KDPW]	356
Art. 49.	(uchylony)	361
Art. 50.	[Regulamin KDPW]	361
Art. 51.	[Uczestnicy KDPW]	366
Art. 52.	[Umowa o uczestnictwo]	368
Art. 53.	[Ograniczenie albo pozbawienie uczestnictwa w KDPW]	371
Art. 54.	[Przekazywanie danych dotyczących klientów]	375
Art. 55.	[Kod emisji]	378
Art. 56.	[Redukcja wartości nominalnej akcji]	380
Art. 57.	[Rejestracja papierów wartościowych]	382
Art. 57a.	[Rejestracja instrumentów pochodnych]	384
Art. 58.	[Wykonanie zobowiązania emitenta]	385
Art. 59.	[System gwarantujący]	386
Art. 60–62.	(uchylone)	389
Art. 63.	[Opłaty za czynności w ramach systemu depozytowo- rozliczeniowego]	389
Art. 64.	[Uprawnienia kontrolne i nadzorcze KNF]	390
Art. 64a.	[Uprawnienia Prezesa NBP]	395
Art. 65.	[Fundusz rozliczeniowy]	396
Art. 66.	[Wysokość wpłat na fundusz rozliczeniowy]	398
Art. 67.	[Charakter masy majątkowej funduszu rozliczeniowego]	398
Art. 68.	[Fundusz zabezpieczający]	400
Art. 68a.	[Izba rozliczeniowa i izba rozrachunkowa]	402
Art. 68b.	[Regulaminy izby rozliczeniowej i izby rozrachunkowej]	407
Art. 68c.	[System gwarantujący]	408
Art. 68d.	[Fundusz zabezpieczający]	409
Art. 68e.	[Uczestnictwo w izbie rozrachunkowej]	410
Art. 68f.	[Dane przekazywane do Prezesa NBP]	411
Art. 68g.	[Zakres informacji przekazywanych przez Krajowy Depozyt i inne spółki]	414
Art. 68h.	[Tekst jednolity regulaminu ze zmianami]	415

Dział IIIA

Identyfikacja akcjonariuszy, przekazywanie informacji akcjonariuszom

i ułatwianie wykonywania praw akcjonariuszy	416
Art. 68i. [Objaśnienie pojęć]	416
Art. 68j. [Identyfikacja akcjonariuszy]	418
Art. 68k. [Przekazywanie informacji]	422
Art. 68l. [Ułatwienie wykonywania praw akcjonariuszy]	426
Art. 68m. [Niedyskryminacja, proporcjonalność i przejrzystość kosztów]	426
Art. 68n. [Przetwarzanie danych osobowych akcjonariuszy]	428

Dział IV

Uczestnictwo w obrocie instrumentami finansowymi	430
---	-----

Rozdział 1

Prowadzenie działalności przez firmy inwestycyjne	430
--	-----

Oddział 1

Przepisy ogólne	430
Art. 69. [Zakres działalności maklerskiej]	430
Art. 69a–69e. (uchylone)	440
Art. 69f. [Zezwolenie]	440
Art. 69g. [Wpis do rejestru]	441
Art. 69h. [Usługi pośrednictwa w zawieraniu umowy lokaty strukturyzowanej]	442
Art. 69i. [Odpowiednie zastosowanie przepisów]	444
Art. 70. [Wyłączenie stosowania]	445
Art. 71. (uchylony)	455
Art. 72. [Oferowanie instrumentów finansowych]	455
Art. 73. [Wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych]	461
Art. 73a. [Obowiązek podejmowania działań w celu uzyskania możliwie najlepszych wyników dla klienta]	472
Art. 73b. [Polityka wykonywania przez firmę inwestycyjną zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych]	474
Art. 73c. [Raport z najlepszymi systemami wykonywania zleceń]	475
Art. 73d. [Monitoring skuteczności wdrożonych rozwiązań dotyczących wykonywania zleceń i stosowanej polityki wykonywania zleceń]	476
Art. 74–74a. (uchylone)	477
Art. 74b. [Przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych]	477
Art. 74c. [Czynności niestanowiące działalności maklerskiej]	478

Art. 74d.	[Nabywanie lub zbywanie na własny rachunek instrumentów finansowych]	479
Art. 74e.	[Nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych przez wykorzystywanie handlu algorytmicznego]	480
Art. 74f.	[Wykonywanie czynności animatora rynku instrumentów finansowych z wykorzystaniem handlu algorytmicznego]	482
Art. 74g.	[Bezpośredni dostęp elektroniczny klienta umożliwiający składanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentu finansowego drogą elektroniczną]	484
Art. 74h.	[Wykonywanie przez firmę inwestycyjną obowiązków wynikających z rozliczania transakcji zawartych przez inny podmiot]	486
Art. 75.	[Zarządzanie portfelem instrumentów finansowych]	490
Art. 76.	[Doradztwo inwestycyjne]	494
Art. 76a.	[Wymóg formy pisemnej umów]	497
Art. 77.	[Usługa wymiany walutowej]	498
Art. 78.	[Prowadzenie ASO lub OTF]	499
Art. 78a.	(uchylony)	508
Art. 78b.	[Zasady zawierania transakcji w ASO]	508
Art. 78c.	[Zasady zawierania transakcji w OTF]	509
Art. 78d.	[Zestawianie zleceń w OTF]	510
Art. 78e.	[Ograniczenia w działalności firmy inwestycyjnej prowadzącej OTF; udział w OTF animatora rynku]	511
Art. 78f.	[Wykonywanie zleceń na OTF w sposób uznaniowy]	512
Art. 78g.	[Rejestr ASO MŚP]	513
Art. 78h.	[Wykonywanie obowiązku zgłaszania transakcji; obowiązek posiadania zapasowych systemów]	515
Art. 78ha.	[Zgłaszanie transakcji w instrumentach finansowych za pośrednictwem zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego]	516
Art. 78i.	[Wprowadzanie instrumentów finansowych do innego ASO MŚP lub innego ASO]	517
Art. 78j.	[Osoby na liście osób posiadających dostęp do informacji poufnej]	518
Art. 79.	[Umowa z agentem firmy inwestycyjnej]	519
Art. 80.	[Status agenta firmy inwestycyjnej]	524
Art. 81.	[Wpis do rejestru agentów firm inwestycyjnych]	525
Art. 81a.	[Outsourcing firm inwestycyjnych]	528
Art. 81b.	(uchylony)	530
Art. 81c.	[Uwzględnienie w systemie zarządzania ryzykiem ryzyka związanego z outsourcingiem; odpowiedzialność odszkodowawcza]	530
Art. 81d.	[Obowiązek zawiadomienia KNF]	533

Art. 81e.	(uchylony)	533
Art. 81f.	[Podoutsourcing firm inwestycyjnych]	534
Art. 81g.	(uchylony)	535
Art. 82.	[Wniosek o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej]	535
Art. 82a.	[Kwalifikacje pracowników]	542
Art. 83.	[Kwalifikacje pracowników, komplementariuszy i wspólników]	544
Art. 83a.	[Bezpieczeństwo usług; ochrona klientów i danych]	546
Art. 83b.	[Ogólne wymogi organizacyjne wobec firmy inwestycyjnej; zarządzanie ryzykiem przez firmę inwestycyjną; system audytu wewnętrznego; system kontroli wewnętrznej; strategia dystrybucji]	555
Art. 83c.	[Zasady prowadzenia działalności maklerskiej; informacje przekazywane klientom lub potencjalnym klientom]	563
Art. 83d.	[Opłaty, prowizje i inne świadczenia pobierane w związku ze świadczeniem usługi maklerskiej]	569
Art. 83e.	[Wynagradzanie i ocena pracy osób zaangażowanych w świadczenie usług maklerskich]	571
Art. 83f.	[Świadczenie usługi maklerskiej wraz ze świadczeniem innej usługi]	573
Art. 83g.	[Informacje zbierane od klientów lub potencjalnych klientów w celu umożliwienia zarządzania portfelem lub udzielania rekomendacji]	574
Art. 83h.	[Ocena wiedzy i doświadczenia klienta lub potencjalnego klienta; ocena odpowiedniości usługi lub instrumentu finansowego]	578
Art. 83i.	[Informacje będące podstawą oceny w przypadku korzystania z pośrednictwa innej firmy inwestycyjnej]	581
Art. 83j.	[Sprawozdania przekazywane klientom przy świadczeniu usługi maklerskiej]	581
Art. 83ja.	[Ograniczenie stosowania przepisów w przypadku świadczenia wybranych usług maklerskich]	582
Art. 83k.	[Ograniczenie obowiązku udostępniania informacji o przetwarzaniu danych osobowych]	583
Art. 84.	[Zezwolenie KNF]	583
Art. 85.	[Odmowa udzielenia zezwolenia]	585
Art. 86.	[Zmiany danych]	589
Art. 87.	(uchylony)	590
Art. 88.	[Obowiązki informacyjne]	590
Art. 89.	[Wygaśnięcie zezwolenia]	593
Art. 90.	[Archiwizacja dokumentów]	595
Art. 91.	[Rejestr firm inwestycyjnych]	597
Art. 92.	[Izby gospodarcze]	597

Art. 93.	[Stosowanie przepisów do zagranicznych firm inwestycyjnych]	598
Art. 93a.	(uchylony)	599
Art. 93b.	[Zalecenie firmie inwestycyjnej zaprzestania określonego działania lub niepodejmowania go w przyszłości]	599
Art. 94.	[Delegacje ustawowe]	599
Oddział 2		
Domy maklerskie		602
Art. 95.	[Formy działania domów maklerskich]	602
Art. 96.	[Opinia organów nadzoru innych państw]	607
Art. 97.	[Kapitał założycielski domu maklerskiego]	611
Art. 98.	[Wysokość kapitału założycielskiego]	612
Art. 98a–99.	(uchylone)	613
Art. 100.	[Zlecenie kontroli biegłemu rewidentowi; obowiązek notyfikacji]	613
Art. 101.	(uchylony)	617
Art. 102.	[Centrala domu maklerskiego]	617
Art. 102a.	[Zgoda Komisji na powołanie prezesa zarządu domu maklerskiego i członka zarządu domu maklerskiego, który będzie odpowiedzialny za nadzorowanie systemu zarządzania ryzykiem]	618
Art. 102b.	[Wyodrębnienie stanowiska członka zarządu nadzorującego system zarządzania ryzykiem w działalności domu maklerskiego; wewnętrzny podział kompetencji w zarządzie]	620
Art. 102c.	[Ocena spełniania wymagań przez członków zarządu i rady nadzorczej domu maklerskiego; odwołanie lub zawieszenie w czynnościach członka zarządu domu maklerskiego]	620
Art. 103.	[Zarząd domu maklerskiego]	623
Art. 103a.	(uchylony)	630
Art. 104.	[Zasada jednolitego paszportu; działalność w formie oddziału]	630
Art. 104a.	[Instalowanie systemów informatycznych i urządzeń technicznych na terytorium innych państw członkowskich]	636
Art. 105–105g.	(uchylone)	637
Art. 106.	[Znaczne pakiety akcji domów maklerskich]	637
Art. 106a.	[Informacje przekazywane wraz z zawiadomieniem]	642
Art. 106b.	[Informacje przedstawiane wraz z zawiadomieniem]	643
Art. 106c.	[Język zawiadomienia]	645
Art. 106d.	[Oświadczenie zastępcze]	646
Art. 106e.	[Pełnomocnik do doręczeń]	646
Art. 106f.	[Współpraca organów nadzoru]	647
Art. 106g.	[Braki zawiadomienia; dodatkowe informacje]	648
Art. 106h.	[Sprzeciw KNF]	651
Art. 106i.	[Termin doręczenia decyzji w przedmiocie sprzeciwu]	654

Art. 106j.	[Skutki upływu terminu]	655
Art. 106k.	[Skutki uchylecia decyzji KNF]	655
Art. 106l.	[Sankcje cywilnoprawne i administracyjne]	656
Art. 106m.	[Uchylenie sankcji przez KNF]	660
Art. 106n.	[Informowanie domu maklerskiego o nabyciu akcji]	662
Art. 106o.	[Nakazanie przekazania płatności dokonywanych przez dom maklerski na poczet zaległej kary pieniężnej]	662
Art. 107.	[Zamiar zbycia akcji domu maklerskiego]	663
Art. 108.	[Niekorzystny wpływ akcjonariusza]	665
Art. 108a.	[Odpowiednie stosowanie]	667
Art. 109.	[Zakaz nabywania akcji przez dom maklerski]	668
Art. 110.	[Monitorowanie przez Komisję Europejską narodowego traktowania unijnych firm inwestycyjnych]	669
 Oddział 2a		
Szczególne zasady prowadzenia działalności przez domy maklerskie i małe domy maklerskie		671
Art. 110a.	[Definicje]	671
Art. 110aa.	[Przepisy stosowane do małego domu maklerskiego; zaprzestanie spełniania warunków uznania za mały dom maklerski]	673
Art. 110ab.	[Zasady stosowania przepisów na poziomie jednostkowym oraz na zasadzie skonsolidowanej]	675
Art. 110ac.	[Wydanie lub uchylenie decyzji nakazującej stosowanie przepisów o wymogach ostrożnościowych dla instytucji kredytowych]	676
Art. 110ad.	[Spółki obejmowane nadzorem w przypadku stosowania grupowego testu kapitałowego]	677
Art. 110b.	[System zarządzania ryzykiem w domu maklerskim]	678
Art. 110c.	[Obowiązki zarządu i rady nadzorczej domu maklerskiego]	681
Art. 110ca–110cb.	(uchylone)	682
Art. 110d.	[Zarząd domu maklerskiego jako organ zarządzający]	682
Art. 110e.	[Oszacowanie kapitału wewnętrznego]	683
Art. 110f.	[Zasady nadzoru nad domami maklerskimi prowadzącymi działalność w innych państwach członkowskich oraz nad zagranicznymi firmami inwestycyjnymi]	684
Art. 110fa.	[Podmioty będące pośrednimi unijnymi jednostkami dominującymi]	689
Art. 110fb.	[Wyłączenie obowiązku posiadania pośredniej unijnej jednostki dominującej]	691
Art. 110g.	[Nadzór nad grupą firm inwestycyjnych]	692
Art. 110ga.	[Nadzór skonsolidowany]	694
Art. 110h.	(uchylony)	697

Art. 110i.	[Działania w przypadku sytuacji nadzwyczajnych lub wystąpienia niekorzystnych zmian na rynkach]	697
Art. 110j.	[Kolegium]	697
Art. 110k.	[Współpraca Komisji z innymi organami nadzoru w zakresie nadzoru nad grupą firm inwestycyjnych]	700
Art. 110l.	[Nadzór nad podmiotem zależnym]	703
Art. 110m.	[Przekazywanie Komisji informacji przez holding mieszany oraz podmioty zależne tego holdingu]	704
Art. 110n.	(uchylony)	705
Art. 110o.	[Ocena równoważności zasad nadzoru]	705
Art. 110p.	[Dokumentowanie systemów i procesów, rejestrowanie transakcji przez dom maklerski]	706
Art. 110q.	[Zarządzanie ryzykiem płynności]	707
Art. 110r.	[Badanie i ocena działań domu maklerskiego podejmowanych w zakresie zarządzania ryzykiem]	708
Art. 110s–110t.	(uchylone)	709
Art. 110u.	[Weryfikacja wypełniania warunków w zakresie stosowanej przez dom maklerski metody obliczania funduszy własnych]	709
Art. 110v.	[Polityka wynagrodzeń domu maklerskiego]	711
Art. 110va.	[Wynagrodzenia w przypadku korzystania przez dom maklerski z finansowego wsparcia pochodzącego ze środków publicznych]	713
Art. 110w.	[Sprawozdanie z działalności oddziału lub podmiotu zależnego]	714
Art. 110x.	[Delegacje ustawowe]	715
Art. 110xa.	(uchylony)	716
Art. 110y.	[Środki nadzorcze stosowane w przypadku naruszenia przepisów przez dom maklerski lub prawdopodobieństwa ich naruszenia]	716
Art. 110ya.	[Zalecenie utrzymywania przez dom maklerski funduszy własnych na określonym poziomie]	721
Art. 110yb.	[Nałożenie na dom maklerski dodatkowych wymogów w zakresie płynności]	722
Art. 110z.	[Obowiązek przekazywania Komisji informacji niezbędnych do wykonywania nadzoru]	723
Art. 110za.	(uchylony)	724
Art. 110zaa.	[Delegacja ustawowa – ekspozycje podlegające wyłączeniu z zakresu stosowania przepisów o limitach w odniesieniu do ryzyka koncentracji]	724
Art. 110zab.	[Niewliczanie wartości akcji zarejestrowanych w prowadzonym przez dom maklerski rejestrze akcjonariuszy do wartości aktywów zabezpieczonych i objętych administrowaniem]	725
Art. 110zb.	[Wartości procentowe i współczynniki]	725

Oddział 2b	
Postępowanie naprawcze	726
Art. 110zc. [Program postępowania naprawczego]	726
Art. 110zd. [Środki podejmowane w przypadku nieskuteczności programu postępowania naprawczego]	727
Art. 110ze. [Kurator nadzorujący wykonanie programu postępowania naprawczego]	728
Art. 110zf. [Ustanowienie zarządu komisarycznego]	729
Art. 110zg. [Urlop bezpłatny i wynagrodzenie członków zarządu komisarycznego]	730
Art. 110zh. [Stosowanie przepisów do domów maklerskich działających w formie spółki osobowej]	732
Art. 110zha. [Domy maklerskie wyłączone spod stosowania przepisów o postępowaniu naprawczym]	732
Oddział 2c	
Plany naprawy i zasady wczesnej interwencji dla niektórych domów maklerskich	732
Art. 110zi. [Definicje]	732
Art. 110zj. [Plan naprawy]	735
Art. 110zk. [Zatwierdzenie planu naprawy przez Komisję]	738
Art. 110zl. [Grupowy plan naprawy]	741
Art. 110zm. [Konsultowanie grupowego planu naprawy]	742
Art. 110zn. [Porozumienie w zakresie konieczności sporządzenia i przekazania przez dom maklerski planu naprawy]	745
Art. 110zo. [Wskaźniki w planach naprawy]	746
Art. 110zp. [Ograniczenie zakresu informacji w planie naprawy; zmiana częstotliwości aktualizacji planu naprawy]	747
Art. 110zq. (uchylony)	748
Art. 110zr. [Umowa o udzielenie wsparcia finansowego]	748
Art. 110zs. [Warunki zawarcia umowy o udzielenie wsparcia finansowego]	748
Art. 110zt. [Warunki udzielenia wsparcia finansowego]	750
Art. 110zu. [Zgoda Komisji na zawarcie umowy o udzielenie wsparcia finansowego]	750
Art. 110zv. [Zawarcie umowy o udzielenie wsparcia finansowego w ramach grupy]	752
Art. 110zw. [Przekazanie kopii umowy innym organom]	752
Art. 110zx. [Zgoda Komisji na udzielenie wsparcia finansowego]	752
Art. 110zy. [Podanie do publicznej wiadomości informacji o zawarciu umowy o udzielenie wsparcia finansowego]	754
Art. 110zz. [Środki wczesnej interwencji]	755
Art. 110zza. [Ustanowienie kuratora lub zarządu komisarycznego]	757

Art. 110zzb.	[Współpraca Komisji z innymi organami]	759
Art. 110zzc.	(uchylony)	761
Art. 110zzd.	[Odstąpienie od zasady czynnego udziału strony w postępowaniu]	762
Art. 110zze.	[Natychmiastowa wykonalność decyzji Komisji]	762
Art. 110zzf.	[Wyłączenie stosowania przepisu o udziale organizacji społecznej w postępowaniu]	762
Art. 110zzg.	[Doręczanie pism]	763
Art. 110zzh.	[Działania w przypadku zagrożenia upadłością domu maklerskiego]	763
Oddział 3		
	Banki prowadzące działalność maklerską	764
Art. 111.	[Zezwolenie na działalność maklerską banku]	764
Art. 112.	(uchylony)	771
Art. 113.	[Umowy o świadczenie usług bankowych]	771
Art. 114.	[Odpowiednie zastosowanie przepisów]	773
Oddział 4		
	Podmioty zagraniczne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej	778
Art. 115.	[Zasada jednolitego paszportu; oddział]	778
Art. 115a.	[Świadczenie niestanowiące działalności maklerskiej wymagającej uzyskania zezwolenia na jej prowadzenie]	784
Art. 115b.	[Odmowa udzielenia zezwolenia zagranicznej osobie prawnej]	785
Art. 115c.	[Obowiązki informacyjne oddziału zagranicznej osoby prawnej]	786
Art. 116.	[Przedstawicielstwo]	787
Art. 117.	[Zasady prowadzenia działalności]	787
Art. 117a.	[Instalowanie na terytorium Polski systemów teleinformatycznych i urządzeń technicznych przez zagraniczną firmę inwestycyjną]	794
Art. 118.	[Podział kompetencji nadzorczych]	795
Rozdział 2		
	Szczególne typy uczestnictwa w obrocie instrumentami finansowymi	797
Oddział 1		
	Banki powiernicze	797
Art. 119.	[Działalność powiernicza]	797
Art. 120.	[Zakres zezwolenia]	803
Art. 121.	[Umowa o prowadzenie rachunku papierów wartościowych]	804
Art. 121a.	[Odpowiednie zastosowanie przepisu]	808

Art. 122.	[Uprawnienia kontrolne Komisji]	808
Art. 123.	[Odeślanie]	812
Oddział 2		
Kluby inwestorów		813
Art. 124.	[Kluby inwestorów]	813
Rozdział 3		
Maklerzy papierów wartościowych i doradcy inwestycyjni		815
Art. 125.	[Wykonywanie zawodu maklera]	815
Art. 126.	[Zasady wykonywania zawodu przez maklera i doradcę]	817
Art. 127.	[Wymogi formalne]	821
Art. 128.	[Egzamin]	823
Art. 129.	[Wpis na listę]	825
Art. 130.	[Sankcje administracyjne]	829
Art. 131.	[Skreślenie z listy]	836
Rozdział 4		
Prowadzenie działalności w zakresie udostępniania informacji		837
Art. 131a–131j. (uchylone)		837
Art. 131k.	[Przekazywanie dokumentów i udzielanie wyjaśnień na żądanie KNF]	837
Art. 131l.	(uchylony)	838
Art. 131m.	[Procedury anonimowego zgłaszania naruszeń przepisów prawa; procedury i standardy etyczne w podmiocie świadczącym usługi w zakresie udostępniania informacji o transakcjach]	839
Rozdział 5		
Polityka dotycząca zaangażowania		839
Art. 131n.	[Firmy inwestycyjne objęte regulacją]	839
Art. 131o.	[Polityka zaangażowania w spółkę notowaną na rynku regulowanym oraz sprawozdanie z realizacji tej polityki]	841
Art. 131p.	[Publikacja polityki zaangażowania, sprawozdania z jej realizacji lub wyjaśnień powodów ich nieopracowania lub nieopublikowania]	843
Art. 131q.	[Informacja o zgodności przyjętej strategii inwestycyjnej i jej realizacji z ustaleniami dotyczącymi lokowania aktywów w dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym akcje spółek]	844
Art. 131r.	[Osoby odpowiedzialne za opracowanie i publikację dokumentów]	846

Dział V

Zabezpieczanie interesów inwestorów. System rekompensat	847
Art. 132. [Objaśnienie pojęć]	847
Art. 133. [System rekompensat]	854
Art. 134. [Regulamin funkcjonowania systemu]	856
Art. 135. [Obowiązek uczestnictwa w systemie]	858
Art. 136. [Przystąpienie oddziału zagranicznego do systemu]	860
Art. 137. [Obowiązkowe wpłaty do systemu]	866
Art. 138. [Współwłasność środków uczestników systemu]	875
Art. 139. [Wypłata rekompensat]	877
Art. 140. [Postępowanie upadłościowe lub restrukturyzacyjne domu maklerskiego]	881
Art. 141. [Uchwała o wypłacie rekompensat]	885
Art. 142. [Roszczenie o zwrot przekazywanych kwot]	886
Art. 143. [Terminarz wypłat rekompensat przez syndyka]	887
Art. 144. [Zwrot wierzytelności Krajowemu Depozytowi]	889
Art. 145. [Oddalenie wniosku o ogłoszenie upadłości; pozostawienie zarządu w rękach dłużnika w postępowaniu restrukturyzacyjnym]	890
Art. 146. [Sprawozdanie z działalności systemu]	892

Dział VI

Dostęp do informacji o szczególnym charakterze	893
---	-----

Rozdział 1

Tajemnica zawodowa	893
Art. 147. [Pojęcie tajemnicy zawodowej]	893
Art. 148. [Zakres podmiotowy obowiązku zachowania tajemnicy zawodowej]	895
Art. 149. [Dozwolone ujawnienie tajemnicy zawodowej]	897
Art. 150. [Informacje nienaruszające tajemnicy zawodowej]	903
Art. 150a. [Ujawnianie informacji przez Komisję a rozporządzenie nr 236/2012]	915
Art. 151. [Ujawnianie informacji przez KNF]	916
Art. 151a. [Warunki ujawniania informacji przekazywanych KNF w ramach sprawowanego nad nią nadzoru]	917
Art. 152. [Wymiana informacji objętych tajemnicą zawodową]	919
Art. 153. [Odpowiedzialność odszkodowawcza]	920

Rozdział 2**(uchylony)**

Art. 154–161a. (uchylone)	921
---------------------------------	-----

Dział VII

Opłaty	923
Art. 162. [Wysokość opłat]	923
Art. 163. [Wysokość opłat z tytułu nadzoru]	926
Art. 163a. [Zawieszenie możliwości zawierania transakcji z powodu nieuiszczenia opłaty]	929
Art. 164. [Ustalenie wysokości, naliczanie i uiszczanie opłat; przeznaczenie wpływów z opłat]	930

Dział VIII

Sankcje administracyjne za naruszenie przepisów	932
Art. 165. [Cofnięcie zezwolenia na prowadzenie rynku regulowanego, kara pieniężna]	932
Art. 165a. [Cofnięcie zezwolenia na prowadzenie platformy aukcyjnej]	942
Art. 165b. [Zakaz prowadzenia rynku regulowanego]	947
Art. 165c. [Cofnięcie zezwolenia na prowadzenie ASO]	950
Art. 165d. [Zakaz prowadzenia ASO]	953
Art. 165e. [Cofnięcie zezwolenia na prowadzenie OTF]	956
Art. 165f. [Wygaśnięcie uprawnienia do prowadzenia ASO oraz OTF]	959
Art. 166. (uchylony)	960
Art. 166a. [Sankcje nakładane na podmiot prowadzący zagraniczny rynek regulowany]	960
Art. 166b. (uchylony)	964
Art. 167. [Cofnięcie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, kara pieniężna]	964
Art. 167a. [Sankcje nakładane na finansową spółkę holdingową]	971
Art. 167b. (uchylony)	974
Art. 167ba. [Sankcje nakładane na zatwierdzony podmiot publikujący lub zatwierdzony mechanizm sprawozdawczy]	974
Art. 167c. [Zawieszenie zezwolenia na świadczenie usług w zakresie udostępniania informacji i kara pieniężna]	977
Art. 167ca. [Kara pieniężna w przypadku cofnięcia zatwierdzonemu podmiotowi publikującemu lub zatwierdzonemu mechanizmowi sprawozdawczemu zezwolenia na świadczenie usług w zakresie udostępniania informacji]	980
Art. 167d. [Naruszenie przepisów podczas świadczenia usługi pośrednictwa w zawieraniu umowy lokaty strukturyzowanej]	983
Art. 167e. [Sankcje nakładane w przypadku naruszenia przepisów o identyfikacji akcjonariuszy i naruszania ich praw]	986
Art. 168. [Sankcje nakładane na bank powierniczy]	987
Art. 168a. [Zakaz prowadzenia działalności – sankcje nakładane za naruszenie prawa przez zagraniczną firmę inwestycyjną]	988

Art. 169.	[Sankcje nakładane na zagraniczną firmę inwestycyjną lub agenta takiej firmy]	994
Art. 169a.	[Sankcje za naruszenie przepisów dotyczących organizowania rynku regulowanego lub prowadzenia działalności maklerskiej]	1001
Art. 169b.	[Przekazywanie informacji zbiorczych Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych]	1005
Art. 169c.	[Sankcja za naruszenie przepisów dotyczących funkcjonowania platformy aukcyjnej]	1005
Art. 170.	[Sankcja nakładana na KDPW]	1007
Art. 170a.	[Zakaz wykonywania czynności; kara pieniężna]	1008
Art. 170b.	[Sankcja nakładana na spółkę prowadzącą izbę rozliczeniową]	1010
Art. 170c.	[Sankcja nakładana na spółkę prowadzącą izbę rozrachunkową]	1011
Art. 170d.	[Sankcje nakładane na posiadacza rachunku zbiorczego lub prowadzącego rachunek zbiorczy]	1012
Art. 170e.	[Naruszenie wymogów przez centralny depozyt papierów wartościowych]	1014
Art. 170f.	[Naruszenie wymogów przy świadczeniu bankowych usług pomocniczych]	1017
Art. 170g.	[Okoliczności uwzględniane przy nakładaniu sankcji]	1020
Art. 171.	[Sankcje za naruszenie obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji]	1022
Art. 171a.	[Sankcje za naruszenie przepisów dotyczących dokonywania krótkiej sprzedaży oraz transakcji swapu ryzyka kredytowego]	1024
Art. 171b.	[Miarkowanie kar]	1026
Art. 171c.	[Sankcja za niewykonywanie lub nienależyte wykonywanie obowiązków zgłaszania transakcji]	1028
Art. 171d.	[Ponowne wykorzystanie instrumentów finansowych wbrew warunkom określonym w przepisach]	1031
Art. 171e.	[Okoliczności uwzględniane przy nakładaniu sankcji]	1035
Art. 171f.	[Kara pieniężna za naruszenie zakazów lub ograniczeń nakładanych przez EUNGiPW lub EUNB]	1037
Art. 172.	(uchylony)	1038
Art. 173.	[Niedozwolone nabycie akcji własnych lub stabilizacja cen instrumentów finansowych]	1038
Art. 173a.	[Sankcje nakładane na kontrahentów finansowych]	1041
Art. 173b.	[Sankcje nakładane na kontrahentów niefinansowych]	1043
Art. 173c.	[Sankcje nakładane na CCP]	1044
Art. 173d.	[Zakaz inwestowania; zakaz rozliczania transakcji]	1047
Art. 174.	[Sankcje za dokonywanie transakcji w okresie zamkniętym]	1049
Art. 174a.	[Sankcja za udzielenie przez emitenta zgody na dokonanie transakcji w okresie zamkniętym wbrew przepisom]	1051
Art. 175.	[Sankcja za niewykonanie obowiązków informacyjnych]	1052

Art. 175a.	[Sankcja za naruszenie obowiązków związanych z dostępem do informacji poufnych przez uczestnika rynku uprawnień do emisji lub platformę aukcyjną]	1055
Art. 176.	[Kara pieniężna za naruszenie obowiązków związanych z dostępem do informacji poufnych]	1057
Art. 176a.	[Delikty związane z dematerializacją papierów wartościowych]	1059
Art. 176b.	[Sankcja za naruszenie obowiązków informacyjnych]	1060
Art. 176c.	[Nałożenie nakazu zaprzestania dalszego naruszania przepisów]	1061
Art. 176d.	[Nałożenie zakazu zawierania transakcji dotyczących instrumentów finansowych]	1062
Art. 176e.	[Obliczanie kwoty całkowitego rocznego przychodu w przypadku jednostek dominujących]	1063
Art. 176f.	[Okoliczności uwzględniane przy nakładaniu sankcji]	1063
Art. 176g.	[Kara pieniężna za naruszenie limitów otwartych pozycji dla towarowych instrumentów pochodnych]	1065
Art. 176h.	[Publikacja informacji o rozstrzygnięciach podejmowanych w razie naruszenia przepisów]	1068
Art. 176i.	[Kary pieniężne nakładane na administratora wskaźnika referencyjnego w instrumentach finansowych]	1069
Art. 176j.	[Cofnięcie lub zawieszenie zezwolenia udzielonego administratorowi]	1072
Art. 176k.	[Cofnięcie lub zawieszenie uznania udzielonego administratorowi]	1075
Art. 176l.	[Nakaz zaprzestania stosowania wskaźnika referencyjnego]	1076
Art. 176m.	[Okoliczności uwzględniane przy nakładaniu sankcji na administratorów]	1077
Art. 176n.	[Publikacja informacji o sankcjach nałożonych na administratorów]	1078
 Dział IX		
Odpowiedzialność cywilna		1080
Art. 177.	[Odpowiedzialność cywilna wystawiającego świadectwo depozytowe]	1080
 Dział X		
Przepisy karne		1083
Art. 178.	[Przestępstwo nieuprawnionego obrotu instrumentami finansowymi]	1083
Art. 178a.	[Przestępstwo nieuprawnionego używania oznaczeń giełdowych]	1090
Art. 178b.	[Przestępstwo nieuprawnionej działalności administratora wskaźnika referencyjnego]	1091

Art. 178c.	[Przestępstwo dezinformacji o emitencie lub papierze wartościowym]	1092
Art. 178d.	[Przestępstwo naruszenia obowiązków informacyjnych emitenta]	1093
Art. 178e.	[Przestępstwo naruszenia obowiązków informacyjnych w zakresie polityki dotyczącej zaangażowania]	1094
Art. 178f.	[Przestępstwo dezinformacji w zakresie polityki dotyczącej zaangażowania]	1095
Art. 178g.	[Przestępstwo dezinformacji w zakresie zgodności przyjętej strategii inwestycyjnej]	1096
Art. 178h.	[Przestępstwo dezinformacyjnego utrudniania wykonania obowiązków agenta emisji]	1097
Art. 178i.	[Przestępstwo wystawienia fałszywego świadectwa]	1098
Art. 179.	[Przestępstwo naruszenia tajemnicy zawodowej w obrocie instrumentami finansowymi]	1099
Art. 179a.	[Przestępstwo ujawnienia lub wykorzystania szczególnych informacji poufnych]	1107
Art. 180.	[Przestępstwo nieuprawnionego ujawnienia informacji poufnej]	1110
Art. 181.	[Przestępstwo nieuprawnionego wykorzystania informacji poufnej]	1116
Art. 182.	[Przestępstwo nieuprawnionego udzielenia rekomendacji lub nakłaniania do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczy informacja poufna]	1121
Art. 183.	[Przestępstwa manipulacji instrumentami finansowymi]	1125
Art. 184.	[Wykroczenie utrudniania czynności kontrolnych KNF]	1131

Dział XI

Zmiany w przepisach obowiązujących	1135
Art. 185–213. (pominięte).	1135

Dział XII

Przepisy przejściowe i końcowe		1136
Art. 214.	[Przepisy przejściowe dotyczące spółki Giełda Papierów Wartościowych]	1136
Art. 215.	[Przepisy stosowane do działalności spółki prowadzącej rynek pozagiełdowy]	1137
Art. 216.	[Zezwolenia wydane przed dniem wejścia w życie ustawy]	1137
Art. 217.	[Wpisy na listę maklerów papierów wartościowych i listę doradców inwestycyjnych dokonane przed dniem wejścia w życie ustawy]	1137
Art. 218.	[Egzamin uzupełniający]	1138

Art. 219.	[Czyny stanowiące przestępstwa przed dniem wejścia w życie ustawy]	1138
Art. 220.	[Przepisy stosowane do spraw wszczętych i niezakończonych przed dniem wejścia w życie ustawy]	1139
Art. 221.	[Funkcjonowanie systemu rekompensat do końca 2005 r.]	1139
Art. 222.	[Utrzymanie w mocy przepisów wykonawczych]	1139
Art. 223.	[Stawki wpłat do systemu rekompensat w 2006 r.]	1140
Art. 224.	[Przepis derogacyjny]	1140
Art. 225.	[Wejście w życie ustawy]	1140
Bibliografia		1141
Skorowidz		1159
Autorzy		1169

WYKAZ SKRÓTÓW

Akty prawne

- dyrektywa 97/9/WE – dyrektywa 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 3.03.1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów (Dz.Urz. WE L 84, s. 22)
- dyrektywa 2003/87/WE – dyrektywa 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 13.10.2003 r. ustanawiająca system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych w Unii oraz zmieniająca dyrektywę Rady 96/61/WE (Dz.Urz. UE L 275, s. 32, ze zm.)
- dyrektywa 2004/39/WE, dyrektywa MiFID I – dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. UE L 145, s. 1, ze zm.) – akt uchylony
- dyrektywa 2007/36/WE – dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11.07.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 184, s. 17, ze zm.)
- dyrektywa 2010/78/UE – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/78/UE z 24.11.2010 r. w sprawie zmiany dyrektyw 98/26/WE, 2002/87/WE, 2003/6/WE, 2003/41/WE, 2003/71/WE, 2004/39/WE, 2004/109/WE, 2005/60/WE, 2006/48/WE, 2006/49/WE i 2009/65/WE w odniesieniu do uprawnień Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych) oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych) (Dz.Urz. UE L 331, s. 120, ze zm.)

- dyrektywa 2013/36/UE – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z 26.06.2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz.Urz. UE L 176, s. 338, ze zm.)
- dyrektywa 2014/59/UE – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z 15.05.2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 173, s. 190, ze zm.)
- dyrektywa 2014/65/UE, – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE
dyrektywa MiFID II z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L 173, s. 349, ze zm.)
- dyrektywa 2017/828 – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z 17.05.2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz.Urz. UE L 132, s. 1)
- dyrektywa 2021/338 – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/338 z 16.02.2021 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w zakresie wymogów informacyjnych, zarządzania produktami i limitów pozycji oraz dyrektywy 2013/36/UE i (UE) 2019/878 w zakresie ich zastosowania do firm inwestycyjnych w celu wsparcia odbudowy w następstwie kryzysu związanego z COVID-19 (Dz.Urz. UE L 68, s. 14)
- dyrektywa – dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady
o nadużyciach z 28.01.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.Urz. UE L 96, s. 16, ze zm.) – akt uchylony
- k.c. – ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2022 r. poz. 1360 ze zm.)
- k.k. – ustawa z 6.06.1997 r. – Kodeks karny (Dz.U. z 2022 r. poz. 1138)
- Konstytucja RP – Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2.04.1997 r. (Dz.U. Nr 78, poz. 483 ze zm.)

k.p.	– ustawa z 26.06.1974 r. – Kodeks pracy (Dz.U. z 2022 r. poz. 1510)
k.p.a.	– ustawa z 14.06.1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (Dz.U. z 2021 r. poz. 735 ze zm.)
k.p.c.	– ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 2021 r. poz. 1805 ze zm.)
k.p.k.	– ustawa z 6.06.1997 r. – Kodeks postępowania karnego (Dz.U. z 2022 r. poz. 1375)
k.s.h.	– ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2022 r. poz. 1467)
k.w.	– ustawa z 20.05.1971 r. – Kodeks wykroczeń (Dz.U. z 2021 r. poz. 2008 ze zm.)
p.p.o.p.w.	– ustawa z 21.08.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.) – akt uchylony
p.p.s.a.	– ustawa z 30.08.2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (Dz.U. z 2022 r. poz. 329 ze zm.)
pr. bank.	– ustawa z 29.08.1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2021 r. poz. 2439 ze zm.)
pr. upad.	– ustawa z 28.02.2003 r. – Prawo upadłościowe (Dz.U. z 2022 r. poz. 1520)
p.s.w.n.	– ustawa z 20.07.2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. z 2022 r. poz. 574 ze zm.)
p.w.p.	– ustawa z 30.06.2000 r. – Prawo własności przemysłowej (Dz.U. z 2021 r. poz. 324)
rozporządzenie 1287/2006	– rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10.08.2006 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, s. 1)
rozporządzenie 1031/2010	– rozporządzenie Komisji (UE) nr 1031/2010 z 12.11.2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych w Unii (Dz.Urz. UE L 302, s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 1093/2010	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z 24.11.2010 r. w sprawie ustanowienia Euro-

	pejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylenia decyzji Komisji 2009/78/WE (Dz.Urz. UE L 331, s. 12, ze zm.)
rozporządzenie 1095/2010, rozporządzenie o EUNGiPW	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z 24.11.2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.Urz. UE L 331, s. 84, ze zm.)
rozporządzenie 236/2012	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z 14.03.2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz.Urz. UE L 86, s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 648/2012, rozporządzenie EMIR	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z 4.07.2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.Urz. UE L 201, s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 575/2013, rozporządzenie CRR	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 176, s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 596/2014, rozporządzenie MAR	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173, s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 600/2014, rozporządzenie MiFIR	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 173, s. 84, ze zm.)
rozporządzenie 909/2014, rozporządzenie CSDR	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z 23.07.2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.Urz. UE L 257, s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 2015/2365	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z 25.11.2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych

-
- i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 337, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie 2016/679 – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z 27.04.2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (Dz.Urz. UE L 119, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie 2016/824 – rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/824 z 25.05.2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do treści i formatu opisu funkcjonowania wielostronnych platform obrotu i zorganizowanych platform obrotu oraz powiadamiania Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz.Urz. UE. L 137, s. 10)
- rozporządzenie 2016/1011 – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z 8.06.2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 171, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie 2017/392 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/392 z 11.11.2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie udzielania zezwoleń oraz wymogów nadzorczych i operacyjnych dla centralnych depozytów papierów wartościowych (Dz.Urz. UE L 65 z 2017 r., s. 48)
- rozporządzenie 2017/565 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z 25.04.2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.Urz. UE L 87 z 2017 r., s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie 2017/568 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/568 z 24.05.2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych w zakresie dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu na rynkach regulowanych (Dz.Urz. UE L 87 z 2017 r., s. 117)
-

- rozporządzenie 2017/584 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/584 z 14.07.2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi organizacyjne w zakresie systemów obrotu (Dz.Urz. UE L 87 z 2017 r., s. 350)
- rozporządzenie 2017/588 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/588 z 14.07.2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych w zakresie minimalnej wielkości zmiany ceny dla akcji, kwitów depozytowych i funduszy inwestycyjnych typu ETF (Dz.Urz. UE L 87, s. 411, ze zm.)
- rozporządzenie 2017/589 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/589 z 19.07.2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi organizacyjne dla firm inwestycyjnych prowadzących handel algorytmiczny (Dz.Urz. UE L 87 z 2017 r., s. 417)
- rozporządzenie 2017/591 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/591 z 1.12.2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących stosowania limitów pozycji dla towarowych instrumentów pochodnych (Dz.Urz. UE L 87 z 2017 r., s. 479) – akt uchylony
- rozporządzenie 2017/1018 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/1018 z 29.06.2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających informacje zgłaszane przez firmy inwestycyjne, operatorów rynku i instytucje kredytowe (Dz.Urz. UE L 155 z 2017 r., s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie 2017/1129 – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.06.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L 168, s. 12, ze zm.)
- rozporządzenie 2017/1943 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/1943 z 14.07.2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących informacji i wymogów w zakresie udzielania zezwoleń firmom inwestycyjnym (Dz.Urz. UE L 276 z 2017 r., s. 4)

-
- | | |
|--|--|
| rozporządzenie
2017/1946 | – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/1946 z 11.07.2017 r. w sprawie uzupełnienia dyrektyw 2004/39/WE i 2014/65/UE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wyczerpującego wykazu informacji, które potencjalni nabywcy muszą umieścić w powiadomieniu o planowanym nabyciu znacznego pakietu akcji w firmie inwestycyjnej (Dz.Urz. UE L 276, s. 32) |
| rozporządzenie
2018/1212 | – rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2018/1212 z 3.09.2018 r. ustanawiające minimalne wymogi w celu wykonania przepisów dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do identyfikacji akcjonariuszy, przekazywania informacji i ułatwiania wykonywania praw akcjonariuszy (Dz.Urz. UE L 223, s. 1) |
| rozporządzenie
2018/1229 | – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2018/1229 z 25.05.2018 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych w zakresie dyscypliny rozrachunku (Dz.Urz. UE L 230, s. 1, ze zm.) |
| rozporządzenie
2019/2033,
rozporządzenie IFR | – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033 z 27.11.2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniającego rozporządzenia (UE) nr 1093/2010, (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 806/2014 (Dz.Urz. UE L 314, s. 1) |
| rozporządzenie
2020/1503 | – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z 7.10.2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz.Urz. UE L 347, s. 1) |
| rozporządzenie
2022/1302 | – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1302 z 20.04.2022 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących stosowania limitów pozycji do towarowych instrumentów pochodnych oraz procedur ubiegania się o wyłączenie z limitów pozycji (Dz.Urz. UE L 197, s. 52) |
| r.s.w.t. | – rozporządzenie Ministra Finansów z 29.05.2018 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków połączniczych (Dz.U. poz. 1111) |
-

r.t.w.p.	– rozporządzenie Ministra Finansów z 30.05.2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. z 2020 r. poz. 1922 ze zm.)
TFUE	– Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz.Urz. UE C 202 z 2016 r., s. 47, ze sprost.)
u.BFG	– ustawa z 10.06.2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (Dz.U. z 2022 r. poz. 793 ze zm.)
u.b.r.	– ustawa z 11.05.2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz.U. z 2022 r. poz. 1302)
u.f.i.	– ustawa z 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2022 r. poz. 1523)
u.f.p.	– ustawa z 27.08.2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. z 2021 r. poz. 305 ze zm.)
u.g.t.	– ustawa z 26.10.2000 r. o giełdach towarowych (Dz.U. z 2022 r. poz. 170 ze zm.)
u.l.z.b.h.	– ustawa z 29.08.1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz.U. z 2022 r. poz. 581 ze zm.)
u.n.r.f.	– ustawa z 21.07.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2022 r. poz. 660 ze zm.)
u.n.r.k.	– ustawa z 29.07.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2022 r. poz. 837 ze zm.)
u.o.	– ustawa z 15.01.2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2022 r. poz. 454 ze zm.)
u.o.f.f.e.	– ustawa z 28.08.1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2020 r. poz. 105 ze zm.)
u.o.i.f.	– ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2022 r. poz. 1500 ze zm.)
u.o.p.	– ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2021 r. poz. 1983 ze zm.)
u.o.p.z.	– ustawa z 28.10.2002 r. o odpowiedzialności podmiotów zbiorowych za czyny zabronione pod groźbą kary (Dz.U. z 2020 r. poz. 358 ze zm.)
u.p.e.a.	– ustawa z 17.06.1966 r. o postępowaniu egzekucyjnym w administracji (Dz.U. z 2022 r. poz. 479 ze zm.)
u.p.t.u.	– ustawa z 11.03.2004 r. o podatku od towarów i usług (Dz.U. z 2022 r. poz. 931 ze zm.)

u.r.	– ustawa z 29.09.1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2021 r. poz. 217 ze zm.)
u.UFG	– ustawa z 22.05.2003 r. o ubezpieczeniach obowiązkowych, Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym i Polskim Biurze Ubezpieczycieli Komunikacyjnych (Dz.U. z 2022 r. poz. 621 ze zm.)
z.u.o.p.	– ustawa z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 2217 ze zm.)

Czasopisma i publikatory

EBOLR	– European Business Organization Law Review
EPS	– Europejski Przegląd Sądowy
EuZW	– Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
M.Prawn.	– Monitor Prawniczy
M.Pr.Bank.	– Monitor Prawa Bankowego
ONSA	– Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego
OSNC	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Cywilna
OSP	– Orzecznictwo Sądów Polskich
OSPİKA	– Orzecznictwo Sądów Polskich i Komisji Arbitrażowych
OTK	– Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego
OTK-A	– Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego, Seria A
PiP	– Państwo i Prawo
PPH	– Przegląd Prawa Handlowego
Pr.Bank.	– Prawo Bankowe
Pr.Gosp.	– Prawo Gospodarcze
Pr.Spółek	– Prawo Spółek
PUG	– Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
TPP	– Transformacje Prawa Prywatnego

Inne

ASO	– alternatywny system obrotu
BFG	– Bankowy Fundusz Gwarancyjny
BTS	– binding technical standards (wiązące standardy techniczne)
CESR	– Committee of European Securities Regulators (Komitet Europejskich Organów Nadzoru Papierów Wartościowych)
ESNF	– Europejski System Nadzoru Finansowego (European System of Financial Supervision – ESFS)

EUNB	– Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (Europejski Organ Nadzoru Bankowego, European Banking Authority – EBA)
EUNGiPW, ESMA	– Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, European Securities and Markets Authority)
GPW	– Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
KDPW	– Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
KE	– Komisja Europejska
KNB	– Komisja Nadzoru Bankowego
KNF	– Komisja Nadzoru Finansowego
KPWig	– Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
MTF	– wielostronna platforma obrotu
NBP	– Narodowy Bank Polski
NSA	– Naczelny Sąd Administracyjny
OECD	– Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)
OTF	– zorganizowana platforma obrotu
SN	– Sąd Najwyższy
TK	– Trybunał Konstytucyjny
TSUE	– Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej
UFG	– Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny
WSA	– wojewódzki sąd administracyjny

WSTĘP

Czytelnicy otrzymują opracowanie, które jest obecnie najbardziej aktualnym na polskim rynku komentarzem do przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Przygotowując książkę, położono nacisk na walor praktyczny komentarza, przy jednoczesnym zachowaniu rygorów warsztatu naukowego. Publikacja została napisana przez praktyków i dla praktyków. Autorami są osoby, które nie tylko zgłębiają problematykę prawa papierów wartościowych w swojej pracy naukowej, ale także zajmują się na co dzień doradztwem prawnym w zakresie obrotu instrumentami finansowymi albo orzekają w tym zakresie jako sędziowie.

Autorzy, omawiając w sposób wszechstronny komentowane przepisy, sięgają nie tylko do innych aktów prawnych, w tym rozporządzeń i dyrektyw, ale także do orzecznictwa polskiego i obcego (w tym Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej), dorobku doktryny polskiej i zagranicznej, stanowisk, wytycznych i metodyk wydawanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA), uzasadnień do projektów ustaw, regulaminów podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym (m.in. KDPW, KDPW_CCP, GPW). Wykorzystują przy tym nie tylko literaturę przedmiotu, ale czerpią także z wciąż aktualnych lub cennych uwag zawartych w piśmiennictwie odnoszącym się do nieobowiązujących już przepisów i aktów prawnych, w tym prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, w zakresie, w jakim są one konieczne do zrozumienia obecnych regulacji prawnych.

Komentarz w sposób kompleksowy odnosi się do zmian w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, które zaszły od czasu pierwszego wydania, a które przez ostatnie kilka lat były jedynie punktowo omawiane w literaturze przedmiotu. W szczególności uwzględniono zmiany przepisów wynikające z powszechnej dematerializacji akcji, które od 1.03.2021 r. funkcjonują wyłącznie w formie zapisu na rachunku papierów wartościowych lub w depozycie papierów wartościowych, oraz obowiązkowej dematerializacji obligacji, listów zastawnych i certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte, które nie są publicznymi funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, pełnego

wdrożenia pakietu MiFID II/MiFIR, wdrożenia pakietu IFD/IFR (nowy system ostrożnościowy dla firm inwestycyjnych), wdrożenia dyrektywy MAD i rozporządzenia MAR, zapewnienia stosowania postanowień rozporządzenia CSDR (m.in. w zakresie sankcji za nieprzestrzeganie przepisów rozporządzenia). W komentarzu dokonano pogłębionej wykładni obowiązujących przepisów. Uwzględniono jednak przy niej również niektóre sporne zagadnienia, które wprost nie zostały przez ustawodawcę rozwiązane, a mają znaczenie dla praktyki. Dotyczy to na przykład dopuszczalności nabycia zdematerializowanych papierów wartościowych od osoby nieuprawnionej.

Nadrzędnym celem Autorów niniejszego komentarza jest także to, aby stał się on platformą do dialogu i wymiany poglądów na temat rozwoju polskiego i europejskiego prawa rynku kapitałowego. Dlatego też zachęcamy do zgłaszania wszelkich uwag dotyczących poglądów wyrażonych w tym komentarzu na adres: tsojka@amu.edu.pl. Życzymy owocnej lektury!

Tomasz Sójka, Michał Godlewski

USTAWA

z dnia 29 lipca 2005 r.

o obrocie instrumentami finansowymi¹

(Dz.U. z 2022 r. poz. 1500)

¹ Niniejsza ustawa dokonuje w zakresie swojej regulacji wdrożenia następujących dyrektyw:

- 1) dyrektywy Rady 93/6/EWG z 15.03.1993 r. w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych (Dz.Urz. WE L 141, s. 1);
- 2) dyrektywy Rady 93/22/EWG z 10.05.1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz.Urz. WE L 141, s. 27, L 168 z 1995 r., s. 7, L 290 z 2000 r., poz. 27 i L 35 z 2003 r., s. 1);
- 3) dyrektywy 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 3.03.1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów (Dz.Urz. WE L 84, s. 22);
- 4) dyrektywy 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.05.2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.Urz. WE L 184, s. 1, L 96 z 2003 r., s. 16, L 345 z 2003 r., s. 64 i L 390 z 2004 r., s. 38);
- 5) dyrektywy 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 16.12.2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego i zmieniającej dyrektywy Rady 73/239/EWG, 79/267/EWG, 92/49/EWG, 92/96/EWG, 93/6/EWG i 93/22/EWG oraz dyrektywy 98/78/WE i 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (Dz.Urz. WE L 35 z 2003 r., s. 1);
- 6) dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.01.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.Urz. WE L 96, s. 16);
- 7) dyrektywy Komisji 2003/124/WE z 22.12.2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (Dz.Urz. WE L 339, s. 70);
- 8) dyrektywy Komisji 2003/125/WE z 22.12.2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie uczciwego przedstawiania zaleceń inwestycyjnych oraz ujawniania konfliktów interesów (Dz.Urz. WE L 339, s. 73);
- 9) dyrektywy Komisji WE 2004/72/WE z 29.04.2004 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób, mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządkiem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach (Dz.Urz. WE L 162, s. 70).

Dane dotyczące ogłoszenia aktów prawa Unii Europejskiej, zamieszczone w niniejszej ustawie – z dniem uzyskania przez Rzeczpospolitą Polską członkostwa w Unii Europejskiej – dotyczą ogłoszenia tych aktów w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej – wydanie specjalne.

DZIAŁ I

Przepisy ogólne

Art. 1. [Zakres regulacji]

- 1. Ustawa reguluje zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie.**
 - 2. Przepisów ustawy nie stosuje się do weksli i czeków w rozumieniu przepisów prawa wekslowego i czekowego.**
1. Komentowany przepis określa zakres przedmiotowy i podmiotowy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.
 2. Do przedmiotowego zakresu regulacji ustawy należą zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie. W szczególności ustawa ta reguluje problematykę: pojęcia instrumentu finansowego (art. 2), zasad dematerializacji papierów wartościowych (art. 5–8), pojęcia rynku regulowanego (art. 14) i warunków prowadzenia działalności polegającej na organizowaniu rynku regulowanego (art. 21 i n.), systemu depozytowo-rozliczeniowego (art. 45a i n.), zasad prowadzenia działalności maklerskiej (art. 69 i n.), umów zawieranych na rynku kapitałowym, działalności domów maklerskich (art. 95 i n.), systemu rekompensat dla inwestorów (art. 132 i n.) itp. Przedmiotem komentowanej ustawy jest natomiast jedynie w niewielkim stopniu nadzór nad rynkiem kapitałowym. Problematykę tę ustawodawca reguluje w znacznej mierze w szczegółowych ustawach – ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym.
 3. Zakres przedmiotowy komentowanej ustawy jest uzupełniający wobec zakresu przedmiotowego ustawy o ofercie publicznej. Materie uregulowane w tych ustawach były w poprzednim stanie prawnym przedmiotem jednego aktu normatywnego (ustawy z 21.08.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. z 2005 r.

Nr 111, poz. 937 ze zm.). Obecny podział tych kwestii pomiędzy dwa akty prawne jest krytykowany, gdyż przyporządkowanie określonych zagadnień do jednej z dwóch ustaw nie zawsze jest uzasadnione merytorycznie. *De lege ferenda* postulować należy zatem połączenie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i ustawy o ofercie publicznej w jeden akt normatywny.

4. Zakres regulacji ustawy obejmuje podmioty uczestniczące w obrocie papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, jak również organy władzy publicznej wykonujące nadzór nad tą dziedziną gospodarki (KNF). W szczególności regulacje ustawy o obrocie instrumentami finansowymi odnoszą się do praw i obowiązków podmiotów prowadzących rynki regulowane w rozumieniu art. 14 lub alternatywne systemy obrotu (tzw. operatorów rynku), firm inwestycyjnych, banków prowadzących działalność maklerską, emitentów oraz inwestorów (klientów). Ustawa zawiera również normy regulujące status zawodowy maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych (art. 125–131).
5. W przepisie art. 1 ust. 2 u.o.i.f. znajduje się wyraźne określenie spraw wyłączonych spod jej regulacji. Zgodnie z tym przepisem regulacją komentowanej ustawy nie są objęte takie papiery wartościowe, jak weksle i чеки w rozumieniu przepisów ustawy z 28.04.1936 r. – Prawo wekslowe (Dz.U. z 2022 r. poz. 282) i ustawy z 28.04.1936 r. – Prawo czekowe (Dz.U. z 2016 r. poz. 462). W szczególności nie mogą być one przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Wyłączenie to wynika z istoty weksli i czeków oraz ich podstawowych funkcji (zabezpieczającej i płatniczej).
6. Przepisy komentowanej ustawy są jedną z podstawowych regulacji zaliczanych do prawa rynku kapitałowego¹. Prawo rynku kapitałowego jako odrębna dziedzina prawa (zarówno na podstawie podziału doktrynalnego, jak i w sferze dydaktycznej) wyróżnia się z uwagi na przedmiot regulowanej materii, a nie metodę regulacji. Z tego względu należy traktować prawo rynku kapitałowego jako kompleksową dziedzinę prawa, do której zalicza się normy należące do różnych gałęzi prawa (dominują normy o charakterze administracyjnoprawnym i cywilnoprawnym). Przedmiotem regulacji prawa rynku kapitałowego jest funkcjonowanie tego rynku, a w szczególności działalność podmiotów na nim występujących oraz umowy zawierane między tymi podmiotami przy wykorzystaniu instrumentarium związanego z organizacją rynku kapitałowego.
7. Pojęcie samego rynku kapitałowego wykształciło się na gruncie nauki ekonomii i finansów. Wśród ekonomistów dominuje pogląd, że rynek kapitałowy to część rynku finansowego, na którym dokonywane są transakcje, których przedmiotem są instrumenty

¹ Por. A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 749.

finansowe (przede wszystkim papiery wartościowe) o okresie zapadalności przekraczającym rok. Rynek kapitałowy jest więc, w odróżnieniu od rynku pieniężnego, segmentem dokonywania inwestycji długoterminowych. Największe znaczenie na rynku kapitałowym mają inwestycje w akcje, obligacje i pochodne instrumenty finansowe. Polski ustawodawca zdefiniował rynek kapitałowy w art. 2 pkt 6 u.n.r.k., przy czym jest to definicja oparta na wyliczeniu, zgodnie z którą przez rynek kapitałowy rozumie się: (i) rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych w zakresie, w jakim stosuje się do nich przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i ustawy o ofercie publicznej oraz rozporządzenia 236/2012 i rozporządzenia 648/2012, (ii) rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania w zakresie regulowanym przez ustawę o funduszach inwestycyjnych, rozporządzenia 345/2013 oraz rozporządzenia 346/2013, jak również (iii) rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych i (iv) rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia 1031/2010 – w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosuje się przepisy tego rozporządzenia.

8. Komentowana ustawa jest jednym z aktów prawnych regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego na poziomie krajowym, przy czym nie jest to regulacja kompleksowa. W ostatnich latach nastąpił istotny wzrost aktywności legislacyjnej w obszarze prawa rynku kapitałowego, w szczególności na poziomie europejskim, czego efektem jest wysoka złożoność regulacji normujących funkcjonowanie rynku kapitałowego². Unijny wymiar tej aktywności przejawia się w istnieniu nie tylko wielu aktów prawnych bezpośrednio stosowanych na gruncie krajowych porządków prawnych państw członkowskich (rozporządzenia), lecz również dużej ilości aktów prawnych wymagających aktywności legislacyjnej (implementacji) po stronie krajowych ustawodawców (dyrektywy). Celem tej aktywności jest ujednolicenie i uporządkowanie przepisów regulujących funkcjonowanie europejskiego rynku kapitałowego, a w konsekwencji zwiększenie jego efektywności i konkurencyjności oraz zapewnienie odpowiedniej ochrony inwestorów, przy uwzględnieniu rosnącej złożoności współczesnego rynku kapitałowego oraz wzrostu znaczenia alternatywnych wobec tradycyjnych giełd metod obrotu instrumentami finansowymi³.
9. Do podstawowych aktów prawnych regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego na poziomie unijnym zaliczamy m.in.:
- 1) rozporządzenie 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012,
 - 2) rozporządzenie 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji,

² Zob. szerzej J. Dybiński [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 5C, *Prawo umów handlowych*, red. M. Stec, Warszawa 2020, s. 795.

³ Por. P. Wajda [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2019, s. 405.

- 3) rozporządzenie 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE,
- 4) rozporządzenie 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE,
- 5) dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającą dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE,
- 6) dyrektywę 2014/57/UE w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku)⁴.

Do podstawowych aktów prawnych regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego na poziomie krajowym zaliczamy m.in.:

- 1) ustawę o obrocie instrumentami finansowymi,
- 2) ustawę o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- 3) ustawę o nadzorze nad rynkiem kapitałowym,
- 4) ustawę o nadzorze nad rynkiem finansowym,
- 5) ustawę o giełdach towarowych,
- 6) ustawę o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

Art. 2. [Pojęcie instrumentów finansowych]

1. Instrumentami finansowymi w rozumieniu ustawy są:

- 1) papiery wartościowe;
- 2) niebędące papierami wartościowymi:
 - a) tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania,
 - b) instrumenty rynku pieniężnego,
 - c) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności, uprawnienie do emisji lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne, z wyłączeniem instrumentów pochodnych, o których mowa w art. 10 rozporządzenia 2017/565,
 - d) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron,

⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z 16.04.2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz.Urz. UE L 173, s. 179).

- e) opcje, kontrakty terminowe, swapy oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które mogą być wykonane przez dostawę, pod warunkiem że są dopuszczone do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi, z wyłączeniem produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego na OTF, które muszą być wykonywane przez dostawę,
 - f) niedopuszczone do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które mogą być wykonane przez dostawę, a które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych,
 - g) instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego,
 - h) kontrakty na różnicę,
 - i) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward dotyczące stóp procentowych oraz inne instrumenty pochodne odnoszące się do zmian klimatycznych, stawek frachtowych oraz stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne albo mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron, a także instrumenty pochodne, o których mowa w art. 8 rozporządzenia 2017/565, i inne, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych,
 - j) uprawnienia do emisji.
2. Przez wykazywanie właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych, o którym mowa w ust. 1 pkt 2 lit. f oraz i, rozumie się spełnianie warunków określonych w art. 7 rozporządzenia 2017/565.
3. W rozumieniu przepisów ustawy nie jest rozliczeniem pieniężnym według wyboru jednej ze stron spełnienie świadczenia pieniężnego powstałego na skutek niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązania wynikającego z umowy przez jedną ze stron lub na skutek innego zdarzenia powodującego rozwiązanie umowy.
4. Przez przeznaczenie do celów handlowych, o którym mowa w ust. 1 pkt 2 lit. f, rozumie się spełnienie kryteriów określonych w art. 7 ust. 4 rozporządzenia 2017/565.
5. Przez produkt energetyczny będący przedmiotem obrotu hurtowego, o którym mowa w ust. 1 pkt 2 lit. e, rozumie się produkt, o którym mowa w art. 2 pkt 4 rozporządzenia 1227/2011.
6. Przez produkt energetyczny będący przedmiotem obrotu hurtowego, który musi być wykonywany przez dostawę, o którym mowa w ust. 1 pkt 2 lit. e, rozumie się produkt spełniający kryteria, o których mowa w art. 5 rozporządzenia 2017/565.
7. Produkty, o których mowa w art. 2 pkt 4 lit. b i d rozporządzenia 1227/2011, są instrumentami pochodnymi, jeżeli spełniają warunki określone w ust. 1 pkt 2 lit. e, f lub i, chyba że są przedmiotem obrotu hurtowego na OTF i muszą być wykonywane przez dostawę.

8. Instrumentami finansowymi, o których mowa w ust. 1 pkt 2 lit. e, są również instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym są węgiel i ropa spełniające warunki, o których mowa w art. 6 ust. 1 i 2 rozporządzenia 2017/565, i które muszą być wykonywane przez dostawę oraz są przedmiotem obrotu na OTF.

1. Pojęcie instrumentu finansowego jest jednym z centralnych w terminologii europejskiego i polskiego prawa rynku kapitałowego. Wyzaczyło ono zakres zastosowania zarówno dyrektywy MiFID I, jak i dyrektywy o nadużyciach oraz kolejnych aktów prawa europejskiego w tym zakresie, a w konsekwencji także ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i ustawy o ofercie publicznej. Definicja instrumentu finansowego ma zdecydowanie techniczny charakter. Nie determinuje ona jednolitej cywilistycznej konstrukcji praw majątkowych określanych mianem instrumentów finansowych. Byłoby to zresztą niemożliwe ze względu na różnorodny i ciągle rozrastający się katalog instrumentów finansowych, które są przedmiotem obrotu na rynkach finansowych. Definicja ta przyporządkowuje pojęciu instrumentu finansowego różnorodne prawa majątkowe, które charakteryzują się pewnymi elementami konstrukcji cywilistycznej lub określonymi właściwościami ekonomicznymi, lub też nazwą występującą w języku prawnym, prawniczym lub finansowym⁵.
2. Lista praw majątkowych objętych zakresem pojęcia instrumentu finansowego w komentowanym przepisie jest pochodną definicji instrumentu finansowego zawartej w art. 4 ust. 1 pkt 17 MiFID I odsyłającym do sekcji C załącznika I do tej dyrektywy. Na gruncie dyrektywy MiFID I pojęcie instrumentu finansowego stanowi podstawowy element konstrukcyjny definicji poszczególnych usług inwestycyjnych (maklerskich), a w konsekwencji także przepisów normujących działalność firm inwestycyjnych. Jest ono także elementem konstrukcyjnym definicji rynku regulowanego oraz innych systemów wtórnego obrotu instrumentami finansowymi. Uzasadnieniem takiego szerokiego ujęcia instrumentu finansowego jest poddanie regulacjom właściwym dla firm inwestycyjnych podmiotów pośredniczących w obrocie lub organizujących obrót różnorodnymi prawami majątkowymi charakterystycznymi dla rynku finansowego⁶.
3. Kształt pojęcia instrumentu finansowego w komentowanym przepisie jest także wynikiem transpozycji do polskiego porządku prawnego dyrektywy o nadużyciach. Zawarta w art. 1 ust. 3 tej dyrektywy bardzo szeroka definicja instrumentów finansowych, obejmująca także „wszelkie inne instrumenty dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w Państwie Członkowskim lub ubiegające się o zezwolenie o dopuszczenie do obrotu na takim rynku”, ma za zadanie poddać regulacjom dotyczącym ograniczania nadużyć na rynku kapitałowym praktycznie wszelkie prawa majątkowe, które są lub mają być przedmiotem obrotu

⁵ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 837; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 273.

⁶ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2008, s. 405.

na rynku regulowanym⁷. Na gruncie tej dyrektywy pojęcie instrumentu finansowego jest elementem konstrukcyjnym zarówno definicji informacji wewnętrznej (art. 1 ust. 1 dyrektywy o nadużyciach), określanej w polskim języku prawnym również mianem informacji poufnej, jak i definicji manipulacji na rynku kapitałowym (art. 1 ust. 2 dyrektywy o nadużyciach). Zawarta w komentowanym przepisie definicja instrumentów finansowych obejmuje nie tylko papiery wartościowe zdefiniowane w art. 3 pkt 1 u.o.i.f., ale także prawa majątkowe niebędące papierami wartościowymi. Należą do nich m.in. tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania oraz instrumenty rynku pieniężnego (art. 3 pkt 28 u.o.i.f.). Przede wszystkim jednak do niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych ustawodawca zalicza instrumenty pochodne o różnorodnej konstrukcji. Najogólniej rzecz biorąc, instrumentem pochodnym na gruncie ustawy jest prawo majątkowe – np. wynikające z umowy opcji, swapu, *forward* czy kontraktu terminowego – którego cena zależy pośrednio lub bezpośrednio od instrumentu bazowego (art. 3 pkt 28a u.o.i.f.). Instrumentem bazowym mogą być w szczególności papiery wartościowe, waluty, stopy procentowe, indeksy/wskaźniki finansowe lub inne instrumenty pochodne (art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c u.o.i.f.). Nie są natomiast instrumentami finansowymi w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi weksle i czek, a to z uwagi na ich wyraźne wyłączenie z zakresu przedmiotowego tej ustawy (art. 1 ust. 2 u.o.i.f.). Natomiast należy się wypowiedzieć za zakwalifikowaniem jako instrumentów finansowych tych instrumentów rynku pieniężnego w rozumieniu art. 3 pkt 28 u.o.i.f., których emitenci nazywają je weksłami, a które spełniają kryteria wynikające z art. 11 rozporządzenia 2017/565. W świetle przywołanego rozporządzenia, chodzi o bony skarbowe, świadectwa depozytowe, komercyjne papiery wartościowe i inne instrumenty o zasadniczo równoważnych cechach, o ile wykazują następujące właściwości: (i) mają wartość, która może być określona w dowolnym momencie, (ii) nie są instrumentami pochodnymi, (iii) w momencie emisji ich termin zapadalności wynosi 397 dni lub mniej. Praktyka obrotu wskazuje, że niekiedy przedsiębiorcy poszukujący krótkoterminowego kredytu wystawiają (emitują) większą liczbę dokumentów nazwanych weksłami własnymi, o tej samej treści (tzn. opiewających na takie same kwoty i podlegających wykupowi w tym samym terminie), nazywanymi np. krótkoterminowymi weksłami inwestycyjno-terminowymi (tzw. KWIT), weksłami handlowymi, obrotowo-finansowymi (tzw. WOI) itp. Podzielić należy jednak pogląd doktryny, że to nie nazwa dokumentu powinna decydować o jego kwalifikacji prawnej, ale treść wynikającego zeń zobowiązania, a tego rodzaju instrumenty są w istocie wierzycielskimi papierami wartościowymi emitowanymi w serii⁸.

4. Cechą charakterystyczną definicji instrumentu finansowego według dyrektywy MiFID I jest objęcie tym pojęciem także wielu instrumentów pochodnych, których instrumentem bazowym jest towar, a które wykorzystywane są do celów inwestycyjnych. Prawodawca

⁷ N. Moloney, *EC Securities...*, s. 944 i n. Zob. też A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szułmański, s. 837.

⁸ A. Janiak [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, red. M. Stec, Warszawa 2016, s. 474.

unijny co do zasady uznał, że obrót tymi instrumentami stanowi segment rynku finansowego, który powinien podlegać właściwym dla niego regulacjom. Poza zakresem tych regulacji pozostają natomiast instrumenty pochodne wykorzystywane do celów handlowych na rynku towarowym. Chodzi tu przede wszystkim o takie instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane poprzez dostawę oraz wykorzystywane do celów handlowych. Uznano bowiem, że typowy rynek towarowy nie powinien podlegać regulacjom właściwym dla rynku finansowego⁹.

5. Definicją instrumentu finansowego objęte zostały także rozliczane pieniężnie tzw. egzotyczne instrumenty pochodne¹⁰ (art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. i u.o.i.f.), dla których instrumentem bazowym są np. zmiany klimatyczne, stawki inflacji lub inne oficjalne dane statystyczne.
6. W przypadku tzw. egzotycznych instrumentów pochodnych (art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. i u.o.i.f.) oraz niedopuszczonych do obrotu zorganizowanego instrumentów pochodnych, których instrumentem bazowym jest towar i które mogą być wykonane przez dostawę, prawodawca uznał, że są one instrumentami finansowymi, jeśli wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych, przez co rozumie się warunki określone w art. 7 rozporządzenia 2017/565. Dodatkowo niedopuszczone do obrotu zorganizowanego instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które mogą być wykonane przez dostawę, są instrumentami finansowymi, jeśli nie są przeznaczone do celów handlowych w rozumieniu art. 7 ust. 4 rozporządzenia 2017/565.
7. Pojęcie instrumentu finansowego jest nadrzędne wobec pojęcia papieru wartościowego zdefiniowanego w art. 3 pkt 1 u.o.i.f. Wprowadzenie takiej ogólniejszej kategorii praw majątkowych w stosunku do praw z papierów wartościowych wynika m.in. z faktu, że nie wszystkie instrumenty finansowe mogą całkowicie podlegać właściwym dla papierów wartościowych zasadom zbywalności – np. niektóre jednostki uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania (art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. a u.o.i.f.)¹¹. Dlatego też przepisy dotyczące obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi do niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu zorganizowanego stosuje się odpowiednio (art. 8 u.o.i.f.). Tym samym znajdują do nich odpowiednie (a więc z uwzględnieniem, że są rejestrowane na rachunkach derywatów, kontach rozliczeniowych oraz w rejestrach prowadzonych przez uczestników podmiotów rozliczających, a nie rachunkach papierów wartościowych) zastosowanie przepisy o powstawaniu praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych (np. art. 7 ust. 1 u.o.i.f.), o przenoszeniu i nabywaniu tych praw (np. art. 7 ust. 2 u.o.i.f.) oraz reguły dotyczące zawierania umów zobowiązujących mających za przedmiot prawa z papierów wartościowych

⁹ N. Moloney, *EC Securities...*, s. 405.

¹⁰ N. Moloney, *EC Securities...*, s. 405.

¹¹ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 836 i n.; J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 276. Por. również dalszy komentarz do art. 3 u.o.i.f.

przed dokonaniem wpisu (np. art. 7 ust. 3 u.o.i.f.)¹². „Odpowiednie” stosowanie przepisów o obrocie papierami wartościowymi oznacza natomiast w szczególności niestosowanie do tych instrumentów pochodnych przepisów, które dotyczą kont depozytowych (np. art. 7 ust. 4 u.o.i.f.; por. art. 57 oraz 57a u.o.i.f.).

8. Pojęcie instrumentu finansowego w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi jest wykorzystywane również na potrzeby innych aktów normatywnych. Wiele ustaw, które posługują się pojęciem instrumentów finansowych, definiuje instrumenty finansowe przez odesłanie do definicji instrumentów finansowych zawartej ww. ustawie. W szczególności wskazać tutaj należy na art. 4 pkt 8 u.o.p., art. 2 pkt 1a u.g.t., art. 85 ust. 2a pr. upad., art. 43 ust. 1 pkt 41 u.p.t.u. oraz art. 2 pkt 7 u.n.r.k. Z drugiej strony, wiele ustaw nie zawiera odesłania do pojęcia instrumentów finansowych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Jeżeli taka ustawa nie zawiera przy tym autonomicznej definicji pojęcia instrumentów finansowych, to przez wzgląd na założenie o racjonalności ustawodawcy należy przyjąć, że pojęcia te w takim wypadku należy wyklądać jako odpowiadające pojęciu instrumentów finansowych zdefiniowanemu w art. 2 ust. 1 u.o.i.f. Ustawa ta nie ma wprowadzić rangi kodeksu, jednakże porządkuje prawo rynku kapitałowego, w tym siatkę pojęciową. Dwa akty normatywne – ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz ustawa o obrocie instrumentami finansowymi – stanowią „fundamentalne dla prawa rynku kapitałowego akty rangi ustawowej”¹³. Przy założeniu racjonalności prawodawcy należy przyjąć, że zdefiniowane pojęcie na potrzeby kluczowych aktów normatywnych z danej dziedziny powinno być rozumowane analogicznie, jeśli pojawia się w innych aktach prawnych. Tytułem przykładu, do aktów normatywnych, w których posłużono się tym terminem bez definicji lub odesłania, należy wskazać art. 911⁸ k.p.c. (egzekucja z instrumentów finansowych), art. 93 u.p.e.a., art. 165a k.k. (finansowanie terroryzmu) oraz art. 299 § 1 i art. 299 § 2 k.k. (przestępstwa gospodarcze określane mianem „prania brudnych pieniędzy”). Gdyby poszukiwać, w ramach wykładni tych przepisów, w każdym przypadku autonomicznego rozumienia pojęcia „instrumentów finansowych”, prowadziłyby to do niespójnych interesów. Byłoby to też niepożądane systemowo, skoro równoległe ustawodawca w tych samych aktach prawnych nawiązuje do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, np. wyłączając stosowanie do rachunków zbiorczych niektórych przepisów z zakresu postępowania zabezpieczającego (art. 752¹ § 2 k.p.c.) i egzekucyjnego (art. 911⁸ § 6 k.p.c.). Tak więc za bronionym stanowiskiem przemawiają również względy systemowe.
9. Jednym z najistotniejszych dla praktyki stosowania prawa przykładów autonomicznej definicji instrumentów finansowych jest art. 3 ust. 1 pkt 23 u.r. Zgodnie ze wskazanym przepisem, przez instrument finansowy rozumie się kontrakt, który powoduje powstanie

¹² F. Zoll [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, red. M. Stec, s. 474.

¹³ K. Zacharzewski [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, red. M. Stec, s. 990.

aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron pod warunkiem, że z kontraktu zawartego między dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań wynikających z kontraktu ma charakter bezwarunkowy albo warunkowy. Konstrukcja tej definicji powoduje, że pojęcie to ma znaczenie szersze niż w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Przez instrument finansowy należy bowiem rozumieć również m.in. weksle, czeki czy lokaty terminowe¹⁴. Nie była to definicja tworzona z myślą o siatce pojęciowej prawa rynku kapitałowego. Stąd też nacisk został położony na wpływ danego instrumentu na sytuację ekonomiczną danego podmiotu.

10. Jeśli chodzi o genezę analizowanego terminu, pojęcie instrumentów finansowych zostało wprowadzone do polskiego języka prawnego do ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w wyniku nowelizacji dokonanej ustawą z 12.03.2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz.U. Nr 64, poz. 594). Celem zmiany było zapewnienie zgodności polskiego prawa rynku kapitałowego z prawem europejskim, w związku z przystąpieniem do UE (por. rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, IV kadencja, druk sejm. nr 2175, s. 110–113)¹⁵.

Art. 3. [Objaśnienie pojęć]

Ilekroć w ustawie jest mowa o:

- 1) papierach wartościowych – rozumie się przez to:

- a) akcje, prawa poboru w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2020 r. poz. 1526 i 2320, z 2021 r. poz. 2052 oraz z 2022 r. poz. 807), prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego,
- b) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. a, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego, odnoszące się do papierów wartościowych określonych w lit. a, walut, stóp procentowych, stóp zwrotu, towarów oraz innych wskaźników lub mierników (prawa pochodne);

- 2) ASO – oznacza to alternatywny system obrotu, przez który rozumie się prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji

¹⁴ A. Helin, *Ustawa o rachunkowości. Komentarz*, Legalis 2017, art. 3, cz. XXIV, nb 6.

¹⁵ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 819.

dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego;

- 2a) zestawianiu zleceń – rozumie się przez to wykonywanie czynności skutkujących zawarciem transakcji mających za przedmiot instrumenty finansowe, w których:
- a) podmiot zestawiający zlecenia jest podmiotem praw i obowiązków wynikających z transakcji względem każdego podmiotu składającego zlecenia, które zostały zestawione,
 - b) obie transakcje zawarte w wyniku zestawienia zleceń są dokonywane w tym samym momencie,
 - c) udział podmiotu zestawiającego zlecenia w transakcjach zawartych w wyniku zestawienia zleceń nie naraża go na ryzyko rynkowe oraz jest neutralny finansowo, z wyjątkiem znanej stronie transakcji opłaty, prowizji lub wynagrodzenia należnych podmiotowi z tytułu każdej transakcji;
- 2b) handlu algorytmicznym – rozumie się przez to nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych przy pomocy algorytmu komputerowego automatycznie ustalającego indywidualne parametry zleceń nabycia lub zbycia tych instrumentów, w tym moment złożenia zlecenia, termin jego ważności, cenę lub liczbę instrumentów będących przedmiotem zlecenia lub sposób zarządzania zleceniem po jego złożeniu, przy czym następuje to bez udziału człowieka lub przy ograniczonym udziale człowieka w rozumieniu art. 18 rozporządzenia 2017/565, z zastrzeżeniem że nie stanowi handlu algorytmicznego stosowanie automatycznych systemów wykorzystywanych wyłącznie w celu przekierowywania zleceń pomiędzy systemami obrotu instrumentami finansowymi, przetwarzania zleceń nieobjętego określania jakichkolwiek parametrów transakcji, potwierdzania zleceń lub przetwarzania potransakcyjnego zawartych transakcji;
- 2c) technice handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości – rozumie się przez to handel algorytmiczny, w którym:
- a) są wykorzystywane systemy teleinformatyczne:
 - umożliwiające skrócenie czasu przesłania zlecenia do systemu jego wykonania, z wykorzystaniem co najmniej jednego z następujących rozwiązań: usługi kolokacji, korzystania z zasobów systemów teleinformatycznych podmiotu posiadającego na podstawie odpowiedniej umowy połączenie z systemem obrotu instrumentami finansowymi lub bezpośredniego dostępu elektronicznego o wysokiej prędkości przesyłu, oraz
 - analizujące dane z rynku finansowego, w tym informacje dotyczące zleceń i transakcji zawieranych w ramach obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi oraz powodujące niezwłoczne wykorzystanie algorytmu komputerowego bez udziału człowieka, a także
 - b) występuje duża liczba komunikatów wysyłanych w dniu obrotu do systemu obrotu instrumentami finansowymi, dotyczących przekazania, modyfikowania, anulowania lub kwotowania zlecenia nabycia lub zbycia instrumentu

- finansowego; przez występowanie dużej liczby takich komunikatów rozumie się spełnienie kryteriów określonych w art. 19 rozporządzenia 2017/565;
- 2d) bezpośrednim dostępie elektronicznym – rozumie się przez to, z uwzględnieniem art. 20 rozporządzenia 2017/565, udostępnianie przez członka lub uczestnika systemu obrotu instrumentami finansowymi własnego połączenia z tym systemem, umożliwiającego składanie zleceń mających za przedmiot instrumenty finansowe za pośrednictwem systemu teleinformatycznego członka lub uczestnika albo bez wykorzystywania takiego systemu;
- 2e) podmiocie systematycznie internalizującym transakcje – rozumie się przez to firmę inwestycyjną lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2, które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF, bez prowadzenia ASO lub OTF;
- 3) tytułach uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania – rozumie się przez to wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe reprezentujące prawa majątkowe przysługujące uczestnikom instytucji wspólnego inwestowania, w tym w szczególności jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych;
- 4) ustawie o ofercie publicznej – rozumie się przez to ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2021 r. poz. 1983 i 2140 oraz z 2022 r. poz. 872);
- 4a) rozporządzeniu 236/2012 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz. Urz. UE L 86 z 24.03.2012, str. 1);
- 4b) rozporządzeniu 648/2012 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L 201 z 27.07.2012, str. 1, z późn. zm.);
- 4c) rozporządzeniu 1031/2010 – rozumie się przez to rozporządzenie Komisji (UE) nr 1031/2010 z dnia 12 listopada 2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie (Dz. Urz. UE L 302 z 18.11.2010, str. 1, z późn. zm.);
- 4d) rozporządzeniu 575/2013 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz

- zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, str. 1, z późn. zm.);
- 4e) rozporządzeniu 600/2014 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 84);
- 4f) rozporządzeniu 596/2014 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 1, z późn. zm.);
- 4g) rozporządzeniu 909/2014 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L 257 z 28.08.2014, str. 1, z późn. zm.);
- 4h) rozporządzeniu 2017/571 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/571 z dnia 2 czerwca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących zezwoleń, wymogów organizacyjnych i publikacji transakcji dla dostawców usług w zakresie udostępniania informacji (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 126);
- 4i) rozporządzeniu 1095/2010 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz. Urz. UE L 331 z 15.12.2010, str. 84, z późn. zm.);
- 4j) rozporządzeniu 1227/2011 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1227/2011 z dnia 25 października 2011 r. w sprawie integralności i przejrzystości hurtowego rynku energii (Dz. Urz. UE L 326 z 08.12.2011, str. 1);
- 4k) rozporządzeniu 2015/2365 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 337 z 23.12.2015, str. 1);
- 4l) rozporządzeniu 2017/565 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów

organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 1, z późn. zm.);

- 4m) rozporządzeniu 2016/824 – rozumie się przez to rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/824 z dnia 25 maja 2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do treści i formatu opisu funkcjonowania wielostronnych platform obrotu i zorganizowanych platform obrotu oraz powiadamiania Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. Urz. UE L 137 z 26.05.2016, str. 10);
- 4n) rozporządzeniu 2016/1011 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L 171 z 29.06.2016, str. 1, z późn. zm.);
- 4o) rozporządzeniu 2017/575 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/575 z dnia 8 czerwca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących danych publikowanych przez systemy wykonywania zlecenia na temat jakości wykonywania transakcji (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 152);
- 4p) rozporządzeniu 2017/1018 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/1018 z dnia 29 czerwca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających informacje zgłaszane przez firmy inwestycyjne, operatorów rynku i instytucje kredytowe (Dz. Urz. UE L 155 z 17.06.2017, str. 1);
- 4q) rozporządzeniu 2017/584 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/584 z dnia 14 lipca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi organizacyjne w zakresie systemów obrotu (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 350);
- 4r) rozporządzeniu 2017/588 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/588 z dnia 14 lipca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych w zakresie minimalnej wielkości zmiany ceny dla akcji, kwitów depozytowych i funduszy inwestycyjnych typu ETF (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 411);
- 4s) rozporządzeniu 2017/1943 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/1943 z dnia 14 lipca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych

- standardów technicznych dotyczących informacji i wymogów w zakresie udzielania zezwoleń firmom inwestycyjnym (Dz. Urz. UE L 276 z 26.10.2017, str. 4);
- 4t) rozporządzeniu 2017/589 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/589 z dnia 19 lipca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających wymogi organizacyjne dla firm inwestycyjnych prowadzących handel algorytmiczny (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 417);
- 4u) rozporządzeniu 2017/591 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/591 z dnia 1 grudnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących stosowania limitów pozycji dla towarowych instrumentów pochodnych (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 479);
- 4v) rozporządzeniu 2017/592 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/592 z dnia 1 grudnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kryteriów pozwalających ustalić, kiedy działalność ma być uznawana za działalność dodatkową względem głównego zakresu działalności (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 492);
- 4w) rozporządzeniu 2017/1946 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/1946 z dnia 11 lipca 2017 r. w sprawie uzupełnienia dyrektyw 2004/39/WE i 2014/65/UE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wyczerpującego wykazu informacji, które potencjalni nabywcy muszą umieścić w powiadomieniu o planowanym nabyciu znacznego pakietu akcji w firmie inwestycyjnej (Dz. Urz. UE L 276 z 26.10.2017, str. 32);
- 4x) rozporządzeniu 2016/679 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (Dz. Urz. UE L 119 z 04.05.2016, str. 1, z późn. zm.);
- 4y) rozporządzeniu 2017/1129 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L 168 z 30.06.2017, str. 12);
- 4z) rozporządzeniu 2018/1212 – rozumie się przez to rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2018/1212 z dnia 3 września 2018 r. ustanawiające minimalne wymogi w celu wykonania przepisów dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do identyfikacji akcjonariuszy, przekazywania informacji i ułatwiania wykonywania praw akcjonariuszy (Dz. Urz. UE L 223 z 04.09.2018, str. 1);

- 4za) rozporządzeniu 2017/2402 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 347 z 28.12.2017, str. 35, z późn. zm.);
- 4zb) rozporządzeniu 2017/587 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/587 z dnia 14 lipca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie przejrzystości dla systemów obrotu i firm inwestycyjnych w odniesieniu do akcji, kwitów depozytowych, funduszy inwestycyjnych typu ETF, certyfikatów i innych podobnych instrumentów finansowych oraz dotyczących obowiązku realizowania transakcji na określonych akcjach w systemie obrotu lub za pośrednictwem podmiotu systematycznie internalizującego transakcje (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 387, z późn.);
- 4zc) rozporządzeniu 2019/2033 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1093/2010, (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 806/2014 (Dz. Urz. UE L 314 z 05.12.2019, str. 1, z późn. zm.);
- 4zd) rozporządzeniu 2020/1503 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L 347 z 20.10.2020, str. 1);
- 5) ofercie publicznej – rozumie się przez to ofertę publiczną papierów wartościowych w rozumieniu art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129;
- 6) obrocie pierwotnym – rozumie się przez to obrót pierwotny w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej;
- 7) obrocie wtórnym – rozumie się przez to:
- a) dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent lub gwarant emisji, o którym mowa w art. 14a ust. 1 lub 2 ustawy o ofercie publicznej, lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu, albo,
 - b) proponowanie w dowolnej formie i w dowolny sposób, przez podmiot inny niż wystawca, nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu, jeżeli propozycja skierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata;
- 8) pierwszej ofercie publicznej – rozumie się przez to pierwszą ofertę publiczną w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej;

- 9) obrocie zorganizowanym – rozumie się przez to obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w ASO;
- 9a) systemie obrotu instrumentami finansowymi – rozumie się przez to rynek regulowany, ASO lub OTF;
- 9b) wielostronnym systemie – rozumie się przez to system, w ramach którego są kojarzone oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składane przez podmioty trzecie;
- 9c) systemie wykonywania zlecenia – rozumie się przez to system wykonywania zleceń w rozumieniu art. 64 ust. 1 rozporządzenia 2017/565;
- 10) (uchylony);
- 10a) platformie aukcyjnej – rozumie się przez to platformę aukcyjną, która na podstawie przepisów niniejszej ustawy oraz rozporządzenia 1031/2010 jest upoważniona do pełnienia funkcji, o których mowa w art. 31 ust. 1 tego rozporządzenia;
- 10b) OTF – oznacza to zorganizowaną platformę obrotu, przez którą rozumie się wielostronny system kojarzący w sposób uznaniowy składane przez podmioty trzecie oferty kupna i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji, instrumentów pochodnych lub produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę, niebędący rynkiem regulowanym ani ASO;
- 11) emitencie – rozumie się przez to emitenta w rozumieniu art. 2 lit. h rozporządzenia 2017/1129;
- 12) wystawcy – rozumie się przez to podmiot wystawiający we własnym imieniu instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi i uprawniony lub zobowiązany z tych instrumentów finansowych;
- 13) (uchylony);
- 13a) uczestniku rynku uprawnień do emisji – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 20 rozporządzenia 596/2014;
- 13b) oferującym – rozumie się przez to oferującego w rozumieniu art. 2 lit. i rozporządzenia 2017/1129;
- 14–15) (uchylone);
- 15a) umowie o gwarancję emisji – rozumie się przez to umowę o gwarancję emisji w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej;
- 16) podmiocie dominującym – rozumie się przez to jednostkę dominującą w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 37 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2021 r. poz. 217, 2105 i 2106);
- 17) podmiocie zależnym – rozumie się przez to jednostkę zależną w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 39 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości;
- 18) grupie kapitałowej – rozumie się przez to grupę kapitałową w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 44 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości;

- 18a) bliskich powiązaniach – rozumie się przez to:
- a) posiadanie, bezpośrednio lub pośrednio:
 - co najmniej 20% ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym innego podmiotu lub
 - co najmniej 20% udziału w kapitale zakładowym innego podmiotu, lub
 - prawa do wykonywania co najmniej 20% głosów w organach innego podmiotu, lub
 - b) sprawowanie nad innym podmiotem:
 - kontroli w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 34 lub 37 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, lub
 - współkontroli w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 35 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, lub
 - c) wywieranie znaczącego wpływu na inny podmiot w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 36 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości;
- 19) ogólnej liczbie głosów – rozumie się przez to ogólną liczbę głosów w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej albo sumę głosów przypadających na wszystkie udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością;
- 20) Krajowym Depozycie – rozumie się przez to Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.;
- 21) depozycie papierów wartościowych – rozumie się przez to prowadzony przez Krajowy Depozyt lub spółkę, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1, system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych, obejmujący rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze i konta depozytowe prowadzone przez podmioty upoważnione do tego przepisami ustawy;
- 21a) centralnym depozycie papierów wartościowych – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 2 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia 909/2014, posiadający zezwolenie, o którym mowa w art. 16 tego rozporządzenia, oraz mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;
- 21b) podmiocie wyznaczonym – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 54 ust. 2 lit. b rozporządzenia 909/2014, mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;
- 22) państwie członkowskim – rozumie się przez to państwo, które jest członkiem Unii Europejskiej lub stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym;
- 23) innym państwie członkowskim – rozumie się przez to państwo członkowskie niebędące Rzeczpospolitą Polską;
- 24) państwach należących do OECD – rozumie się przez to państwa należące do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, z wyłączeniem państw członkowskich;
- 25) państwach należących do WTO – rozumie się przez to państwa należące do Światowej Organizacji Handlu, z wyłączeniem państw członkowskich;
- 25a) (uchylony);

- 26) spółce publicznej – rozumie się przez to spółkę publiczną w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej;
- 27) (uchylony);
- 28) instrumentach rynku pieniężnego – rozumie się przez to niebędące instrumentami płatniczymi instrumenty, o których mowa w art. 11 rozporządzenia 2017/565;
- 28a) instrumentach pochodnych – rozumie się przez to opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne prawa majątkowe, których cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników, oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego;
- 28b) kapitale własnym – rozumie się przez to sumę wartości kapitału zakładowego, kapitału zapasowego, kapitału z aktualizacji wyceny, pozostałych kapitałów rezerwowych, niepodzielonego zysku z lat ubiegłych i zysku netto z bieżącej działalności, pomniejszoną o sumę wartości należnych wpłat na kapitał zakładowy, akcji własnych, niepokrytej straty z lat ubiegłych, straty netto z bieżącej działalności i odpisów z zysku netto w ciągu roku obrotowego;
- 28c) uprawnieniach do emisji – rozumie się przez to uprawnienia do emisji, o których mowa w art. 3 pkt 22 ustawy z dnia 12 czerwca 2015 r. o systemie handlu uprawnieniami do emisji gazów cieplarnianych (Dz. U. z 2021 r. poz. 332 i 1047 oraz z 2022 r. poz. 1), oraz międzynarodowe jednostki emisji, o których mowa w art. 3 pkt 26 rozporządzenia Komisji (UE) nr 389/2013 z dnia 2 maja 2013 r. ustanawiającego rejestr Unii zgodnie z dyrektywą 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, decyzjami nr 280/2004/WE i nr 406/2009/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającego rozporządzenia Komisji (UE) nr 920/2010 i nr 1193/2011 (Dz. Urz. UE L 122 z 03.05.2013, str. 1, z późn. zm.);
- 29) prawie do akcji – rozumie się przez to papier wartościowy, z którego wynika uprawnienie do otrzymania, niemających formy dokumentu, akcji nowej emisji spółki publicznej, powstające z chwilą dokonania przydziału tych akcji i wygasające z chwilą zarejestrowania akcji w depozycie papierów wartościowych albo z dniem uprawomocnienia się postanowienia sądu rejestrowego odmawiającego wpisu podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru przedsiębiorców;
- 29a) giełdowym prawem pochodnym – rozumie się przez to papier wartościowy, o którym mowa w pkt 1 lit. b, emitowany w serii przez instytucję kredytową lub firmę inwestycyjną, inkorporujący uprawnienie do nabycia lub objęcia innych papierów wartościowych, lub dokonania rozliczenia pieniężnego, odnoszący się do papierów wartościowych, walut, stóp procentowych, stóp zwrotu, towarów oraz innych wskaźników lub mierników, dopuszczony do obrotu na rynku regulowanym;

- 30) kwiecie depozytowym – rozumie się przez to papier wartościowy wyemitowany przez instytucję finansową z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego lub innego państwa należącego do OECD:
- a) poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w związku z papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej albo papierami wartościowymi wyemitowanymi poza tym terytorium, albo
 - b) na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w związku z papierami wartościowymi wyemitowanymi poza tym terytorium – w którym inkorporowane jest prawo do zamiany tego papieru wartościowego na określone papiery wartościowe we wskazanej w warunkach emisji proporcji, przejście na właściciela tego papieru wartościowego praw majątkowych stanowiących pożytki z papierów wartościowych lub ich równowartości oraz, w przypadku akcji – możliwość wydania przez właściciela tego papieru wartościowego jego emitentowi wiążącej dyspozycji co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu;
- 30a) dwudniowych kontraktach na rynku kasowym – rozumie się przez to dwudniowe kontrakty na rynku kasowym, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia 1031/2010;
- 30b) pięciodniowych kontraktach terminowych typu future – rozumie się przez to pięciodniowe kontrakty terminowe typu future, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 4 rozporządzenia 1031/2010;
- 30c) strukturyzowanych produktach finansowych – rozumie się przez to strukturyzowane produkty finansowe, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 28 rozporządzenia 600/2014;
- 31) zagranicznej instytucji kredytowej – rozumie się przez to instytucję kredytową, o której mowa w art. 4 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia 575/2013, prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru na terytorium innego państwa członkowskiego działalność maklerską, lub prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru na terytorium innego państwa członkowskiego rachunki, na których rejestrowane są papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym;
- 32) zagranicznej firmie inwestycyjnej – rozumie się przez to osobę prawną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej z siedzibą na terytorium innego państwa członkowskiego, a w przypadku gdy przepisy danego państwa nie wymagają ustanowienia siedziby – z centralą na terytorium innego państwa członkowskiego, albo osobę fizyczną z miejscem zamieszkania na terytorium innego państwa członkowskiego, prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru działalność maklerską na terytorium innego państwa członkowskiego, jak również zagraniczną instytucję kredytową;
- 33) firmie inwestycyjnej – rozumie się przez to dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczną firmę inwestycyjną prowadzącą działalność

- maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczną osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie, prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską;
- 33a) zatwierdzonym podmiocie publikującym – rozumie się przez to zatwierdzony podmiot publikujący, o którym mowa w art. 2 ust. 1 pkt 34 rozporządzenia 600/2014;
- 33b) (uchylony);
- 33c) zatwierdzonym mechanizmie sprawozdawczym – rozumie się przez to zatwierdzony mechanizm sprawozdawczy, o którym mowa w art. 2 ust. 1 pkt 36 rozporządzenia 600/2014;
- 33ca) dostawcy usług w zakresie udostępniania informacji – rozumie się przez to dostawcę usług w zakresie udostępniania informacji, o którym mowa w art. 2 ust. 1 pkt 36a rozporządzenia 600/2014;
- 33d) animatorze rynku – rozumie się przez to podmiot zobowiązany w sposób stały, zgodnie z ustalonymi zasadami, do nabywania lub zbywania w ramach swojej działalności instrumentów finansowych na własny rachunek, w celu wspomagania płynności danego instrumentu finansowego;
- 34) ustawie o nadzorze – rozumie się przez to ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2022 r. poz. 837);
- 35) Komisji – rozumie się przez to Komisję Nadzoru Finansowego, o której mowa w ustawie z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2022 r. poz. 660 i 872);
- 36) banku powierniczym – rozumie się przez to bank krajowy posiadający zezwolenie Komisji na prowadzenie rachunków papierów wartościowych, rachunków derywatów i rachunków zbiorczych;
- 36a) domu maklerskim stosującym rozporządzenie 575/2013 – rozumie się przez to dom maklerski:
- a) wobec którego została wydana decyzja, o której mowa w art. 110ac ust. 1, lub
- b) o którym mowa w art. 1 ust. 2 lit. a lub b lub ust. 5 rozporządzenia 2019/2033;
- 37) podmiocie nadzorowanym – rozumie się przez to podmiot nadzorowany w rozumieniu ustawy o nadzorze;
- 38) banku zagranicznym – rozumie się przez to bank mający siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, z wyłączeniem zagranicznej instytucji kredytowej;
- 39) zakładzie ubezpieczeń – rozumie się przez to krajowy zakład ubezpieczeń, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 18 ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. U. z 2021 r. poz. 1130, 2140 i 2328 oraz z 2022 r. poz. 655), zagraniczny zakład ubezpieczeń, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 55 tej ustawy, prowadzący działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, krajowy zakład reasekuracji, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 19 tej ustawy, oraz zagraniczny zakład reasekuracji, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 56 tej ustawy, prowadzący działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;

- 39a) spółce zarządzającej – rozumie się przez to podmiot lub spółkę, o których mowa w art. 2 pkt 10 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2021 r. poz. 605, 1595 i 2140 oraz z 2022 r. poz. 872), zwanej dalej „ustawą o funduszach inwestycyjnych”;
- 39aa) zarządzającym z UE – rozumie się przez to osobę prawną, o której mowa w art. 2 pkt 10c ustawy o funduszach inwestycyjnych;
- 39ab) zarządzającym ASI – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 2 pkt 3a ustawy o funduszach inwestycyjnych;
- 39b) kliencie profesjonalnym – rozumie się przez to podmiot, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4, który posiada doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami, który jest:
- a) bankiem,
 - b) firmą inwestycyjną,
 - c) zakładem ubezpieczeń,
 - d) funduszem inwestycyjnym, alternatywną spółką inwestycyjną, towarzystwem funduszy inwestycyjnych lub zarządzającym ASI w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych,
 - e) funduszem emerytalnym lub towarzystwem emerytalnym w rozumieniu ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U. z 2020 r. poz. 105 oraz z 2022 r. poz. 1115),
 - f) towarowym domem maklerskim,
 - g) podmiotem zawierającym, w ramach prowadzonej działalności gospodarczej, na własny rachunek transakcje na rynkach kontraktów terminowych, opcji lub innych instrumentów pochodnych albo na rynkach pieniężnych wyłącznie w celu zabezpieczenia pozycji zajętych na tych rynkach, lub działającym w tym celu na rachunek innych członków takich rynków, o ile odpowiedzialność za wykonanie zobowiązań wynikających z tych transakcji ponoszą uczestnicy rozliczający tych rynków,
 - h) inną niż wskazane w lit. a–g instytucją finansową,
 - i) inwestorem instytucjonalnym innym niż wskazany w lit. a–h prowadzącym regulowaną działalność na rynku finansowym,
 - j) podmiotem prowadzącym poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej działalność równoważną do działalności prowadzonej przez podmioty wskazane w lit. a–i,
 - k) przedsiębiorcą spełniającym co najmniej dwa z poniższych wymogów, przy czym równowartość kwot wskazanych w euro jest obliczana przy zastosowaniu średniego kursu euro ustalanego przez Narodowy Bank Polski na dzień sporządzenia przez danego przedsiębiorcę sprawozdania finansowego:
 - suma bilansowa tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej 20 000 000 euro,

- osiągnięta przez tego przedsiębiorcę wartość przychodów ze sprzedaży wynosi co najmniej 40 000 000 euro,
 - kapitał własny lub fundusz własny tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej 2 000 000 euro,
 - l) organem publicznym, który zarządza długiem publicznym, bankiem centralnym, Bankiem Światowym, Międzynarodowym Funduszem Walutowym, Europejskim Bankiem Centralnym, Europejskim Bankiem Inwestycyjnym lub inną organizacją międzynarodową pełniącą podobne funkcje,
 - m) innym inwestorem instytucjonalnym, którego głównym przedmiotem działalności jest inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym podmioty zajmujące się sekurytyzacją aktywów lub zawieraniem innego rodzaju transakcji finansowych,
 - n) podmiotem innym niż wskazane w lit. a–m, który jest traktowany jak klient profesjonalny na podstawie art. 3a ust. 1;
- 39c) kliencie detalicznym – rozumie się przez to podmiot niebędący klientem profesjonalnym, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4;
- 39d) uprawnionym kontrahencie – rozumie się przez to:
- a) klienta profesjonalnego, o którym mowa w pkt 39b lit. a–j oraz l–m, z którym firma inwestycyjna, w ramach świadczenia usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2 lub 3, zawiera transakcje lub pośredniczy w ich zawieraniu,
 - b) klienta profesjonalnego, o którym mowa w pkt 39b lit. k, który na swój wniosek został przez firmę inwestycyjną uznany, na zasadach określonych w art. 71 rozporządzenia 2017/565, za uprawnionego kontrahenta, z którym firma inwestycyjna, w ramach świadczenia usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2 lub 3, zawiera transakcje lub pośredniczy w ich zawieraniu,
 - c) klienta z innego państwa członkowskiego, który posiada status uprawnionego kontrahenta zgodnie z przepisami prawa państwa członkowskiego, w którym ma siedzibę lub miejsce zamieszkania;
- 40) umowie ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej – rozumie się przez to umowę, o której mowa w art. 822 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. z 2020 r. poz. 1740 i 2320 oraz z 2021 r. poz. 1509 i 2459);
- 41) Przewodniczącym Komisji – rozumie się przez to Przewodniczącego Komisji, o której mowa w ustawie z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym;
- 42) ustawie o ostateczności rozrachunku – rozumie się przez to ustawę z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz. U. z 2019 r. poz. 212 oraz z 2021 r. poz. 1598);
- 43) systemie rozrachunku – rozumie się przez to system, o którym mowa w art. 1 pkt 2 ustawy o ostateczności rozrachunku;

- 44) zleceniu rozrachunku – rozumie się przez to zlecenie, o którym mowa w art. 1 pkt 12 lit. b ustawy o ostateczności rozrachunku;
- 45) przedsiębiorcy – rozumie się przez to przedsiębiorcę, o którym mowa w art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 6 marca 2018 r. – Prawo przedsiębiorców (Dz. U. z 2021 r. poz. 162 i 2105 oraz z 2022 r. poz. 24 i 974);
- 46) przedsiębiorcy zagranicznym – rozumie się przez to przedsiębiorcę zagranicznego w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 6 marca 2018 r. o zasadach uczestnictwa przedsiębiorców zagranicznych i innych osób zagranicznych w obrocie gospodarczym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 2022 r. poz. 470);
- 46a) małym i średnim przedsiębiorcy – rozumie się przez to:
 - a) przedsiębiorcę o średniej rynkowej kapitalizacji mniejszej niż 200 000 000 euro, wyznaczonej na podstawie notowań z końca roku w trzech ostatnich latach kalendarzowych, przy czym wskazaną kwotę wyrażoną w euro przelicza się na walutę polską przy zastosowaniu średniego kursu ogłoszonego przez Narodowy Bank Polski na dzień 31 grudnia danego roku,
 - b) podmiot, o którym mowa w art. 77 rozporządzenia 2017/565;
- 46b) ASO MŚP – rozumie się przez to ASO, w którym jest dokonywany obrót instrumentami finansowymi emitowanymi przez małych i średnich przedsiębiorców, wpisany do rejestru, o którym mowa w art. 78g ust. 1;
- 47) krótkiej sprzedaży – rozumie się przez to krótką sprzedaż w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. b rozporządzenia 236/2012;
- 48) towarze – rozumie się przez to towar, o którym mowa w art. 2 pkt 6 rozporządzenia 2017/565;
- 49) CCP – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 2 pkt 1 rozporządzenia 648/2012, mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;
- 50) dniu roboczym – rozumie się przez to każdy dzień od poniedziałku do piątku, z wyłączeniem dni ustawowo wolnych od pracy;
- 51) danych osobowych – rozumie się przez to imiona i nazwisko, datę i miejsce urodzenia, adres zamieszkania, w przypadku obywateli Rzeczypospolitej Polskiej także numer PESEL, w odniesieniu do osób nieposiadających obywatelstwa polskiego także numer paszportu, a w przypadku jego braku – numer innego dokumentu potwierdzającego tożsamość;
- 52) informacji poufnej – rozumie się przez to informację poufną w rozumieniu art. 7 rozporządzenia 596/2014;
- 53) rynku powiązanych – rozumie się przez to system obrotu instrumentami finansowymi prowadzony na terytorium państwa członkowskiego, na którym przedmiotem obrotu są te same instrumenty, które są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, lub instrumenty, których cena jest powiązana z ceną instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;

- 54) trwałym nośniku – rozumie się przez to nośnik umożliwiający użytkownikowi przechowywanie adresowanych do niego informacji w sposób umożliwiający dostęp do nich przez okres odpowiedni do celów, którym te informacje służą, i pozwalający na odtworzenie przechowywanych informacji w niezmienionej postaci;
- 54a) formacie elektronicznym – rozumie się przez to trwały nośnik inny niż papier;
- 55) lokacie strukturyzowanej – rozumie się przez to lokatę strukturyzowaną, o której mowa w art. 4 ust. 1 pkt 41 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz. U. z 2021 r. poz. 2439 i 2447);
- 56) osobie zaangażowanej – rozumie się przez to osobę, o której mowa w art. 2 pkt 1 rozporządzenia 2017/565;
- 57) administratorze – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 6 rozporządzenia 2016/1011;
- 58) wskaźniku referencyjnym – rozumie się przez to wskaźnik, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia 2016/1011;
- 59) towarowych instrumentach pochodnych – rozumie się przez to instrumenty finansowe określone w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. d–f oraz i, a także papiery wartościowe, o których mowa w pkt 1 lit. b, odnoszące się do towarów, wskaźników lub mierników, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. i;
- 60) kadrze kierowniczej wyższego szczebla – rozumie się przez to członka zarządu, dyrektora lub inną osobę, posiadających wiedzę z zakresu ryzyka związanego z działalnością domu maklerskiego oraz podejmujących decyzje mające wpływ na to ryzyko;
- 61) (uchylony).
- 62) przepisach prawa bankowego stosowanych przez niektóre domy maklerskie – rozumie się przez to przepisy ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe oraz aktów wykonawczych wydanych na jej podstawie, które na podstawie art. 4c ust. 2–4 tej ustawy stosuje się do domów maklerskich stosujących rozporządzenie 575/2013;
- 63) instrumentach pochodnych opartych na towarach rolnych – rozumie się przez to instrumenty pochodne odnoszące się do produktów wymienionych w art. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1308/2013 z dnia 17 grudnia 2013 r. ustanawiającego wspólną organizację rynków produktów rolnych oraz uchylającego rozporządzenia Rady (EWG) nr 922/72, (EWG) nr 234/79, (WE) nr 1037/2001 i (WE) nr 1234/2007 (Dz. Urz. UE L 347 z 20.12.2013, str. 671, z późn. zm.) i w załączniku I część I–XX i XXIV/1 do tego rozporządzenia oraz do produktów wymienionych w załączniku I do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1379/2013 z dnia 11 grudnia 2013 r. w sprawie wspólnej organizacji rynków produktów rybactwa i akwakultury, zmieniającego rozporządzenia Rady (WE) nr 1184/2006 i (WE) nr 1224/2009 oraz uchylającego rozporządzenie Rady (WE) nr 104/2000 (Dz. Urz. UE L 354 z 28.12.2013, str. 1, z późn. zm.).

1. Przepisy art. 3 komentowanej ustawy zawierają tzw. słowniczek ustawowy, czyli zbiór definicji legalnych skonstruowanych na użytek ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹⁶. Na szczególną uwagę i szersze omówienie zasługują wskazane niżej definicje.
2. **Papiery wartościowe** (art. 3 pkt 1). Użycie na gruncie ustawy szerokiej kategorii praw majątkowych, określanych mianem papierów wartościowych, uzasadnione jest koniecznością poddania tych praw szczególnemu wobec cesji mechanizmowi zbywalności właściwemu dla zdematerializowanych papierów wartościowych¹⁷ (zob. komentarz do art. 7 u.o.i.f.). Komentowana definicja papieru wartościowego ma więc na celu stworzenie katalogu praw, który będzie podlegał zasadom obrotu określonym przede wszystkim w art. 7 u.o.i.f. Katalog ten obejmuje przy tym głównie prawa majątkowe, które na mocy odrębnych ustaw tradycyjnie uznawane są za prawa z papierów wartościowych – np. akcje, obligacje, warranty subskrypcyjne. Obejmuje on jednak także prawa, które wyłącznie na potrzeby unormowań komentowanej ustawy uznane zostały za papiery wartościowe – prawo do akcji, prawo poboru, kwity depozytowe czy też prawa pochodne zdefiniowane w art. 3 pkt 1 lit. b u.o.i.f. Papierami wartościowymi w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f. są także inne zbywalne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego. Dlatego też należy uznać, że komentowany przepis nie rozstrzyga toczącej się w polskiej doktrynie prawa cywilnego dyskusji dotyczącej zasady *numerus clausus* papierów wartościowych¹⁸. Gdyby przyjąć dopuszczalność kreowania nowych typów papierów wartościowych według zasady swobody umów, to na gruncie art. 3 pkt 1 u.o.i.f. byłyby to inne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego, przy czym tym właściwym przepisem byłby art. 353¹ k.c. W literaturze¹⁹ i orzecznictwie²⁰ polskim trafnie przyjmuje się bowiem umowną teorię papierów wartościowych, w związku z czym (gdyby przyjąć swobodę ich emisji) przepisem takim byłby właśnie wspomniany art. 353¹ k.c. Natomiast uznanie dopuszczalności wystawiania nowych typów papierów wartościowych zależy od jego wykładni, zwłaszcza w związku z art. 921¹⁰ § 1 k.c. Nie jest to natomiast problem bezpośrednio z zakresu wykładni art. 3 u.o.i.f. Innymi słowy, rozstrzygnięcie problemu, czy na gruncie art. 3 pkt 1 u.o.i.f. ustawodawca przewidział otwarty lub zamknięty katalog papierów wartościowych, uzależnione jest w znacznej mierze od odpowiedzi na o wiele bardziej podstawowe pytanie, czy w polskim prawie cywilnym obowiązuje zasada *numerus clausus* papierów wartościowych. Pojęcie innych zbywalnych papierów wartościowych wyemitowanych na podstawie właściwych przepisów prawa obcego należy rozumieć stosunkowo szeroko i funkcjonalnie. Nie można wymagać, aby stosowny

¹⁶ Co do zasad tworzenia tzw. słowniczków ustawowych zob. M. Zieliński [w:] S. Wronkowska, M. Zieliński, *Komentarz do zasad techniki prawodawczej z dnia 20 czerwca 2002 r.*, Warszawa 2012, s. 70.

¹⁷ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 278.

¹⁸ Szerzej na ten temat – zamiast wielu – zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 426.

¹⁹ A. Szpunar, *Podstawowe problemy papierów wartościowych* [w:] *Przekaz i papiery wartościowe. Wybór dzieł Profesora Adama Szpunara w stulecie urodzin*, red. W.J. Katner, Warszawa 2013, s. 122; J. Panowicz-Lipska, Z. Radwański, *Zobowiązania – część szczegółowa*, Warszawa 2010, s. 348.

²⁰ Por. np. uchwała SN z 29.06.1995, III CZP 66/95, OSP 1996/2, poz. 26 oraz przywołane w niej orzecznictwo; wyrok NSA z 19.11.2008 r., II FSK 1187/07, LEX nr 786893.

przepis prawa obcego wprost definiował określone prawa majątkowe jako prawa wynikające z papierów wartościowych²¹, skoro dany system prawny może w ogóle nie przewidywać instytucji prawnej będącej bezpośrednim ekwiwalentem polskiej instytucji papieru wartościowego, a tym bardziej bezpośrednim tłumaczeniem tego terminu. Przykładem może być system prawny Stanów Zjednoczonych, gdzie podstawową kategorią jest pojęcie *securities* (zob. art. 8–102 pkt 15 Uniform Commercial Code, sec. 2 (a) pkt 1 Securities Act), które należałoby zapewne tłumaczyć jako prawa inwestycyjne. W prawie francuskim z kolei w ogóle nie istnieje, w języku prawnym, odpowiednik pojęcia „papierów wartościowych”, gdyż termin *titres négociables* odnosi się wyłącznie do papierów na okaziciela lub na zlecenie oraz, niezależnie od sposobu określenia uprawnionego, papierów wartościowych zdematerializowanych (a więc z pominięciem papierów wartościowych dokumentowych imiennych)²². Taki zakres tego pojęcia w prawie francuskim tłumaczy się w ten sposób, że są to instrumenty umożliwiające obrót prawami z pominięciem konieczności stosowania art. 1690 k.c. franc., a więc z wyłączeniem rygorów mechanizmu cesji²³. Poszukiwanie dosłownego odpowiednika terminologicznego „papierów wartościowych” w prawie francuskim byłoby więc skazane na nieporozumienie, mimo że istnieje instytucja prawna zbliżona charakterem do papierów wartościowych w rozumieniu prawa polskiego. Owo podobieństwo polega przede wszystkim na tym, że w polskiej doktrynie również jako cechę charakterystyczną papierów wartościowych wyróżnia się często ich obiegowość, czyli możliwość przenoszenia praw z pominięciem cesji²⁴. Co prawda ustawodawca polski wyróżnia papiery wartościowe imienne (por. art. 921⁸ k.c.), jednakże nie mają one znaczenia praktycznego na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, skoro obrót papierami wartościowymi zdematerializowanymi odbywa się wedle jednolitych zasad, niezależnie od sposobu określenia uprawnionego (por. art. 7 u.o.i.f.). Odpowiednik polskiego terminu „papiery wartościowe” istnieje natomiast w prawie szwajcarskim, we francuskojęzycznych tekstach aktów normatywnych określany jako *papiers-valeurs*²⁵. Decyzja o zastosowaniu takiej lub innej terminologii jest pochodną kultury prawnej danego kraju i arbitralnych decyzji ustawodawcy. Czyniłoby to art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f. często niestosownym lub prowadzącym do paradoksów, gdyby wymagać istnienia w obcym systemie prawnym dosłownego tłumaczenia polskiego pojęcia, a taką interpretację trzeba odrzucić. Wydaje się więc, że przez pojęcie innych zbywalnych papierów wartościowych wyemitowanych na podstawie właściwych przepisów prawa obcego należy rozumieć wszelkie prawa majątkowe powstałe zgodnie z właściwymi normami prawa obcego, których konstrukcja umożliwia ich swobodną zbywalność zbliżoną do polskich papierów wartościowych, a przez to mogące być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Prawa pochodne należy uznać za szczególny podtyp instrumentów pochodnych zdefiniowanych w art. 3 pkt 28a u.o.i.f. Cechą charakterystyczną wszystkich

²¹ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 829.

²² F. Nizard, *Les titres négociables*, Paris 2006, s. 5.

²³ F. Nizard, *Les titres...*, s. 5.

²⁴ M. Bączyk [w:] M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 51–52; J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 92.

²⁵ F. Bohnet, *La théorie générale des papiers-valeurs. Passé, présent, futur*, Bâle 2000, s. 154.

praw majątkowych będących instrumentami pochodnymi jest konstrukcja powodująca, że ich cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentu bazowego²⁶. Prawa pochodne są natomiast takimi instrumentami pochodnymi, których, po pierwsze, instrumentem bazowym są papiery wartościowe określone w art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f., i które, po drugie, są zbywalne, po trzecie, powstają w wyniku emisji.

3. Użycie na gruncie ustawy szerokiej kategorii pojęcia papierów wartościowych wskazuje, że wolą ustawodawcy było stosowanie w stosunku do nich regulacji charakterystycznych dla „tradycyjnych” papierów wartościowych, w szczególności w zakresie wyłączenia zarzutów zobowiązanego z danego papieru wartościowego (art. 921¹¹ k.c.) oraz możliwości nabycia od nieuprawnionego (art. 169 k.c.). Sama dematerializacja nie czyniłaby jeszcze koniecznym zachowania pojęcia papierów wartościowych w aktach prawnych z zakresu prawa rynku kapitałowego. Możliwe było teoretycznie posługiwanie się jedynie pojęciem instrumentu finansowego, które z logicznego punktu widzenia jest szersze i nadrzędne (a więc nie tożsame) względem pojęcia papieru wartościowego. Mimo to ustawodawca nie sięgnął po taką metodę konstruowania aktów normatywnych. Stanowiący podstawę dematerializacji papierów wartościowych art. 5 u.o.i.f. nie odwołuje się w ogóle do pojęcia instrumentu finansowego, poza tymi jego przepisami, które wyraźnie przeciwstawiają papiery wartościowe innym instrumentom finansowym (por. np. art. 5 ust. 5 i 10 u.o.i.f.). Określając postać papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym, zanegowano w art. 5 u.o.i.f. jedynie ich formę jako dokumentu²⁷. Można z tego wyprowadzić wniosek, że jako punkt odniesienia dla określania istoty dematerializacji przyjęto pojęcie papieru wartościowego należącego do typów „normatywnie zdefiniowanych”, występujących dotąd w formie dokumentowej. Również przepis art. 7 u.o.i.f. – stanowiący podstawę rekonstrukcji reżimu alienacji praw w obrocie zorganizowanym – operuje pojęciem „zdematerializowanych papierów wartościowych”, a nie po prostu instrumentów finansowych. „Stwarza to wrażenie nawiązania do tradycyjnego, «prywatnoprawnego» rozumienia tego pojęcia. Spostrzeżenie to ma istotne znaczenie. Podkreślono w ten sposób ciągłość koncepcyjną papieru wartościowego. Nawiązanie do tradycyjnej koncepcji papieru wartościowego nie ogranicza się przy tym do kwestii terminologicznej, ale dotyczy także sposobu kształtowania reżimu alienacji praw”²⁸. Sposób redakcji art. 5 i 7 u.o.i.f. wskazuje, że mimo równoległego użycia w ustawie pojęć „instrument finansowy” i „papier wartościowy” podstawową kategorią pozostaje pojęcie papieru wartościowego, gdyż to do tego terminu odwołał się ustawodawca przy określaniu merytorycznej treści przepisów mających kluczowe znaczenie cywilistyczne – dematerializacji papierów wartościowych (art. 5 u.o.i.f.) oraz zasad obrotu prawami z papierów wartościowych zdematerializowanych (art. 7 u.o.i.f.).

²⁶ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 833 i n.

²⁷ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 831.

²⁸ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 276.

4. Jak zaznaczono powyżej, pojęcie papierów wartościowych w art. 3 pkt 1 u.o.i.f. jest powiązane również z takimi instrumentami finansowymi, które historycznie nie były przenoszone w ramach reżimu papierów wartościowych (np. prawami pochodnymi lub prawami do akcji). Swoiste zdefiniowanie pojęcia papieru wartościowego, dokonane na potrzeby ustawy w art. 3 pkt 1 u.o.i.f. ma na celu, poprzez ich zaliczenie do zakresu pojęciowego papierów wartościowych, zakwalifikowanie ich do kategorii papierów wartościowych w art. 3 pkt 1 u.o.i.f., poddanie tych praw takiemu samemu reżimowi przenoszenia, w jakim funkcjonują prawa z „tradycyjnych” papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym²⁹. W przypadku prawa poboru i praw pochodnych zrównanie zasad przenoszenia jest możliwe ze względów konstrukcyjnych, tzn. z uwagi na ukształtowaną praktykę obrotu tymi prawami w obrocie zorganizowanym. W literaturze trafnie zwraca się uwagę, że istotne znaczenie ma tu przesłanka standaryzacji praw oraz jedności (tożsamości) emitenta (zobowiązanego z tytułu tych praw)³⁰. W przypadku co najmniej wielu innych instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym możliwe jest co najwyżej odpowiednie stosowanie przepisów normujących obrót papierami wartościowymi (art. 8 u.o.i.f.). „Odpowiedniość” tego stosowania jest ograniczona. Przykładowo pojęcie „tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania” (art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. a u.o.i.f.) jest pojęciem zbiorczym, obejmującym (m.in.) jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych otwartych, które mają charakter niezbywalny, co – ze względów konstrukcyjnych – wyklucza możliwość uznania je za papiery wartościowe. Takimi cechami (w szczególności standaryzacją) mogą również nie charakteryzować się niektóre instrumenty finansowe wskazane w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c i d u.o.i.f. (np. umowy forward)³¹. Prawdopodobnie ta okoliczność zadecydowała o niezakwalifikowaniu ich jako papierów wartościowych.
5. Reasumując, użycie przez ustawodawcę w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi „jednolitego pojęcia papieru wartościowego jako instytucji zmierzającej do poddania prawa majątkowego szczególnemu reżimowi przenoszenia”³² pozwala na swoiste „uwolnienie” od reżimu cesji tych praw podmiotowych, które w założeniu powinny cechować się, w możliwie największym stopniu, obiegowym charakterem.
6. ASO (art. 3 pkt 2), czyli **alternatywny system obrotu** to, obok rynku regulowanego i zorganizowanej platformy obrotu (OTF) wprowadzonej do ustawy w 2018 r., jeden z trzech podstawowych rodzajów systemów obrotu instrumentami finansowymi³³. Pojęcie to jest polskim odpowiednikiem „wielostronnej platformy obrotu” (ang. *multilateral trading*

²⁹ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 278. Tak również *de lege derogata*, tj. na gruncie art. 3 p.p.o.p.w.: M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 60–61.

³⁰ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 276.

³¹ A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2019, s. 252.

³² J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 279.

³³ Art. 3 pkt 9a u.o.i.f. Zob. szerzej M. Pachucki, *Alternatywny System Obrotu – nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi*, PPH 2008/1, s. 18–23; por. uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, VIII kadencja, druk sejm. nr 2191.

facility, MTF), którym posługują się przepisy prawa Unii Europejskiej (zob. art. 4 ust. 1 pkt 22 dyrektywy MiFID II). Zgodnie z definicją legalną z art. 3 pkt 2 u.o.i.f. przez ASO należy rozumieć wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego. Choć w ustawie brak jest definicji pojęcia „uznaniowość”, to w oparciu o szcztąkowe wskazówki wynikające z regulacji funkcjonowania OTF, jak również stanowiska Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (EUNGiPW) w tym zakresie³⁴ można wskazać, że jest to stan, w którym organizator systemu (w tym wypadku ASO) ma w przedmiocie skonkretyzowanej transakcji kilka możliwości działania i samodzielnie podejmuje decyzję co do tego, którą możliwość wybierze, w tym, czy dopuści do przeprowadzenia transakcji³⁵. W konsekwencji elementami konstrukcyjnymi pojęcia ASO są: trwałe ramy techniczne i formalne pozwalające na kojarzenie ofert podmiotów trzecich i stwierdzenie, czy do transakcji doszło w tych ramach oraz wykluczające w funkcjonowaniu systemu jakąkolwiek swobodę jego organizatora w przedmiocie stosowania odstępstw od tych ram dla konkretnego procesu kojarzenia ofert. Podmiotem organizującym ASO może być firma inwestycyjna lub podmiot prowadzący rynek regulowany.

7. Choć zarówno rynek regulowany, ASO, jak i OTF mogą być prowadzone wyłącznie przez podmiot profesjonalny prowadzący działalność reglamentowaną (wymagającą zezwolenia administracyjnego), a także powinny być dostępne dla uczestników na zasadach przejrzystości i braku dyskryminacji (por. motyw 14 preambuły dyrektywy MiFID II), to istnieją pomiędzy nimi istotne różnice funkcjonalne.
8. Działalność polegająca na organizowaniu ASO z jednej strony jest podobna przedmiotowo do rynku regulowanego, a także przewiduje ograniczenia podmiotowe uczestników takiego systemu, z drugiej jednak strony występują pomiędzy nimi krytyczne różnice. Alternatywny system obrotu charakteryzuje się mniejszymi wymogami formalnymi niż organizowanie rynku regulowanego, w szczególności: w zakresie mniejszego poziomu regulacji zasad funkcjonowania tego systemu obrotu na poziomie przepisów bezwzględnie obowiązujących (co przekłada się na większą swobodę podmiotu prowadzącego ASO w przedmiocie określania takich zasad), mniej wymagającymi obowiązkami dotyczącymi dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu w takim systemie, jak też mniej wymagającymi późniejszymi obowiązkami emitentów, w tym w zakresie informowania rynku³⁶. Dodatkowo

³⁴ Por. art. 78f ust. 1 u.o.i.f., zob. też: EUNGiPW, *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics*, 6.04.2021 r., ESMA70-872942901-38, s. 50.

³⁵ Wydaje się, że odmiennie P. Wajda oraz K. Zaradkiewicz, którzy w przypadku ASO uznają „brak uznaniowości” raczej jako element realizacji zasad równości i sprawiedliwego traktowania uczestników obrotu niż jako szerszą instytucję, w tym, jak wskazujemy: związaną z aspektami czysto operacyjnymi; zob. P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2018, art. 3 u.o.i.f., nt 175.

³⁶ Zob. szerzej J. Chłód, *Zakres zastosowania przepisów o insider tradingu do alternatywnego systemu obrotu*, „Czasopismo Kwartalne Calego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2009/1, s. 83–97; M. Pachucki, *Alternatywny...*, s. 20–22.

definicja ustawowa ASO, w przeciwieństwie do definicji rynku regulowanego, nie wymaga, aby „zapewniał inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie” (por. art. 14 ust. 1), co ma jednak wtórne znaczenie, ponieważ cecha ta będzie naturalnym celem dążeń organizatora systemu obrotu, aby zapewnić odpowiednią atrakcyjność systemu dla jego interesariuszy³⁷.

Z kolei pomiędzy ASO i OTF należy wyróżnić trzy istotne różnice. Po pierwsze, podczas gdy charakter ASO umożliwia obrót wszelkimi instrumentami finansowymi, to zakres przedmiotowy obrotu na OTF ogranicza się do wylistowanych w ustawie rodzajów instrumentów finansowych (por. komentarz do art. 3 pkt 10b). Po drugie, charakter ASO wyklucza jakąkolwiek uznaniowość dla kojarzenia ofert, podczas gdy w OTF uznaniowość jest podstawą działania organizatora OTF³⁸. Po trzecie, podczas gdy w przypadku ASO kategorycznie wykluczone zostało zestawianie zleceń (zob. komentarz do art. 78b ust. 2), to działalność taka jest dopuszczona w OTF, pod warunkiem wprowadzenia przez organizatora OTF określonych w ustawie mechanizmów (zob. komentarz do art. 78c ust. 3).

9. Podstawowe obowiązki ciężące na organizujących ASO firmach inwestycyjnych zawierają przepisy art. 78 u.o.i.f. W praktyce ASO stanowią najczęściej platformy obrotu adekwatne do potrzeb mniejszych emitentów. Taką rolę w polskim systemie rynku kapitałowego odgrywa rynek NewConnect, prowadzony przez GPW w Warszawie S.A., jak również alternatywny system obrotu organizowany przez BondSpot S.A.³⁹
10. **Zestawianie zleceń** (art. 3 pkt 2a). Zgodnie z definicją ustawową jest to „wykonywanie czynności skutkujących zawarciem transakcji mających za przedmiot instrumenty finansowe”, które wyróżnia to, że: (i) podmiot realizujący czynność „jest podmiotem praw i obowiązków” względem podmiotów, których zlecenia zestawia (w dyrektywie: „wstępuje w daną transakcję **pomiędzy** kupującego i sprzedającego”, art. 4 ust. 1 pkt 38 dyrektywy MiFID II); (ii) zestawiane zlecenia dokonywane są w tym samym momencie; (iii) podmiot zestawiający zlecenie nie ponosi ryzyka rynkowego transakcji (które trzeba naszym zdaniem rozumieć jako ryzyko związane z wartością instrumentu w ogólności, nie zaś takie, które nie odpowiada tzw. standardowi rynkowemu) oraz jest ona dla niego „neutralna finansowo” (w dyrektywie: „transakcja jest zawierana po cenie, przy której podmiot uławiający nie osiąga zysku ani nie ponosi straty”), poza ewentualną prowizją lub opłatą.

³⁷ Por. M. Michalski, *Tajemnice: giełdowa, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, giełdy towarowej, ubezpieczeniowa*, cz. I, M.Prawn. 2015/8, s. 446–447.

³⁸ Zob. uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, VIII kadencja, druk sejm. nr 2191; por. komentarz do art. 78b ust. 1 i art. 78c ust. 1 u.o.i.f. oraz art. 20 ust. 6 akapit pierwszy dyrektywy MiFID II.

³⁹ Zob. D. Maścianiec-Kordela, *Alternatywny system obrotu NewConnect – regulacje i funkcjonowanie* [w:] *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie. Jak mądrze inwestować*, red. S. Buczek, A. Fierla, Warszawa 2008, s. 265–274.

11. Zestawianie zleceń jest instytucją coraz częściej spotykaną w obrocie w przypadku firm inwestycyjnych i bez wątpienia: dopuszczalną na rynku regulowanym⁴⁰, kategorycznie wykluczoną w przypadku ASO (art. 78b ust. 2) i warunkowo dopuszczalną na OTF (art. 78c ust. 3). Zestawienie to może mieć charakter dwu- lub wielostronny (np. ustawienie się w roli podmiotu zestawiającego dwa podmioty po stronie kupującej kupujące każdy po 75 jednostek instrumentu finansowego z trzema podmiotami po stronie sprzedającej każdy zbywający po 50 jednostek instrumentu finansowego).
12. Przechodząc do istoty omawianego pojęcia, warto zauważyć, że słuszne spostrzeżenie P. Wajdy i K. Zaradkiewicza, że „zestawianie zleceń jest zespołem czynności, które prowadzą do zawarcia transakcji opiewającej na instrument finansowy. Gospodarczym przeznaczeniem czynności zestawiania zleceń jest zatem doprowadzenie do sytuacji, w której zostanie dokonana transakcja mająca za przedmiot instrument finansowy”⁴¹, wymaga dwóch istotnych uzupełnień. Po pierwsze, pomimo swojego ogólnego wydźwięku, definicja wobec jej stosowania w ustawie i dyrektywie MiFID II oraz jej aktach wykonawczych jest ukierunkowana na działania podejmowane przez firmy inwestycyjne. Po drugie, chodzi tylko o takie działanie, gdzie podmiot jego się podejmujący zamiast standardowej na rynku finansowym działalności opartej na ryzyku związanym z ceną instrumentu, podejmuje się roli analogicznej do tej, jaką pełnią podmioty prowadzące systemy obrotu instrumentami finansowymi, czyli łączy kupującego i sprzedającego w zamian za uwolnione od ryzyka transakcyjnego wynagrodzenie.

Prowadzenie takich działań obarczone jest bardzo istotnym ryzykiem regulacyjnym, ponieważ jak podnosi EUNGiPW, „punkt 19 preambuły CDR (EU) 2017/565 czyni jasnym, że system który zwiększa prawdopodobieństwo lub efektywność transakcji zestawiania zleceń wymaga autoryzacji jako system wielostronny”⁴². Innymi słowy, o ile działalność okazjonalna polegająca na zestawianiu zleceń jest dopuszczalna na rynku regulowanym i – potencjalnie – OTF, o tyle w razie prowadzenia jej w sposób o znacznej skali (z perspektywy danego podmiotu) lub zautomatyzowany pojawia się ryzyko jej uznania za prowadzenie działalności reglamentowanej jako działalność polegająca na prowadzeniu rynku regulowanego, ASO albo OTF.

13. **Handel algorytmiczny** (art. 3 pkt 2b). Handel algorytmiczny jest szczególnym rodzajem czynności związanych z transakcjami zbycia i nabycia instrumentów finansowych. Kluczowym elementem budowy tej definicji jest „algorytm komputerowy”, który wobec braku dookreślenia w ustawie i dyrektywie MiFID II należy rozumieć zgodnie z językiem naturalnym, czyli jako przeprowadzony przez komputer ściśle określony ciąg czynności,

⁴⁰ Potwierdzają to pośrednio m.in. rozporządzenie 2017/584, np. art. 1 ust. 2 czy art. 6 ust. 2 lit. b.

⁴¹ P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2018, art. 3 u.o.i.f., nt 183.

⁴² EUNGiPW, *Questions...*, s. 61.

których wykonanie prowadzi do rozwiązania jakiegoś zadania⁴³. Cechą charakterystyczną algorytmów komputerowych jest to, że o ile zazwyczaj (uwzględniając trendy związane z tzw. sztuczną inteligencją) w ich projektowaniu uczestniczy człowiek, o tyle już na etapie realizacji stosownej komendy udział człowieka jest wyłączony lub ograniczony (np. udział człowieka jest włączony dopiero, gdy proces napotka przewidziany w algorytmie wyjątek). Stosowanie handlu algorytmicznego pozwala firmom inwestycyjnym na automatyzowanie i zwiększanie skali działań.

14. W przypadku handlu algorytmicznego cechami konstrukcyjnymi tego pojęcia są: (i) charakter techniczny czynności, czyli wykonywanie czynności bezpośrednio z wykorzystaniem algorytmu komputerowego; (ii) podstawowy charakter algorytmu w procesie prowadzący do braku lub ograniczonego udziału w nim człowieka zgodnie z art. 18 rozporządzenia 2017/565, czyli takiej sytuacji, gdy „w odniesieniu do każdego procesu zlecenia lub opracowania wyceny lub każdego procesu służącego optymalizacji wykonywania zleceń zautomatyzowany system podejmuje decyzje na dowolnym z etapów generowania, tworzenia, przekierowywania lub wykonywania zleceń lub wycen, zgodnie z wcześniej określonymi parametrami”; (iii) zakres procesowy, ograniczający jego właściwość tylko do czynności związanych z ustalaniem indywidualnych parametrów zleceń nabywania i zbywania instrumentów finansowych.
15. W kontekście handlu algorytmicznego należy poczynić kilka kluczowych uwag. Po pierwsze, dyrektywa 2014/65/EU jest neutralna technologicznie, co oznacza, że nie wskazuje żadnych wytycznych co do strony technologicznej stosowanych rozwiązań, a w konsekwencji – dla zakwalifikowania czynności jako handel algorytmiczny nie ma znaczenia konstrukcja algorytmu ani język informatyczny, w jakim jest zapisany. Co więcej, jak wskazuje EUNGiPW, dla uznania udziału w transakcji narzędzia informatycznego (algorytmu) za kwalifikujące czynności jako handel algorytmiczny nie ma znaczenia stopień skomplikowania tego algorytmu ani liczba procesów, które obejmuje⁴⁴. Po drugie, mając na uwadze cel wprowadzenia definicji handlu algorytmicznego, uznanie danej czynności na rynku finansowym za taki handel ma zastosowanie zakresowe pod względem podmiotowym wyłącznie względem takiego uczestnika rynku, który stosuje algorytmy automatycznie ustalające parametry zleceń nabycia lub zbycia instrumentu finansowego, ale nie ma zastosowania do czynności podejmowanych przez jego kontrahenta, który takich rozwiązań nie stosuje⁴⁵. Po trzecie, dla uznania czynności za handel algorytmiczny nie ma znaczenia okoliczność, że człowiek ma możliwość w dowolnym momencie włączyć lub wyłączyć jego stosowanie względem wszystkich lub indywidualnych zleceń (tj. przerwać automatyczny przebieg procesu). Po czwarte, za handel algorytmiczny nie będą uznane takie rozwiązania, które nie odnoszą się do realizacji konkretnego zlecenia, ale służą np. do

⁴³ Słownik Języka Polskiego PWN, <https://sjp.pwn.pl/slowniki/algorytm.html> (dostęp: 18.03.2022 r.).

⁴⁴ Zob. też: EUNGiPW, *Questions...*, s. 17.

⁴⁵ Tak też: EUNGiPW, *Questions...*, s. 17; wydaje się, że odmiennie: P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2018, art. 3 u.o.i.f., nt 186.

zautomatyzowanego przygotowywania analiz ogólnych (nieodnoszących się do indywidualnego zlecenia, np. analiza trendów historycznych), nie dotyczą jakichkolwiek procesów mających miejsce po transakcji (nawet odnoszących się do konkretnego zlecenia), jak również nie dotyczą algorytmów służących wyłącznie informowaniu o możliwościach inwestycyjnych⁴⁶.

- 16. Technika handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości** (art. 3 pkt 2c). Technika handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości stanowi kwalifikowaną kategorię handlu algorytmicznego (jego podkategorię), wyróżnioną przez wzgląd na jego potencjalny wpływ zarówno na wycenę instrumentów finansowych, jak i możliwy wpływ na systemy informatyczne podmiotu prowadzącego system obrotu instrumentami finansowymi.

Dla uznania czynności stanowiących handel algorytmiczny za technikę handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości konieczne jest, aby spełniał dodatkowo cztery warunki konieczne. Pierwsze trzy odnoszą się do tego, że wraz z handlem algorytmicznym są wykorzystywane systemy informatyczne spełniające trzy cechy – po pierwsze, systemy te muszą stosować środki umożliwiające skrócenie czasu przesłania zlecenia (za art. 4 ust. 1 pkt 40 dyrektywy MiFID II: „minimalizować opóźnienia sieciowe”) do systemu obrotu instrumentami finansowymi, przy czym ustawa wskazuje trzy rodzaje środków służących wskazanemu celowi: kolokację (połączenie fizyczne dwóch systemów), korzystanie z zasobów podmiotu trzeciego mającego na podstawie umowy dostęp do systemu obrotu instrumentami finansowymi lub w postaci bezpośredniego dostępu elektronicznego o wysokiej prędkości przesyłu. Po drugie – analizują dane z rynku finansowego, po trzecie zaś – przewidują stosowanie algorytmu komputerowego bez udziału człowieka (zob. komentarz do art. 3 pkt 2b). Ostatnim, czwartym warunkiem jest to, aby stosowanie takiej techniki generowało wysoką śróddzienną liczbę komunikatów określonych rodzajów, tj. „przekazania, modyfikowania, anulowania lub kwotowania zlecenia nabycia lub zbycia instrumentu” względem pojedynczego instrumentu w liczbie co najmniej dwóch komunikatów na sekundę lub względem wszystkich instrumentów w liczbie co najmniej czterech komunikatów na sekundę. Na potrzeby wskazanych obliczeń są brane pod uwagę tylko instrumenty, dla których istnieje płynny rynek w rozumieniu rozporządzenia 600/2014, uwzględniane są transakcje na własny rachunek i pomijane są transakcje klientów posiadających bezpośredni dostęp elektroniczny (por. art. 19 ust. 1–4 rozporządzenia 2017/565).

Warto odnotować, że definicja zawarta w ustawie przewiduje jeden element nieznaný definicji techniki handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości zawartej w dyrektywie MiFID II (ww. wymóg funkcjonalności dot. zdolności analitycznych systemu) oraz jedno uproszczenie („niezwłoczne wykorzystanie algorytmu komputerowego”, czyli określenie czasu według kryterium „kiedy” w ustawie, podczas gdy zgodnie z dyrektywą MiFID II chodzi o „systemowe określanie momentu uruchomienia zlecenia, jego generowania,

⁴⁶ Zob. motyw 59 preambuły dyrektywy MiFID II; EUNGiPW, *Questions...*, s. 19.

przekierowywania lub wykonania, bez udziału człowieka dla pojedynczej transakcji lub zlecenia”, czyli określenie czasu według kryterium „jak” – art. 4 ust. 1 pkt 40 lit. b dyrektywy MiFID II).

17. Jak wskazano w preambule dyrektywy MiFID II (motyw 61), w ramach omawianej techniki „system transakcyjny błyskawicznie analizuje dane lub sygnały pochodzące z rynku, a następnie w bardzo krótkim czasie wysyła lub aktualizuje dużą liczbę zleceń w odpowiedzi na wyniki tej analizy”. Technika handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości ma zastosowanie w szczególności w przypadku instrumentów finansowych o wysokiej płynności (motyw 61 preambuły dyrektywy MiFID II). Co istotne, taki rodzaj działalności jest uznawany przez przepisy każdorazowo za profesjonalny, przez co stosowanie takiej techniki uniemożliwia podmiotom prowadzącym wyłącznie na własny rachunek działalność w przedmiocie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych uniknięcia konieczności uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej (zob. komentarz do art. 70 ust. 1 oraz art. 69 ust. 1 u.o.i.f. i por. motyw 23 preambuły dyrektywy MiFID II).

Zgodnie ze stanowiskiem EUNGIPW firmy inwestycyjne stosujące handel algorytmiczny są zobowiązane do co najmniej comiesięcznej autoidentyfikacji w oparciu o dane udostępniane im na żądanie przez podmiot prowadzący system obrotu instrumentami finansowymi⁴⁷ (por. art. 19 ust. 4 rozporządzenia 2017/565).

18. **Bezpośredni dostęp elektroniczny** (art. 3 pkt 2d). Pojęcie to odnosi się do materii regulowanej art. 20 rozporządzenia 2017/565, który z kolei odsyła do art. 4 ust. 1 pkt 41 dyrektywy MiFID II. Zgodnie z regulacją dyrektywy MiFID II pojęcie to oznacza mechanizm, w ramach którego członek lub uczestnik lub klient systemu obrotu zezwala danej osobie na korzystanie ze swojego kodu transakcyjnego, tak aby osoba ta mogła przekazywać drogą elektroniczną zlecenia dotyczące instrumentu finansowego bezpośrednio do systemu obrotu, i obejmujący uzgodnienia polegające na wykorzystywaniu przez daną osobę infrastruktury członka, uczestnika lub klienta, lub jakiegokolwiek systemu przyłączeniowego udostępnionego przez członka, uczestnika lub klienta do przekazywania zleceń (**bezppośredni dostęp do rynku**) lub uzgodnienia, w ramach których dana osoba nie korzysta z tej infrastruktury (**dostęp sponsorowany**). Z tego powodu niezrozumiałym zabiegiem legislacyjnym jest definiowanie tego pojęcia na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, która może mieć na celu jedynie dokładną transpozycję tego pojęcia do krajowego porządku prawnego.

Cechą charakterystyczną **bezpośredniego dostępu do rynku** jest to, że uczestnik przekazuje elektroniczne zlecenia bezpośrednio do systemu obrotu z wykorzystaniem infrastruktury firmy inwestycyjnej. Bezpośredni dostęp do rynku polega zatem na udostępnieniu

⁴⁷ EUNGIPW, *Questions...*, s. 18.

przez firmę inwestycyjną swojego kodu transakcyjnego i infrastruktury przyłączeniowej. Z kolei **dostęp sponsorowany** polega na tym, że podmiot korzystający z dostępu przekazuje zlecenia bezpośrednio do systemu obrotu bez użycia infrastruktury przyłączeniowej firmy inwestycyjnej⁴⁸.

Zarówno bezpośredni dostęp do rynku, jak również dostęp sponsorowany, należy uznać za wyjątek od tradycyjnego modelu dostępu do rynku, który polega na pośredniczeniu firmy inwestycyjnej w składaniu zleceń w systemie obrotu.

- 19. Podmiot systematycznie internalizujący transakcje** (art. 3 pkt 2e). Podmiotem systematycznie internalizującym transakcje jest zawsze firma inwestycyjna, która w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawiera transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, alternatywnym systemem obrotu (ASO) lub poza zorganizowaną platformą obrotu (OTF) bez prowadzenia ASO lub OTF.

Zatem działalność systematycznego internalizowania transakcji polega na wykonywaniu zleceń klientów na własny rachunek firmy inwestycyjnej. Działania te powinny mieć charakter zorganizowany, częsty, systematyczny i odnosić się do znacznego wolumenu zleceń. Działania te powinny mieć miejsce poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF. Tylko w przypadkach łącznie spełniających te przesłanki działalność firmy inwestycyjnej (która sama nie prowadzi ASO lub OTF) może zostać uznana za działalność podmiotu systematycznie internalizującego transakcje.

- 20. Tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania** (art. 3 pkt 3) to zbiorcza kategoria instrumentów finansowych, której podzbiory obejmują zarówno instrumenty finansowe będące, jak i niebędące papierami wartościowymi (art. 2 ust. 1 pkt 1 i pkt 2 lit. a u.o.i.f.). Cechy wspólne wyróżniające omawianą kategorię obejmują: charakter prawny emitenta, którym jest instytucja wspólnego inwestowania oraz charakter reprezentowanego prawa majątkowego, które jest w przeważającej mierze prawem zobowiązaniowym (wierzytelnością), jednak wykazuje ono również cechy korporacyjne lub quasi-korporacyjne (przesądza o wyróżnianiu stosunku prawnego łączącego instytucję wspólnego inwestowania z jej uczestnikiem, któremu mogą przysługiwać również uprawnienia korporacyjne lub quasi-korporacyjne).
- 21.** Pod pojęciem instytucji wspólnego inwestowania należy rozumieć przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w rozumieniu przepisów prawa unijnego (dyrektywy UCITS IV⁴⁹

⁴⁸ Por. *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2018, art. 3 u.o.i.f.

⁴⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z 13.07.2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.Urz. UE L 302, s. 32, ze zm.).

i dyrektywy ZAFI⁵⁰), tj. fundusze inwestycyjne otwarte i alternatywne fundusze inwestycyjne z siedzibą na terytorium Polski, funkcjonujące na podstawie przepisów prawa polskiego (w szczególności na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi) oraz podmioty zagraniczne kwalifikowane jako UCITS (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania typu otwartego) lub alternatywne fundusze inwestycyjne⁵¹.

22. Pod pojęciem tytułu uczestnictwa należy natomiast rozumieć każdy instrument finansowy, który reprezentuje prawo majątkowe przysługujące uczestnikowi instytucji wspólnego inwestowania. W przypadku funduszy inwestycyjnych utworzonych i funkcjonujących na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych (zob. art. 6 ust. 2 u.f.i.) są to jednostki uczestnictwa (w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych) – niebędące papierami wartościowymi oraz certyfikaty inwestycyjne (w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych) – będące papierami wartościowymi (art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f.). Jedynie w odniesieniu do tej drugiej kategorii można mówić o emisji *sensu stricto*. W odniesieniu do jednostek uczestnictwa ustawodawca w przepisie art. 82 u.f.i. posługuje się pojęciem ich „zbywania” przez fundusz na rzecz uczestnika, przy czym owo „zbycie”, na które składa się wpłata dokonana przez uczestnika i dokonany na jego rzecz przdział, stanowi zdarzenie kreujące jednostkę uczestnictwa jako instrument finansowy⁵².
23. O kwalifikacji jednostek uczestnictwa⁵³ w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania jako instrumentów finansowych przesądza prawodawca unijny w pkt 3 sekcji C załącznika I do dyrektywy MiFID II. Jednocześnie, na poziomie dyrektywy MiFID II, prawodawca unijny potwierdza, że za przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania uznaje również podmioty niebędące UCITS (zob. art. 25 ust. 4 lit. a pkt (i) dyrektywy MiFID II), a zatem alternatywne fundusze inwestycyjne.
24. **Oferta publiczna** (art. 3 pkt 5). Przez ofertę publiczną rozumie się ofertę publiczną papierów wartościowych w rozumieniu art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129. Wskazany przepis art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129 precyzuje, że oferta publiczna papierów wartościowych oznacza komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków
-
- ⁵⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.06.2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.Urz. UE L 174, s. 1, ze zm.).
- ⁵¹ Zob. także A. Chłopecki [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, red. M. Stec, 2016, s. 412.
- ⁵² Zob. szerzej A. Chłopecki [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, red. M. Stec, 2016, s. 417–419.
- ⁵³ Ustawodawca polski posługuje się pojęciem tytułu uczestnictwa (a nie jednostki uczestnictwa, o której mowa w dyrektywie MiFID II), aby odróżnić szerszą kategorię pojęciową od jednostek uczestnictwa emitowanych przez fundusze inwestycyjne otwarte oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte i aby objąć nią również certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte oraz tytuły uczestnictwa w alternatywnych spółkach inwestycyjnych.

oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych. Definicja ta ma również zastosowanie do plasowania papierów wartościowych poprzez pośredników finansowych. Przedmiotem oferty publicznej mogą być papiery wartościowe, w rozumieniu art. 3 pkt 1 u.o.i.f., w tym m.in. akcje, warianty subskrypcyjne i obligacje. Aktualne brzmienie komentowanego przepisu wynika z nowelizacji dokonanej ustawą z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 2217 ze zm.), która z zastrzeżeniem wyjątków określonych w treści tej ustawy, weszła w życie z dniem 30.11.2019 r. Celem przedmiotowej nowelizacji było dokonanie koniecznych zmian w krajowym porządku prawnym ukierunkowanych m.in. na zapewnienie stosowania rozporządzenia 2017/1129. Rozporządzenie 2017/1129 – uwzględniając jego charakter prawny jako aktu prawnego Unii Europejskiej – ma zasięg ogólny, jak również wiąże w całości i jest bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich Unii Europejskiej (art. 288 TFUE). Rozporządzenie 2017/1129 weszło w życie 20.07.2017 r., przy czym stosuje się je, począwszy od 21.07.2019 r.⁵⁴ Z tych względów znówelizowany art. 3 pkt 5 u.o.i.f. odsyła do definicji oferty publicznej zawartej w rozporządzeniu 2017/1129 zamiast do definicji zawartej w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, jak miało to miejsce na gruncie poprzednio obowiązującego stanu prawnego. Należy zwrócić uwagę na istotną zmianę w definicji oferty publicznej w porównaniu z poprzednio obowiązującym stanem prawnym. Ustawodawca europejski nie wprowadził progu liczbowego odbiorców, do których skierowanie komunikatu w powyżej określonym zakresie należy kwalifikować jako ofertę publiczną. Z tych względów, począwszy od 21.07.2019 r., za ofertę publiczną uznaje się komunikat skierowany do co najmniej dwóch odbiorców⁵⁵.

- 25. Obrót pierwotny** (art. 3 pkt 6). Obrotem pierwotnym na gruncie komentowanej ustawy jest obrót pierwotny w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej. Jest to zatem odesłanie do definicji z art. 4 pkt 3 u.o.p., zgodnie z którą przez obrót pierwotny rozumie się dokonywanie oferty publicznej, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, przez emitenta lub gwaranta emisji – w przypadku gdy w umowie o gwarancję emisji zawartej przez emitenta gwarant emisji zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości albo części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej – oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty⁵⁶.

⁵⁴ Z wyjątkiem art. 1 ust. 3 i art. 3 ust. 2 rozporządzenia 2017/1129, które stosuje się od 21.07.2018 r., oraz art. 1 ust. 5 akapit pierwszy lit. a, b i c i art. 1 ust. 5 akapit drugi rozporządzenia 2017/1129, które stosuje się od 20.07.2017 r.

⁵⁵ Zob. szerzej I. Pieczyńska-Czerny [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2019, s. 2090. J. Szewczyk, *Publiczne oferowanie papierów wartościowych*, M.Prawn. 2020/3, s. 129.

⁵⁶ Zob. szerzej komentarz do art. 4 u.o.p.

26. Obrót wtórny (art. 3 pkt 7). Obrót wtórny stanowi uzupełnienie obrotu pierwotnego⁵⁷. Zgodnie z art. 3 pkt 7 u.o.i.f. przez pojęcie obrotu wtórnego rozumie się:

- 1) dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent lub gwarant emisji, o którym mowa w art. 14a ust. 1 lub 2 u.o.p., lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu, albo
- 2) proponowanie w dowolnej formie i w dowolny sposób, przez podmiot inny niż wystawca, nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu, jeżeli propozycja skierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata.

Krąg podmiotów proponujących nabycie instrumentów finansowych określony został w sposób negatywny: w przypadku papierów wartościowych są to podmioty inne niż emitent lub gwarant emisji, a w przypadku pozostałych instrumentów finansowych są to podmioty inne niż wystawca tych instrumentów⁵⁸. W świetle omawianego przepisu do obrotu wtórnego papierami wartościowymi zaliczyć można dwa typy zdarzeń. Po pierwsze, chodzi o dokonywanie oferty publicznej papierów wartościowych przez podmiot inny niż emitent lub gwarant emisji, a więc o dokonywanie oferty publicznej wcześniej już wyemitowanych papierów wartościowych (papierów wartościowych „starej” emisji) przez podmiot inny niż emitent lub gwarant emisji. Przykładem takiego zdarzenia może być więc oferta publiczna sprzedaży akcji spółki dokonywana przez dotychczasowego akcjonariusza tej spółki. Po drugie, będzie to nabywanie papierów wartościowych od podmiotu innego niż emitent lub gwarant emisji, czego przykładem mogą być umowy sprzedaży papierów wartościowych w obrocie giełdowym zawierane przez inwestorów, a także od podmiotów, które nie są emitentem lub gwarantem emisji. Ponadto z przepisu tego wynika, że nabywanie papierów wartościowych w tym przypadku nie musi wiązać się z ich publicznym oferowaniem. W typowej sytuacji samo złożenie zlecenia sprzedaży papierów wartościowych na rynku regulowanym lub w ASO nie jest publicznym proponowaniem (ofertą publiczną) tych papierów, gdyż podmiot zlecający sprzedaż z reguły nie udostępnia publicznie informacji „na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych” – art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129.

27. Pierwsza oferta publiczna (art. 3 pkt 8). Pierwszą ofertą publiczną (ang. *initial public offering*, IPO) na gruncie komentowanej ustawy jest pierwsza oferta publiczna w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej. Jest to zatem odesłanie do definicji z art. 4 pkt 5 u.o.p., zgodnie z którą przez pierwszą ofertę publiczną rozumie się dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych⁵⁹. Warto podkreślić,

⁵⁷ Zob. komentarz do art. 4 u.o.p.; M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2019, s. 502.

⁵⁸ M. Dyl [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 765.

⁵⁹ Zob. szerzej komentarz do art. 4 u.o.p.

że w pojęciu „określone papiery wartościowe” mieszczą się papiery wartościowe tego samego rodzaju, np. akcje różnych emisji, lecz emitowane przez tę samą spółkę.

- 28. Obrót zorganizowany** (art. 3 pkt 9). Pojęcie obrotu zorganizowanego zostało zdefiniowane w art. 3 pkt 9 u.o.i.f., zgodnie z którym przez obrót zorganizowany należy rozumieć obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi (*ergo* obrót instrumentami finansowymi) dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w ASO. Ustawodawca wyróżnia zatem wyłącznie dwa segmenty rynku kapitałowego, na których może być dokonywany zorganizowany obrót instrumentami finansowymi⁶⁰. W konsekwencji – choć nominalnie OTF oznacza „zorganizowaną platformę obrotu” i obok rynku regulowanego i ASO również OTF jest zaliczany do systemów obrotu instrumentami finansowymi, to obrót instrumentami finansowymi w OTF nie stanowi obrotu zorganizowanego w rozumieniu ustawy.
- 29. System obrotu instrumentami finansowymi** (art. 3 pkt 9a). Przepis art. 3 pkt 9a u.o.i.f. został dodany ustawą z 1.03.2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 685), która z zastrzeżeniem określonych w niej wyjątków weszła w życie z dniem 21.04.2018 r. Celem wskazanej ustawy było dokonanie w krajowym porządku prawnym zmian związanych z wejściem w życie europejskich regulacji dotyczących rynku kapitałowego, w tym między innymi dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia MiFIR⁶¹. Zgodnie z komentowanym przepisem pod pojęciem systemu obrotu instrumentami finansowymi należy rozumieć rynek regulowany, ASO lub OTF⁶². Przedmiotowa definicja legalna odpowiada pojęciu „systemu obrotu” uregulowanemu w art. 4 ust. 1 pkt 24 dyrektywy MiFID II⁶³. W przypadku systemu obrotu instrumentami finansowymi EUNGiPW wskazuje, że koniecznym jest, aby poza aranżowaniem transakcji (kojarzeniem ofert) w ramach tego systemu dochodziło również do ich wykonania⁶⁴.
- 30. Wielostronny system** (art. 3 pkt 9b). W przepisie art. 3 pkt 9b u.o.i.f. zdefiniowano pojęcie wielostronnego systemu, przez które należy rozumieć system, w ramach którego kojarzone są oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składane przez podmioty trzecie. Kwalifikacja systemu jako wielostronnego w rozumieniu komentowanego przepisu wymaga, aby wykazywał on określone cechy zorganizowania oraz pozwalał na kojarzenie ofert kupna i sprzedaży instrumentów finansowych (umożliwiał interakcję wielu

⁶⁰ Zob. także M. Dyl [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 761–762; M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2019, s. 503.

⁶¹ Zob. uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, VIII kadencja, druk sejm. nr 2191.

⁶² W zakresie definicji rynku regulowanego zob. szerzej komentarz do art. 14 u.o.i.f. Pojęcie ASO zdefiniowane zostało w art. 3 pkt 2 u.o.i.f. Pojęcie OTF zostało zdefiniowane w art. 3 pkt 10b u.o.i.f.

⁶³ Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 24 dyrektywy MiFID II „system obrotu” oznacza każdy rynek regulowany, MTF lub OTF.

⁶⁴ EUNGiPW, *Questions...*, s. 42.

deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych⁶⁵) pochodzących od osób trzecich, a więc takich, które nie organizują obrotu w ramach danego systemu⁶⁶. Zgodnie ze stanowiskiem EUNGiPW dla uznania danego systemu za wielostronny nie jest koniecznym, aby taki system poza kojarzeniem ofert zapewniał wykonanie ofert kupna i sprzedaży⁶⁷.

31. System wykonywania zlecenia (art. 3 pkt 9c). Komentowany przepis odsyła do art. 64 ust. 1 rozporządzenia 2017/565. Ten z kolei przepis zawiera wyliczenie. Na podstawie przywołanej regulacji unijnej za system wykonywania zlecenia uznajemy:

- 1) rynek regulowany,
- 2) MTF (czyli alternatywny system obrotu/ASO),
- 3) OTF (czyli zorganizowaną platformę obrotu),
- 4) podmiot systematycznie internalizujący transakcje (por. komentarz do art. 3 pkt 2e),
- 5) animatora rynku czy inny podmiot zapewniający płynność instrumentów finansowych lub podmiot, który w państwie trzecim spełnia rolę podobną do tych, które spełniają ww. podmioty.

32. Platforma aukcyjna (art. 3 pkt 10a). Aukcja staje się podstawową metodą rozdziału uprawnień do emisji, ograniczając tym samym metodę ich bezpłatnego przydziału⁶⁸. W unijnym systemie handlu uprawnieniami do emisji (EU ETS) wyróżnia się dwa rodzaje platform aukcyjnych: (i) wspólną platformę aukcyjną oraz (ii) tzw. platformy *opt-out*. Przepis art. 31 ust. 1 rozporządzenia 1031/2010, do którego odsyła komentowana jednostka redakcyjna, określa funkcje platform *opt-out*. Są to takie same funkcje, jak te pełnione przez wspólną platformę aukcyjną, przy czym platformy *opt-out* wyłączone są ze stosowania art. 27 ust. 1 lit. c rozporządzenia 1031/2010 – przedkładają one strategię wyjścia, o której mowa w art. 27 ust. 3 tego rozporządzenia, wyznaczonemu państwu członkowskiemu⁶⁹.

33. Wspólna platforma aukcyjna. Wspólna platforma aukcyjna wyznaczana jest na podstawie art. 26 ust. 1 rozporządzenia 1031/2010. Została ona uznana za platformę najefektywniejszą kosztowo, zapobiegającą nieuzasadnionym obciążeniom administracyjnym oraz zapewniającą otwarty, przejrzysty i niedyskryminacyjny dostęp. Wspólna infrastruktura

⁶⁵ Zob. art. 4 ust. 1 pkt 19 dyrektywy MiFID II.

⁶⁶ M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2019, s. 503; zob. też w przedmiocie wskazówek dot. testu uznania przedsięwzięcia za wielostronny system: EUNGiPW, *Questions...*, s. 58.

⁶⁷ EUNGiPW, *Consultation Paper on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF)*, 25.09.2020 r., ESMA70-156-2013, s. 21–22.

⁶⁸ Zob. art. 10 ust. 1 dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 13.10.2003 r. ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych w Unii oraz zmieniającej dyrektywę Rady 96/61/WE (Dz.Urz. WE L 275, s. 32, ze zm.).

⁶⁹ Wyznaczając funkcje platform *opt-out*, art. 31 ust. 1 akapit pierwszy rozporządzenia 1031/2010 odsyła do art. 27 rozporządzenia 1031/2010 określającego funkcje wspólnej platformy aukcyjnej z zastrzeżeniem zawartym w art. 31 ust. 1 akapit drugi tego rozporządzenia.

aukcyjna ułatwia zapewnienie uczestnictwa jak największej liczby przedsiębiorstw z całej Unii i zmniejsza w ten sposób ryzyko utraty wiarygodności aukcji na skutek wykorzystywania ich przez uczestników do celów prania pieniędzy, finansowania terroryzmu, działalności przestępczej lub nadużyć na rynku⁷⁰. Obecnie wspólną platformę aukcyjną prowadzi Europejska Giełda Energii (*European Energy Exchange*, EEX), a korzysta z niej 25 państw członkowskich i 3 państwa EOG-EFTA. Funkcje wspólnej platformy aukcyjnej określa art. 27 rozporządzenia 1031/2010.

- 34. Platformy *opt-out*.** W celu zmniejszenia ryzyka ograniczenia konkurencji na rynku uprawnień do emisji zdecydowano się na możliwość nieskorzystania (*opt-out*) przez państwa członkowskie ze wspólnej platformy aukcyjnej i zezwolono na wyznaczenie własnych platform aukcyjnych⁷¹. Obecnie tylko dwa państwa członkowskie zdecydowały się na sprzedaż uprawnień na odrębnych platformach (Polska i Niemcy), przy czym tylko Niemcy wyznaczyły własną platformę aukcyjną *opt-out* (prowadzi ją również EEX). Polska, z uwagi na to, że nie wyznaczyła własnej platformy *opt-out*, do sprzedaży swych uprawnień wykorzystuje platformę EEX (jako wspólną platformę). Z platformy *opt-out* korzystała także Wielka Brytania przed wystąpieniem z UE⁷². Funkcje platform *opt-out* określa art. 31 ust. 1 rozporządzenia 1031/2010.
- 35. OTF (art. 3 pkt 10b).** Zorganizowana platforma obrotu jest jednym z trzech segmentów (obok rynku regulowanego i ASO) systemu obrotu instrumentami finansowymi⁷³. W ramach OTF, w sposób uznaniowy, kojarzone są oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składane przez podmioty trzecie. Uznaniowość w ramach zorganizowanej platformy obrotu jest cechą wyróżniającą (zarówno rynek regulowany, jak i ASO są, *ex definitione*, segmentami systemu obrotu instrumentami finansowymi cechującymi się brakiem takiej uznaniowości). Owa uznaniowość polega na możliwości decydowania przez firmę inwestycyjną lub operatora prowadzącego OTF o złożeniu lub wycofaniu zlecenia oraz, co do zasady, decydowaniu o niezestawieniu danego zlecenia klienta ze zleceniami dostępnymi w systemie w danym czasie⁷⁴.
- 36. Przedmiot obrotu na OTF.** Na zorganizowanej platformie obrotu może być dokonywany obrót obligacjami, strukturyzowanymi produktami finansowymi, uprawnieniami do emisji, instrumentami pochodnymi oraz produktami energetycznymi będącymi przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę.
- 37. OTF w Polsce.** W Polsce zorganizowana platforma obrotu prowadzona jest przez Towarową Giełdę Energii S.A. Obrót w ramach OTF dokonywany jest na następujących

⁷⁰ Zob. motyw 7 rozporządzenia 1031/2010.

⁷¹ Platformy *opt-out* wyznaczane są na podstawie art. 30 ust. 1 rozporządzenia 1031/2010.

⁷² Funkcję platformy *opt-out* dla Wielkiej Brytanii pełniła giełda ICE Futures Europe w Londynie.

⁷³ Zob. komentarz do art. 3 pkt 9a u.o.i.f.

⁷⁴ Zob. art. 20 ust. 6 dyrektywy 2014/65/UE.

wyodrębnionych rynkach: Rynku Terminowego Produktów z dostawą energii elektrycznej (RTPE), Rynku Terminowego Produktów z dostawą gazu (RTPG) oraz Rynku Terminowego Praw Majątkowych (RTPM)⁷⁵. Pierwszy dzień notowań na OTF w Polsce przypadł na 4.05.2020 r.

38. **Emitent** (art. 3 pkt 11). W związku z ujednoliceniem prawa unijnego w zakresie obowiązków prospektowych w drodze rozporządzenia 2017/1129 autonomiczna definicja emitenta na gruncie prawa krajowego (dawne brzmienie art. 4 pkt 6 u.o.p.) została zastąpiona odesłaniem do definicji wyrażonej w rozporządzeniu 2017/1129 (zmiana nastąpiła na podstawie art. 1 pkt 4 lit. e z.u.o.p.). W rozumieniu art. 2 lit. h rozporządzenia 2017/1129 przez emitenta należy rozumieć „podmiot prawny, który emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe”.
39. Pojęcie emitenta wiąże się zatem z jedną z kategorii instrumentów finansowych, jaką są papiery wartościowe. Emitent jest podmiotem, który emituje je lub zamierza je emitować we własnym imieniu. Emitent kreuje zatem w sposób samodzielny papiery wartościowe, które następnie mogą być przedmiotem obrotu zorganizowanego.
40. **Wystawca** (art. 3 pkt 12). Definicja pojęcia wystawcy jest niejako uzupełnieniem definicji emitenta, gdyż odnosi się ona do drugiej kategorii instrumentów finansowych, tj. instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi. W przypadku takich instrumentów nie można mówić o emisji *sensu stricto*, lecz o innym sposobie ich kreacji. Podmiot kreujący w sposób samodzielny (we własnym imieniu) takie instrumenty finansowe jest określany właśnie jako wystawca.
41. W komentowanej definicji podkreśla się, że wystawca jest uprawniony lub zobowiązany z wystawianych (kreowanych) przez siebie instrumentów finansowych. Pozycja prawna wystawcy jest w takim przypadku uzależniona od charakteru instrumentu finansowego. Jest to widoczne m.in. na przykładzie różnych kreowanych w obrocie instrumentów pochodnych.
42. **Uczestnik rynku uprawnień do emisji** (art. 3 pkt 13a). Uczestnikiem rynku uprawnień do emisji w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 20 rozporządzenia 596/2014 jest dowolna osoba, która zawiera transakcje, w tym składa zlecenia zawarcia transakcji, dotyczące uprawnień do emisji, produktów sprzedawanych na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub powiązanych instrumentów pochodnych, i która nie korzysta ze zwolnienia na podstawie art. 17 ust. 2 akapit drugi tego rozporządzenia (zwolnienie to dotyczy uczestnika rynku uprawnień do emisji, w przypadku gdy instalacje lub działania lotnicze, które posiada,

⁷⁵ § 5 Regulaminu obrotu Zorganizowanej Platformy Obrotu Towarowej Giełdy Energii S.A., tekst jednolity przyjęty uchwałą Rady Nadzorczej TGE S.A. Nr 36/06/VIII/20 z 7.02.2020 r. (decyzja KNF nr DRF.4000.1.2019. RR z 16.04.2020 r. o udzieleniu zezwolenia TGE na prowadzenie OTF).

kontroluje lub za które jest odpowiedzialny, nie przekroczyły w poprzednim roku minimalnego poziomu emisji dwutlenku węgla, oraz – w przypadku prowadzenia procesów spalania – którego nominalna moc cieplna nie przekroczyła minimalnego poziomu).

- 43. Oferujący** (art. 3 pkt 13b). Oferującym w rozumieniu art. 2 lit. i rozporządzenia 2017/1129 jest podmiot prawny lub osoba fizyczna, która publicznie oferuje papiery wartościowe⁷⁶. Oferującym może być więc zarówno emitent dokonujący oferty publicznej w ramach obrotu pierwotnego, jak i podmiot, który dokonuje oferty w ramach obrotu wtórnego. Obecnie obowiązująca definicja oferującego zastąpiła definicję sprzedającego, którym był „właściciel papierów wartościowych dokonujący oferty publicznej”⁷⁷.
- 44. Umowa o gwarancję emisji** (art. 3 pkt 15a). Definicja legalna umowy o gwarancję emisji została wprowadzona do art. 3 u.o.i.f. z dniem 30.11.2019 r., razem z uchyleniem zawartej dotychczas w art. 3 pkt 14 i 15 u.o.i.f. definicji subemisji inwestycyjnej i subemisji usługowej. Zmiany te wynikają z zastąpienia pojęć subemisji usługowej i subemisji inwestycyjnej pojęciem gwarancji emisji. Przez umowę o gwarancję emisji należy rozumieć umowę między emitentem lub oferującym a gwarantem emisji, w której gwarant emisji zobowiązuje się do zapewnienia dojścia do skutku emisji lub sprzedaży papierów wartościowych w drodze oferty publicznej (art. 4 pkt 13a u.o.p.).
- 45. Podmiot dominujący** (art. 3 pkt 16). Zgodnie z odesłaniem zawartym w art. 3 pkt 16 u.o.i.f., podmiotem dominującym jest jednostka dominująca w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 37 u.r. Ten ostatni przepis stanowi, że przez jednostkę dominującą rozumie się jednostkę będącą spółką handlową lub przedsiębiorstwem państwowym, sprawującą kontrolę nad jednostką zależną, w szczególności: posiadającą bezpośrednio lub pośrednio większość ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym jednostki zależnej, także na podstawie porozumień z innymi uprawnionymi do głosu, wykonującymi prawa głosu zgodnie z wolą jednostki dominującej (art. 3 ust. 1 pkt 37 lit. a u.r.), lub będącą udziałowcem jednostki zależnej i uprawnioną do kierowania polityką finansową i operacyjną tej jednostki zależnej w sposób samodzielny lub przez wyznaczone przez siebie osoby lub jednostki na podstawie umowy zawartej z innymi uprawnionymi do głosu, posiadającymi na podstawie statutu lub umowy spółki, łącznie z jednostką dominującą, większość ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym (art. 3 ust. 1 pkt 37 lit. b u.r.), lub będącą udziałowcem jednostki zależnej i uprawnioną do powoływania i odwoływania większości członków organów zarządzających, nadzorujących lub administrujących tej jednostki zależnej (art. 3 ust. 1 pkt 37 lit. c u.r.), lub będącą udziałowcem jednostki zależnej, której więcej niż połowę składu organów zarządzających, nadzorujących lub administrujących w poprzednim roku

⁷⁶ Przepis art. 4 pkt 7a u.o.p. zawierający definicję oferującego, także odsyła do art. 2 lit. i rozporządzenia 2017/1129.

⁷⁷ Przepisy art. 3 pkt 13 u.o.i.f. oraz art. 4 pkt 7 u.o.p. zostały uchylone z dniem 30.11.2019 r. na mocy ustawy z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw.

obrotowym, w ciągu bieżącego roku obrotowego i do czasu sporządzenia sprawozdania finansowego za bieżący rok obrotowy stanowią osoby powołane do pełnienia tych funkcji w rezultacie wykonywania przez jednostkę dominującą prawa głosu w organach tej jednostki zależnej, chyba że inna jednostka lub osoba ma w stosunku do tej jednostki zależnej prawa, o których mowa w lit. a, c lub e (art. 3 ust. 1 pkt 37 lit. d u.r.), lub będącą udziałowcem jednostki zależnej i uprawnioną do kierowania polityką finansową i operacyjną tej jednostki zależnej, na podstawie umowy zawartej z tą jednostką zależną albo statutu lub umowy tej jednostki zależnej (art. 3 ust. 1 pkt 37 lit. e u.r.).

- 46. Podmiot zależny** (art. 3 pkt 17). Zgodnie z odesłaniem zawartym w art. 3 pkt 17 u.o.i.f., podmiotem zależnym jest jednostka zależna w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 39 u.r. Ten ostatni przepis stanowi, że przez jednostkę zależną rozumie się jednostkę będącą spółką handlową lub podmiotem utworzonym i działającym zgodnie z przepisami obcego prawa handlowego, kontrolowaną przez jednostkę dominującą (w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 37 u.r.).
- 47. Grupa kapitałowa** (art. 3 pkt 18). Zgodnie z odesłaniem zawartym w art. 3 pkt 18 u.o.i.f., przez grupę kapitałową rozumie się grupę kapitałową w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 44 u.r. Ten ostatni przepis stanowi, że grupę kapitałową tworzy jednostka dominująca wraz z jednostkami zależnymi (w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 37 i 39 u.r.).
- 48. Bliskie powiązania** (art. 3 pkt 18a). Przepis art. 3 pkt 18a u.o.i.f. definiuje trzy formy bliskich powiązań. Po pierwsze, za bliskie powiązania rozumie się posiadanie, bezpośrednio lub pośrednio: (i) co najmniej 20% ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym innego podmiotu, lub (ii) co najmniej 20% udziału w kapitale zakładowym innego podmiotu, lub (iii) prawa do wykonywania co najmniej 20% głosów w organach innego podmiotu (art. 3 pkt 18a lit. a u.o.i.f.). Po drugie, zgodnie z art. 3 pkt 18a lit. b u.o.i.f., za bliskie powiązania uważa się sprawowanie nad innym podmiotem: (i) kontroli w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 34 lub 37 u.r., lub (ii) współkontroli w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 35 u.r. Przepis ten zawiera odesłanie do ustawy o rachunkowości, która definiuje sprawowanie kontroli jako zdolność jednostki do kierowania polityką finansową i operacyjną innej jednostki, w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych z jej działalności, lub jako posiadanie statusu jednostki dominującej (art. 3 ust. 1 pkt 34 i 37 u.r.), natomiast współkontrolę jako zdolność współnika jednostki współzależnej na równi z innymi współnikami, na zasadach określonych w zawartej pomiędzy nimi umowie, umowie spółki lub statucie do kierowania polityką finansową i operacyjną tej jednostki, w celu osiągnięcia wspólnie korzyści ekonomicznych z jej działalności (art. 3 ust. 1 pkt 35 u.r.). Po trzecie, bliskie powiązania w rozumieniu art. 3 pkt 18a lit. c u.o.i.f. oznaczają wywieranie znaczącego wpływu na inny podmiot w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 36 u.r. Przez znaczący wpływ na inną jednostkę rozumie się zatem niemającą znamion sprawowania kontroli lub współkontroli zdolność jednostki do wpływania na politykę finansową i operacyjną innej jednostki, w szczególności przez: udział w podejmowaniu decyzji w sprawie podziału zysku lub pokrycia straty

(art. 3 ust. 1 pkt 36 lit. a u.r.), lub zasiadanie w organie zarządzającym, nadzorującym lub administrującym (art. 3 ust. 1 pkt 36 lit. b u.r.), lub przeprowadzanie istotnych transakcji z tą jednostką (art. 3 ust. 1 pkt 36 lit. c u.r.), lub udostępnianie tej jednostce informacji technicznych o zasadniczym znaczeniu dla jej działalności (art. 3 ust. 1 pkt 36 lit. d u.r.), lub możliwość powoływania i odwoływania członków organów zarządzających, nadzorujących lub administrujących (art. 3 ust. 1 pkt 36 lit. e u.r.), lub posiadanie nie mniej niż 20% ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym tej jednostki (art. 3 ust. 1 pkt 36 lit. f u.r.).

49. Ogólna liczba głosów (art. 3 pkt 19). Przez ogólną liczbę głosów w rozumieniu art. 3 pkt 19 u.o.i.f. należy rozumieć ogólną liczbę głosów w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych albo sumę głosów przypadających na wszystkie udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. Definicja ogólnej liczby głosów w rozumieniu wyżej przywołanej ustawy stanowi punkt odniesienia jedynie dla spółek emitujących akcje, oznacza bowiem sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki (art. 4 pkt 17 u.o.p.).

50. Krajowy Depozyt (art. 3 pkt 20). Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych jako osoba na spółka został utworzony na podstawie art. 71a § 1 ustawy z 22.03.1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.) wprowadzonego ustawą z 29.12.1993 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz.U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17)⁷⁸. Na podstawie art. 2 Minister Przekształceń Własnościowych i GPW zostali uprawnieni i zobowiązani do utworzenia Krajowego Depozytu w ciągu 9 miesięcy od dnia wejścia w życie ustawy. Wcześniej Krajowy Depozyt funkcjonował jako integralna część Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Krajowy Depozyt na podstawie autoryzacji KNF z 3.03.2020 r. ma status centralnego depozytu papierów wartościowych w rozumieniu rozporządzenia 909/2014. Na gruncie ustawy Krajowy Depozyt należy uznać za izbę rozrachunkową, niemniej jednak ustawodawca – z uwagi na znaczenie systemowe tego podmiotu – zdecydował się zamieścić w ustawie indywidualne postanowienia dotyczące organizacji, funkcjonowania i zadań Krajowego Depozytu. Zagadnienia te zostały uregulowane w art. 46, 46a, 47, 48–52 u.o.i.f., stąd też kwestie te zostaną szczegółowo omówione w dalszej części.

51. Depozyt papierów wartościowych (art. 3 pkt 21). Przez depozyt papierów wartościowych należy rozumieć, zgodnie z art. 3 pkt 21 u.o.i.f., system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych. System ten składa się zasadniczo z trzech części: rachunków

⁷⁸ Art. 71a § 1 ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych stanowił, że „tworzy się Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych w formie spółki akcyjnej, zwanej dalej «Krajowym Depozytem»”.

papierów wartościowych, rachunków zbiorczych i kont depozytowych prowadzonych przez podmioty upoważnione do tego przepisami ustawy. Jest to znaczenie przedmiotowe depozytu papierów wartościowych⁷⁹. Instytucją prowadzącą depozyt papierów wartościowych jako całość jest zasadniczo KDPW⁸⁰, którego zadaniami są także m.in. nadzorowanie zgodności wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych, obsługa zobowiązań emitentów wobec uprawnionych z tych papierów wartościowych oraz dokonywanie rozrachunku transakcji dotyczących zdematerializowanych papierów wartościowych (art. 48 ust. 1 i 2 u.o.i.f.)⁸¹. Zatem w znaczeniu podmiotowym depozyt dotychczas był rozumiany jako KDPW. Na chwilę obecną należałoby rozszerzyć to rozumienie również o centralny depozyt papierów wartościowych. W doktrynie wyróżnia się ponadto ujęcie podmiotowe *sensu stricto* – czyli spółka KDPW – oraz *sensu largo* – KDPW oraz uczestnicy systemu depozytowego⁸². Należy jednak zaznaczyć, że na gruncie komentowanej definicji depozyt papierów wartościowych może być prowadzony wyłącznie przez KDPW i spółki, którym KDPW przekazał wykonywanie czynności z zakresu prowadzenia depozytu, co oznacza, że system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych prowadzony przez jakiegokolwiek inny podmiot nie będzie objęty zakresem pojęcia depozytu papierów wartościowych.

52. Centralny depozyt papierów wartościowych (art. 3 pkt 21a). W celu uznania podmiotu za centralny depozyt papierów wartościowych na gruncie ustawy spełnione muszą być trzy warunki: (i) musi być to osoba prawna prowadząca system rozrachunku papierów wartościowych, o którym mowa w sekcji A pkt 3 załącznika do rozporządzenia 909/2014, i świadcząca co najmniej jedną inną usługę podstawową wskazaną w sekcji A załącznika do wskazanego rozporządzenia; (ii) osoba prawna musi posiadać zezwolenie od właściwego organu państwa członkowskiego, którym – z uwagi na trzeci warunek oraz art. 3 ust. 2 u.n.r.k. – jest KNF; (iii) osoba prawna posiada siedzibę w Polsce. Obecnie jedynym podmiotem w Polsce posiadającym status centralnego depozytu papierów wartościowych jest KDPW na podstawie decyzji KNF z 3.03.2020 r.⁸³

53. Podmiot wyznaczony (art. 3 pkt 21b). Podmiotem wyznaczonym jest podmiot, który spełnia trzy warunki: (i) jest instytucją kredytową posiadającą zezwolenie zgodnie z art. 8 dyrektywy 2013/36/UE; (ii) posiada siedzibę w Polsce; (iii) został wyznaczony przez centralny depozyt papierów wartościowych w celu wsparcia centralnego depozytu papierów

⁷⁹ R. Biskup, *Wtórny obrót papierami wartościowymi. Zagadnienia prawne*, Bydgoszcz–Lublin 2003, s. 146.

⁸⁰ Dla uproszczenia pojęcie to obejmować będzie także spółkę, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. powierzył wykonywanie zadań z art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f.

⁸¹ L. Sobolewski [w:] *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, red. L. Sobolewski, Warszawa 1999, s. 983. Zob. szerzej komentarz do art. 45a u.o.i.f.

⁸² Por. L. Sobolewski, *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Zagadnienia prawne*, Warszawa 1996, s. 10.

⁸³ Informacja o podjęciu decyzji przez KNF na posiedzeniu w dniu 3.03.2020 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_03_03_2020_r_69123.pdf (dostęp: 20.09.2021 r.).

wartościowych w dokonywaniu rozrachunku pieniężnego lub świadczenia w inny sposób bankowych czynności pomocniczych wskazanych w sekcji C załącznika do rozporządzenia 909/2014. W tym zakresie KDPW posiada stosowną umowę z NBP⁸⁴.

54. Spółka publiczna (art. 3 pkt 26). Komentowana ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie zawiera autonomicznej definicji spółki publicznej, lecz odsyła do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych będącej podstawowym aktem prawnym (o charakterze *lex specialis* wobec Kodeksu spółek handlowych), regulującym funkcjonowanie spółek publicznych jako szczególnego typu specjalistycznych spółek akcyjnych⁸⁵. Pojęcie spółki publicznej wiąże się nierozdzielnie z funkcjonowaniem rynku kapitałowego i zorganizowanym obrotem akcjami. Reżim regulacyjny spółek publicznych, szczególnie w stosunku do ogólnego reżimu spółek akcyjnych, obejmuje zwłaszcza obowiązki informacyjne (dotyczące głównie podawania informacji poufnych, mogących mieć wpływ na cenę rynkową akcji, do publicznej wiadomości), obowiązki obciążające akcjonariuszy tych spółek (w szczególności obowiązki notyfikacyjne i obowiązki w zakresie wezwań), szczególne uprawnienia akcjonariuszy mniejszościowych oraz szczególne rozwiązania ustrojowo-konstrukcyjne (dotyczące m.in. organizacji walnych zgromadzeń)⁸⁶.

55. Przed wejściem w życie ustawy z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw kwalifikacja spółki jako spółki publicznej w rozumieniu art. 4 pkt 20 u.o.p. była determinowana systemową (tj. przeprowadzoną na podstawie przepisów komentowanej ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) dematerializacją co najmniej jednej akcji danej spółki⁸⁷. Wraz z omawianą zmianą legislacyjną definicja ta została istotnie zmieniona i *de lege lata* o kwalifikacji spółki jako spółki publicznej przesadzają inne kryteria niż kryterium dematerializacji. *Rationes* wprowadzonej zmiany należy poszukiwać zarówno w przemodelowaniu reżimu prawnego oferty publicznej w związku z wejściem w życie rozporządzenia 2017/1129, jak i we wprowadzeniu powszechnej autonomicznej dematerializacji wszystkich akcji (zob. art. 328 § 1 k.s.h.). Zmiana ta stanowi ponadto odpowiedź na liczne głosy krytyki, w których ustawodawcy zarzucano zbyt formalistyczne podejście do definicji spółki publicznej i brak oparcia tej definicji na właściwym kryterium, jakim jest zorganizowany obrót akcjami danej spółki⁸⁸.

⁸⁴ KDPW, Rozrachunek pieniężny, http://www.kdpw.pl/pl/uslugi/rozrachunek_papierow/Strony/Rozrachunek-pieniezny.aspx (dostęp: 20.09.2021 r.).

⁸⁵ Co do klasyfikacji spółek publicznych jako spółek specjalistycznych zob. szerzej M. Michalski, *Spółka akcyjna*, Warszawa 2014, s. 97–98; P. Moskwa, S. Sołtyński [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 17B, *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtyński, Warszawa 2016, s. 36–38.

⁸⁶ Zob. szerzej M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, PPH 2008/1, s. 8–9.

⁸⁷ Co do pojęcia dematerializacji systemowej zob. szerzej komentarz do art. 5 oraz M. Michalski [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2018, art. 5 u.o.i.f., nt 11–12.

⁸⁸ Zob. M. Romanowski, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, PPH 2009/3, s. 10–16; M. Glicz, *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018, s. 70–79.

56. Obecna definicja spółki publicznej oparta jest więc o kryterium obrotu zorganizowanego w rozumieniu art. 3 pkt 9 u.o.i.f. Objęcie danej spółki reżimem regulacyjnym spółki publicznej następuje w momencie dopuszczenia akcji tej spółki do obrotu na rynku regulowanym (w rozumieniu art. 14 ust. 1 u.o.i.f.) lub wprowadzenia do obrotu w ASO (w rozumieniu art. 3 pkt 2 u.o.i.f.) na terytorium Polski. Zdarzenie to jest zatem dalszym skutkiem decyzji samej spółki o ubieganiu się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym względnie o wprowadzeniu akcji do obrotu w ASO. Systemowa dematerializacja akcji danej spółki niepowiązana z dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym ani z wprowadzeniem do obrotu w ASO nie wiąże się natomiast z objęciem tej spółki zakresem semantycznym pojęcia spółki publicznej. W ujęciu generalnym reżim regulacyjny spółki publicznej obejmuje w równym stopniu spółki, których akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym oraz w ASO, lecz przepisy szczególne mogą łagodzić niektóre wymogi w odniesieniu do spółek, których akcje są przedmiotem obrotu zorganizowanego jedynie w ramach ASO⁸⁹.
57. **Instrumenty rynku pieniężnego** (art. 3 pkt 28) to papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, opiewające wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok. Przepis art. 3 pkt 28 u.o.i.f. odsyła do art. 11 rozporządzenia 2017/565, zgodnie z którym instrumenty rynku pieniężnego obejmują bony skarbowe, świadectwa depozytowe, komercyjne papiery wartościowe i inne instrumenty o zasadniczo równoważnych cechach, o ile wykazują następujące właściwości: a) mają wartość, która może być określona w dowolnym momencie; b) nie są instrumentami pochodnymi; c) w momencie emisji ich termin zapadalności wynosi 397 dni lub mniej.
58. **Instrumenty pochodne** (art. 3 pkt 28a) to prawa majątkowe o treści powodującej, że ich cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentu bazowego⁹⁰. Instrumentem bazowym mogą być m.in. inne prawa majątkowe, indeksy, wskaźniki lub określone dane. Definicja instrumentów pochodnych obejmuje również instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego (ang. *credit derivative*), których przedmiotem spekulacji jest wypłacalność przedsiębiorstw (osób trzecich w stosunku do stron transakcji)⁹¹.
59. **Kapitał własny** (art. 3 pkt 28b) jest pojęciem kluczowym dla sprawozdawczości finansowej firm inwestycyjnych względem nadzoru finansowego. Jednocześnie na gruncie ustawy o rachunkowości (art. 3 ust. 1 pkt 29) kapitał własny można rozumieć także jako aktywa

⁸⁹ Zob. M. Glicz, *Spółka...*, s. 78.

⁹⁰ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 833 i n.

⁹¹ P. Tereszkievicz [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, red. M. Stec, 2016, s. 811 i n.; M. Romanowski [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 9, *Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Warszawa 2010, s. 686–687.

netto. Zgodnie bowiem z tym przepisem: „Ilekcroć w ustawie jest mowa o aktywach netto rozumie się przez to aktywa jednostki pomniejszone o zobowiązania, odpowiadające wartościowo kapitałowi (funduszowi) własnemu”.

Komentowany przepis wymienia części składowe kapitału własnego i sposób jego obliczenia. Kapitał własny stanowi zsumowaną wartość kapitału zakładowego, kapitału zapasowego, kapitału z aktualizacji wyceny, pozostałych kapitałów rezerwowych, niepodzielonego zysku z lat ubiegłych i zysku netto z bieżącej działalności, pomniejszoną o sumę wartości należnych wpłat na kapitał zakładowy, akcji własnych, niepokrytej straty z lat ubiegłych, straty netto z bieżącej działalności i odpisów z zysku netto w ciągu roku obrotowego.

60. Uprawnienia do emisji (art. 3 pkt 28c). Uwzględniając przepisy, do których odsyła komentowana jednostka redakcyjna, uprawnieniami do emisji w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi są:

- 1) uprawnienie do wprowadzania do powietrza ekwiwalentu, w rozumieniu art. 2 pkt 4 ustawy z 17.07.2009 r. o systemie zarządzania emisjami gazów cieplarnianych i innych substancji (Dz.U. z 2022 r. poz. 673), dwutlenku węgla (CO₂) utworzone w ramach: (i) systemu lub (ii) systemu handlu uprawnieniami do emisji gazów cieplarnianych Konfederacji Szwajcarskiej, które służy do rozliczania wielkości emisji w ramach każdego z tych systemów i którym można rozporządzać na zasadach określonych w ustawie – zgodnie z art. 3 pkt 22 ustawy z 12.06.2015 r. o systemie handlu uprawnieniami do emisji gazów cieplarnianych (Dz.U. z 2022 r. poz. 1092);
- 2) CER, ERU i jednostki emisji wynikające z projektów lub innych działań na rzecz redukcji emisji, które mogą być stosowane zgodnie z art. 11a ust. 5 dyrektywy 2003/87/WE („międzynarodowe jednostki emisji”). Jednakże w związku z uchYLENIEM (z częściowo odroczonym skutkiem) rozporządzenia 389/2013, należy w przyszłości spodziewać się nowelizacji komentowanego przepisu w tym zakresie⁹².

61. Prawo do akcji (art. 3 pkt 29) to papier wartościowy, zarejestrowany w depozycie i mogący być przedmiotem obrotu zorganizowanego⁹³, który wiąże się z procedurami emisji akcji oraz rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego spółki w rejestrze przedsiębiorców KRS. Kreacja akcji nowej emisji następuje bowiem *de iure* w momencie wpisu podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru, który to wpis poprzedza postępowanie rejestrowe wszczynane na wniosek spółki będącej emitentem akcji. Przydział akcji następuje

⁹² Rozporządzenie 389/2013 utraciło moc z dniem 1.01.2021 r na podstawie art. 88 akapit 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2019/1122 z 12.03.2019 r. uzupełniającego dyrektywę 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do funkcjonowania rejestru Unii (Dz.Urz. UE L 177, s. 3, ze zm.). Z kolei zgodnie z art. 88 akapit drugi tego rozporządzenia, rozporządzenie 389/2013 stosuje się jednak nadal do 1.01.2026 r. w odniesieniu do wszystkich operacji wymaganych w odniesieniu do okresu rozliczeniowego między 2013 a 2020 r., do drugiego okresu rozliczeniowego protokołu z Kioto oraz do okresu dostosowania się do wymagań zdefiniowanego w art. 3 pkt 30 tego rozporządzenia.

⁹³ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 861.

natomiast wcześniej i jest związany z podjęciem uchwały w sprawie emisji nowych akcji i podwyższenia kapitału zakładowego. Osoby uprawnione do otrzymania akcji w ramach przydziału nie są zatem *de iure* uprawnione z akcji w czasie trwania postępowania rejestrowego i nie mogą dokonywać czynności z zakresu obrotu tymi akcjami (zakazuje tego wprost ustawodawca w art. 16 k.s.h.).

62. W związku z powyższym ustawodawca stworzył spółkom publicznym możliwość (niebędącą obowiązkiem) emisji papierów wartościowych inkorporujących prawo przyszłego akcjonariusza do otrzymania akcji nowej emisji w związku z przydziałem tych akcji (moment emisji prawa do akcji). Celem emisji prawa do akcji (PDA) jest umożliwienie obrotu tymi papierami wartościowymi, a zatem również prawami w nich inkorporowanymi. Prawo do akcji *ex definitione* ma charakter tymczasowy, gdyż wygasa ono z chwilą zarejestrowania akcji w depozycie (po wpisie podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru przedsiębiorców) albo z dniem uprawomocnienia się postanowienia sądu rejestrowego odmawiającego wpisu podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru przedsiębiorców.
63. **Giełdowe prawo pochodne** (art. 3 pkt 29a). Definicja legalna giełdowego prawa pochodnego została wprowadzona do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nowelizacją dokonaną ustawą z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, która z zastrzeżeniem wskazanych w niej wyjątków weszła w życie z dniem 30.11.2019 r. Według założeń ustawodawcy wprowadzenie giełdowego prawa pochodnego do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi ma na celu „uatrakcyjnienie polskiego rynku kapitałowego poprzez dodanie do katalogu instrumentów finansowych papieru wartościowego, który występuje już na wielu rozwiniętych rynkach finansowych”⁹⁴. Pod pojęciem giełdowego prawa pochodnego rozumie się papier wartościowy, o którym mowa w art. 3 pkt 1 lit. b u.o.i.f. (prawo pochodne), emitowany w serii przez instytucję kredytową lub firmę inwestycyjną, inkorporujący uprawnienie do nabycia lub objęcia innych papierów wartościowych, lub dokonania rozliczenia pieniężnego, odnoszący się do papierów wartościowych, walut, stóp procentowych, stóp zwrotu, towarów oraz innych wskaźników lub mierników, dopuszczony do obrotu na rynku regulowanym.
64. **Kwit depozytowy** (art. 3 pkt 30) to instytucja wywodząca się z praktyki prawa amerykańskiego, której zasadniczym celem jest ułatwienie uzyskiwania praw majątkowych i korporacyjnych w spółkach zagranicznych przez inwestorów krajowych (i *vice versa*)⁹⁵. W rozumieniu komentowanego art. 3 pkt 30 u.o.i.f. kwitem depozytowym jest papier wartościowy wyemitowany przez instytucję finansową (z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego, w tym Polski lub innego państwa należącego do OECD). Podział kwitów

⁹⁴ Zob. uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, VIII kadencja, druk sejm. nr 3755.

⁹⁵ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 863.

depozytowych na polskie i zagraniczne został dokonany w art. 3 pkt 30 lit. a i b u.o.i.f. Podstawą kontraktową kwitu depozytowego jest zasadniczo dwustronny (w przypadku kwitów niesponsorowanych) lub *sui generis* trójstronny (w przypadku kwitów sponsorowanych) stosunek prawny pomiędzy wystawcą a posiadaczem kwitu, a w przypadku kwitów sponsorowanych – także emitentem⁹⁶. Istota kwitu depozytowego sprowadza się do uprawnień przysługujących jego posiadaczowi. Uprawnienia te obejmują: zamianę na określone papiery wartościowe (w praktyce są to akcje) we wskazanej w warunkach emisji proporcji; przejście na posiadacza praw majątkowych stanowiących pożyczki z papierów wartościowych lub ich równowartości; możliwość wydawania emitentowi wiążącej dyspozycji co do głosowania na walnym zgromadzeniu. Nabywanie kwitów depozytowych w znacznej ilości może być podstawą powstania obowiązków, o których mowa w rozdziale 4 u.o.p.⁹⁷

65. Firma inwestycyjna (art. 3 pkt 33). Pojęcie firmy inwestycyjnej obejmuje w swojej denotacji takie podmioty, jak:

- 1) dom maklerski (art. 69 ust. 1 w zw. z art. 95 ust. 1 u.o.i.f.),
- 2) bank prowadzący działalność maklerską (art. 111 ust. 1 u.o.i.f.),
- 3) zagraniczna firma inwestycyjna zarówno prowadząca działalność za pośrednictwem oddziału, jak i bez konieczności jego otwierania (art. 117 ust. 1 u.o.i.f.),
- 4) zagraniczna osoba prawna mająca siedzibę na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie za pośrednictwem oddziału (art. 115 ust. 1 u.o.i.f.).

Oczywistym uprawnieniem i obowiązkiem firmy inwestycyjnej jest prowadzenie działalności maklerskiej określonej w art. 69 u.o.i.f.

Art. 3a. [Klient profesjonalny a klient detaliczny]

1. Firma inwestycyjna, na pisemne żądanie podmiotu innego niż określony w art. 3 pkt 39b lit. a–m i w zakresie określonym w takim żądaniu, może traktować go jak klienta profesjonalnego, pod warunkiem że posiada on wiedzę i doświadczenie pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. Firma inwestycyjna przed uwzględnieniem żądania jest obowiązana ustalić wiedzę klienta o zasadach traktowania klientów profesjonalnych przy świadczeniu usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4, których żądanie dotyczy.

2. Firma inwestycyjna może, zgodnie z art. 45 ust. 3 lit. b rozporządzenia 2017/565, traktować klienta profesjonalnego jak klienta detalicznego.

3. Firma inwestycyjna może, zgodnie z art. 45 ust. 3 lit. a rozporządzenia 2017/565 i na zasadach określonych w art. 71 ust. 2–4 tego rozporządzenia, traktować uprawnionego kontrahenta jak klienta detalicznego albo klienta profesjonalnego.

⁹⁶ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 864.

⁹⁷ Zob. szerzej komentarz do art. 87 u.o.p., tezy 2–4.

4. Firma inwestycyjna dokonuje podziału klientów na kategorie, zaliczając ich odpowiednio do kategorii klientów detalicznych, klientów profesjonalnych lub uprawnionych kontrahentów.

1. Artykuł 3a został dodany do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi na mocy ustawy implementującej z 4.09.2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2009 r. Nr 165, poz. 1316). Następnie został on zmieniony na mocy ustawy implementującej z 1.03.2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 685), głównie z uwagi na wdrożenie do krajowego porządku prawnego regulacji MiFID II i m.in. również rozporządzenia 2017/565. Postanowienia art. 3a tworzą możliwość dla firmy inwestycyjnej, po spełnieniu określonych warunków, traktowania klienta profesjonalnego jak detalicznego, czy traktowania uprawnionego kontrahenta jak klienta detalicznego albo klienta profesjonalnego oraz dokonywania podziału klientów na kategorie: klientów detalicznych, klientów profesjonalnych i uprawnionych kontrahentów. Na mocy ustawy implementującej z 1.03.2018 r., na podstawie **art. 1 pkt 3 lit. p tej ustawy**, z definicji klienta profesjonalnego usunięto odniesienie do jednostek administracji rządowej lub samorządowej. Takie podmioty nie są już uważane za klientów profesjonalnych, uznano bowiem, że nie posiadają one doświadczenia i wiedzy pozwalających na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. Na mocy nowelizacji z 2018 r. wprowadzono do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi definicję uprawnionego kontrahenta. Jest to kategoria klientów, którzy ze względu na charakter swojej działalności i doświadczenie na rynku finansowym są objęci mniejszym zakresem ochrony.

Zmiany art. 3a u.o.i.f. wywołane implementacją regulacji MiFID II związane są z fundamentalnym celem ustawy, jakim jest wzmocnienie ochrony inwestorów, przy jednoczesnym dostosowaniu poziomu tej ochrony do poszczególnych kategorii inwestorów – zwłaszcza tych będących klientami detalicznymi. Klienci ci nie posiadają wiedzy specjalistycznej ani wysokiego rozeznania na rynku instrumentów finansowych. Klient detaliczny powinien zatem być objęty wyższym poziomem ochrony, na który składać się powinny większe obowiązki informacyjne firmy względem klienta i lepsza ochrona jego aktywów i jest to założenie utrzymywane oraz wzmacniane także na mocy regulacji MiFID II. W sytuacji gdy klient świadomie chce jednak zrezygnować ze zwiększonego poziomu ochrony, może on żądać od firmy inwestycyjnej, pod wskazanymi w przepisie warunkami, bycia traktowanym jak klient profesjonalny⁹⁸. To z uwagi na potrzebę dostosowania i wzmocnienia poziomu ochrony klienta do jego doświadczenia i wiedzy dodano na mocy nowelizacji z 2018 r. nowe ust. 3 i 4 do komentowanego artykułu, które przewidują obowiązek firm

⁹⁸ I jest to szczególnie przypadek dopuszczalnego, umownego obniżenia standardu ochrony określonego klienta detalicznego, zob. szerzej T. Sójka, *Ogólna charakterystyka umów dotyczących świadczenia usług maklerskich* [w:] *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, red. T. Sójka, Warszawa 2016.

inwestycyjnych klasyfikowania swoich klientów do poszczególnych kategorii, a także możliwość uznania kontrahentów za klientów detalicznych albo klientów profesjonalnych na zasadach określonych w rozporządzeniu 2017/565.

2. Przedmiotem komentowanego artykułu jest unormowanie możliwości potraktowania przez firmę inwestycyjną (do 2018 r. było to uznanie) podmiotu za klienta profesjonalnego (ust. 1) oraz traktowania przez firmę inwestycyjną klienta profesjonalnego jak detalicznego (ust. 2), jak też traktowania uprawnionego kontrahenta jak klienta detalicznego albo klienta profesjonalnego (ust. 3) oraz obowiązku nałożonego na formy inwestycyjne dokonywania podziału klientów na kategorie: klientów detalicznych, klientów profesjonalnych oraz uprawnionych kontrahentów (ust. 4).

Wcześniej do 2018 r., jak już wspomniano, były to postanowienia tworzące możliwość uznania klienta profesjonalnego za klienta detalicznego na żądanie takiego klienta lub bez jego aktywności w tym zakresie (art. 3a ust. 2 u.o.i.f. w brzmieniu wprowadzonym ustawą z 4.09.2008 r.).

Postanowienia art. 3a ustawy zostały wprowadzone do polskiego porządku prawnego w związku z transpozycją dyrektywy 2004/39/WE i dyrektywy 2006/73/WE⁹⁹, zgodnie z ustawą implementującą z 4.09.2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw. Zaznaczyć również należy, że pełne wdrożenie regulacji MiFID I w Polsce nie było terminowe, co spowodowało szereg konsekwencji prawnych, zarówno w płaszczyźnie prawa krajowego, jak i prawa Unii Europejskiej¹⁰⁰.

Rozwój rynku kapitałowego Unii i problemy nadzoru nad tym rynkiem w skali państw członkowskich oraz Unii zaowocowały regulacją MiFID I i regulacją MiFID II (dyrektywa 2014/65/UE i rozporządzenie 600/2014). Fundamentalną ideą regulacyjną unormowań mifidowskich (MiFID I i regulacji MiFID II) jest precyzyjne określenie pozycji klienta usług tego rynku, co dokonuje się przez jego zakwalifikowanie (zaszeregowanie) jako klienta profesjonalnego (doświadczonego) i nieprofesjonalnego (detalicznego) oraz uprawnionego kontrahenta. Celem takiego podejścia regulacyjnego jest zapewnienie temu klientowi jak najszerzej i najefektywniejszej ochrony w ramach aktywności podejmowanych na rynku kapitałowym, adekwatnej i proporcjonalnej do zakresu jego wiedzy i doświadczenia. W ten sposób, jak można twierdzić, dokonuje się na rynku kapitałowym (podobnie jak może to być obserwowane w pozostałych segmentach rynku finansowego, między instytucjami kredytowymi a deponentami, firmami ubezpieczeniowymi a ubezpieczonymi) ewolucyjne tworzenie normatywnych wzorców prawidłowego, rzetelnego,

⁹⁹ Dyrektywę 2004/39/WE (dyrektywa MiFID I) i dyrektywę 2006/73/WE oraz rozporządzenie 1287/2006 określa się w niniejszym komentarzu jako regulację MiFID I. Z kolei rozporządzenie 600/2014 (rozporządzenie MiFIR) i dyrektywę 2014/65/UE (dyrektywę MiFID II) określa się jako regulację MiFID II.

¹⁰⁰ Zob. szerzej o niektórych z tych konsekwencji A. Chłopecki, *Glosa do wyroku SN z dnia 16 lutego 2012 r., IV CSK 225/11*, M.Pr.Bank. 2013/9, s. 30.

transparentnego postępowania firm inwestycyjnych (instytucji finansowych) z klientami. Ochrona ta kształtuje się głównie przez rozrost obowiązków informacyjnych realizowanych przez firmy inwestycyjne na rzecz wskazanych kategorii klientów¹⁰¹. Refleksem prawnym takiego podejścia jest ewolucyjne i permanentne zwiększanie ochrony klienta w drodze nakładania obowiązków informacyjnych, realizowanych w stopniu zintensyfikowanym względem klienta nieprofesjonalnego, jak również wzmacniania nakładanych na firmy inwestycyjne obowiązków ujawniania określonych informacji. Takie podejście jest również wzmacniane w regulacji MiFID II i ochrona ta uległa dalszemu wzmocnieniu, choć pojawiają się również głosy, że w regulacji MiFID II przepisy kształtujące ochronę klienta są słabiej akcentowane, nie mają „rewolucyjnego” znaczenia i wydaje się, że ustępują miejsca przepisom kreującym zasadę jawności i transparentności przedtransakcyjnej¹⁰². Mimo to stabilnie wydaje się miejsce w dyrektywie MiFID II przepisów zapewniających ochronę inwestora (art. 24 dyrektywy 2014/65/UE), w tym zwłaszcza dotyczących obowiązku wykonywania zleceń na warunkach najkorzystniejszych dla klienta (art. 27 dyrektywy 2014/65/UE), choć podkreśla się również w literaturze, że zmiany w tym zakresie względem regulacji MiFID I mają raczej charakter „kosmetyczny”¹⁰³.

Warto w tym kontekście podkreślić, że obok obowiązków informacyjnych nakładanych na firmy inwestycyjne pochodną tej ochrony może być również rozważana realizacja zasady transparentności działań firmy inwestycyjnej, która może wywierać wpływ na podejmowanie decyzji na rynku finansowym przez potencjalnego klienta.

Podstawą rozróżnienia poszczególnych kategorii klienta w regulacji MiFID I były i pozostają nadal w dyrektywie MiFID II doświadczenie i wiedza w zakresie działań podejmowanych na rynku usług inwestycyjnych¹⁰⁴. W art. 4 ust. 1 pkt 10, 11 i 12 dyrektywy MiFID I normowano, że termin „klient” oznaczał każdą osobę fizyczną lub prawną, na której rzecz przedsiębiorstwo inwestycyjne świadczyło usługi inwestycyjne i/lub dodatkowe; „klient branżowy” oznaczał klienta wypełniającego kryteria ustanowione w załączniku II; „klient detaliczny” oznaczał natomiast klienta, który nie jest klientem branżowym.

¹⁰¹ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona konsumenta na rynku usług finansowych w prawie europejskim na przykładzie najnowszych dyrektyw unijnych* [w:] *Prawo europejskie – 5 lat doświadczeń w polskim prawie finansowym. Zjazd Katedr i Zakładów Prawa Finansowego i Podatkowego*, Warszawa, 10–11 czerwca 2010 r., red. H. Litwińczuk, Warszawa 2010, s. 298 i n.; E. Rutkowska-Tomaszewska, *Obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych świadczących usługi w ramach działalności maklerskiej wobec klientów detalicznych* [w:] *Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego*, red. E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2014, s. 78–79 i cytowana tam literatura.

¹⁰² M. Pacak, *MiFID II a MiFID – czy zmiany coś zmieniają?* [w:] *Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego. Nadzór makroostabilnościowy, nadzór bankowy SKOK, instrumenty finansowe*, red. W. Rogowski, Kraków–Warszawa 2014, s. 268, 271–272.

¹⁰³ M. Pacak, *MiFID II...*, s. 274.

¹⁰⁴ Poziom ochrony jest uzależniony od kategorii klienta. Zob. P. Zapadka, *Usługi bankowości inwestycyjnej*, Warszawa 2012, s. 346 i n.

W dyrektywie MiFID II uregulowano podział na klienta profesjonalnego, nieprofesjonalnego i uprawnionego kontrahenta.

W dyrektywie 2014/65/UE, w art. 4 ust. 1 pkt 9, 10, 11 zawarto legalne definicje pojęć. Zgodnie z pkt 9 „klient” oznacza każdą osobę fizyczną lub prawną, na której rzecz firma inwestycyjna świadczy usługi inwestycyjne lub dodatkowe; w pkt 10 unormowano, że „klient profesjonalny” oznacza klienta spełniającego kryteria określone w załączniku II. Z kolei pkt 11 stanowi, że „klient detaliczny” oznacza klienta, który nie jest klientem profesjonalnym.

Ponadto w art. 24 i 25 dyrektywy MiFID II zawarto fundamentalne przepisy zapewniające ochronę inwestora. Firma inwestycyjna ma działać uczciwie, rzetelnie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętym interesem swoich klientów oraz przestrzegając, w szczególności, oceny odpowiedniości i adekwatności instrumentów, zasad sprawozdawczości wobec klientów oraz obowiązku wykonywania zleceń na warunkach najbardziej korzystnych dla klienta.

Podobnie jak w poprzedniej regulacji MiFID I, także w regulacji MiFID II podstawowe znaczenie ma nałożony na firmy inwestycyjne obowiązek kategoryzacji klienta tego rynku i określenie jego statusu prawnego sprzężonego z kategorią jego zaszeregowania. Konsekwencją prawną tego zaszeregowania i funkcjonalnym korelatem określenia statusu klienta na gruncie regulacji MiFID II (podobnie jak wcześniej regulacji MiFID I) są przede wszystkim obowiązki nakładane na firmy inwestycyjne, zróżnicowane w zależności od kategorii, do której został zaklasyfikowany klient.

Zaszeregowanie to, służące podejmowaniu właściwych decyzji inwestycyjnych przez klienta, nie ma charakteru bezwzględnego i stałego dla klienta podejmującego aktywności z firmą inwestycyjną, który ma na gruncie komentowanego art. 3a u.o.i.f. możliwość stawiania się raz klientem profesjonalnym, a raz detalicznym w zależności od jego zaklasyfikowania przez firmę inwestycyjną oraz charakteru usług inwestycyjnych i instrumentów finansowych świadczonych przez firmę inwestycyjną, czy także uprawnionym kontrahentem¹⁰⁵. Obowiązek zaszeregowania do określonej kategorii klientów statuuje art. 3a ust. 4 u.o.i.f.

Postanowienia art. 3a wprowadzone do polskiego systemu prawa stworzyły możliwość przy spełnieniu określonych warunków traktowania określonego podmiotu jak klienta profesjonalnego (ust. 1) albo traktowania klienta profesjonalnego jak detalicznego na podstawie ust. 2 komentowanego artykułu. Firma inwestycyjna może również traktować uprawnionego kontrahenta jak klienta detalicznego albo klienta profesjonalnego, po spełnieniu

¹⁰⁵ Na temat analizy odpowiedniego charakteru usług inwestycyjnych i instrumentów finansowych zob. T. Czech, *Kryterium odpowiedniego charakteru usług inwestycyjnych oraz instrumentów finansowych według MiFID*, PPH 2009/7, s. 23.

określonych wymogów (ust. 3). Dla zrozumienia postanowień art. 3a u.o.i.f. fundamentalne są zatem trzy pojęcia przybliżane w ustawie: klienta profesjonalnego, klienta detalicznego oraz uprawnionego kontrahenta. Trzeba również zauważyć, że dla pełnej interpretacji postanowień art. 3a u.o.i.f. nieodzowne jest odniesienie się do rozporządzenia 2017/565, w którym doprecyzowano i uszczegółowiono m.in. informacje dotyczące kategoryzacji klientów (art. 45 rozporządzenia 2017/565) oraz wymogi dotyczące informacji rzetelnych, wyraźnych i niewprowadzających w błąd (art. 44 rozporządzenia 2017/565) oraz ogólnych wymogów dotyczących informacji dla klientów (art. 46 rozporządzenia 2017/565).

Definicja legalna **klienta profesjonalnego** została zawarta w art. 3 pkt 39b u.o.i.f., w którym unormowano, że klient profesjonalny to podmiot, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 u.o.i.f., posiadający doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami, który jest:

- a) bankiem;
- b) firmą inwestycyjną;
- c) zakładem ubezpieczeń;
- d) funduszem inwestycyjnym lub towarzystwem funduszy inwestycyjnych w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych;
- e) funduszem emerytalnym lub towarzystwem emerytalnym w rozumieniu ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych;
- f) towarowym domem maklerskim;
- g) podmiotem zawierającym, w ramach prowadzonej działalności gospodarczej, na własny rachunek transakcje na rynkach kontraktów terminowych, opcji lub innych instrumentów pochodnych albo na rynkach pieniężnych wyłącznie w celu zabezpieczenia pozycji zajętych na tych rynkach, lub działającym w tym celu na rachunek innych członków takich rynków, o ile odpowiedzialność za wykonanie zobowiązań wynikających z tych transakcji ponoszą uczestnicy rozliczający tych rynków;
- h) inną niż wskazane w lit. a–g instytucją finansową;
- i) inwestorem instytucjonalnym innym niż wskazany w lit. a–h prowadzącym regulowaną działalność na rynku finansowym;
- j) podmiotem prowadzącym poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej działalność równoważną z działalnością prowadzoną przez podmioty wskazane w lit. a–i;
- k) przedsiębiorcą spełniającym co najmniej dwa z poniższych wymogów, przy czym równowartość kwot wskazanych w euro jest obliczana z zastosowaniem średniego kursu euro ustalanego przez Narodowy Bank Polski na dzień sporządzenia przez danego przedsiębiorcę sprawozdania finansowego:
 - suma bilansowa tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej 20 mln euro,
 - osiągnięta przez tego przedsiębiorcę wartość przychodów ze sprzedaży wynosi co najmniej 40 mln euro,
 - kapitał własny lub fundusz własny tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej 2 mln euro;

- l) organem publicznym, który zarządza długiem publicznym, bankiem centralnym, Bankiem Światowym, Międzynarodowym Funduszem Walutowym, Europejskim Bankiem Centralnym, Europejskim Bankiem Inwestycyjnym lub inną organizacją międzynarodową pełniącą podobne funkcje;
- m) innym inwestorem instytucjonalnym, którego głównym przedmiotem działalności jest inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym podmioty zajmujące się sekurytyzacją aktywów lub zawieraniem innego rodzaju transakcji finansowych;
- n) podmiotem innym niż wskazane w lit. a–m, który jest traktowany jak klient profesjonalny na podstawie art. 3a ust. 1 u.o.i.f.

Z kolei na zasadzie negatywnego wskazania w ustawie przybliżono, że zgodnie z art. 3 pkt 39c komentowanej regulacji przez pojęcie **klienta detalicznego** rozumie się podmiot niebędący klientem profesjonalnym, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 u.o.i.f.

W art. 3 pkt 39d u.o.i.f. wskazano, że w definicji **uprawnionego kontrahenta** mieści się:

po pierwsze, klient profesjonalny, o którym mowa w pkt 39b lit. a–j oraz l–m, z którym firma inwestycyjna, w ramach świadczenia usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2 lub 3, zawiera transakcje lub pośredniczy w ich zawieraniu;

po drugie, klient profesjonalny, o którym mowa w pkt 39b lit. k, który na swój wniosek został przez firmę inwestycyjną uznany, na zasadach określonych w art. 71 rozporządzenia 2017/565, za uprawnionego kontrahenta, z którym firma inwestycyjna, w ramach świadczenia usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2 lub 3, zawiera transakcje lub pośredniczy w ich zawieraniu oraz

po trzecie, klient z innego państwa członkowskiego, który posiada status uprawnionego kontrahenta zgodnie z przepisami prawa państwa członkowskiego, gdzie ma siedzibę lub miejsce zamieszkania.

Firmy inwestycyjne powiadamiają nowych i dotychczasowych klientów o dokonaniu nowego podziału na kategorie, wymaganego na mocy dyrektywy 2014/65/UE, oraz o tym, czy zgodnie z tą dyrektywą zostali oni zaliczeni do kategorii klientów detalicznych, klientów profesjonalnych czy też uprawnionych kontrahentów.

Firmy inwestycyjne przekazują również klientom na trwałym nośniku informacje o tym, czy przysługuje im prawo do złożenia wniosku o zmianę tak wyznaczonej kategorii, oraz o tym, czy inna kategoria wiązałaby się z obniżeniem poziomu ochrony.

Firma inwestycyjna może, zgodnie z art. 45 ust. 3 lit. b rozporządzenia 2017/565 i w związku z art. 3a ust. 2 u.o.i.f., traktować klienta profesjonalnego jak klienta detalicznego. Przy

czym, jak informuje art. 45 ust. 3 lit. b rozporządzenia 2017/565, firmy inwestycyjne mogą z własnej inicjatywy albo na wniosek zainteresowanego klienta traktować go jako klienta detalicznego, w przypadku gdyby klient zgodnie z sekcją I załącznika II do dyrektywy 2014/65/UE zaliczał się do kategorii klientów profesjonalnych.

Firmy inwestycyjne mogą także z własnej inicjatywy albo na wniosek zainteresowanego klienta traktować jako klienta profesjonalnego lub detalicznego, w przypadku gdyby klient zgodnie z art. 30 ust. 2 dyrektywy 2014/65/UE zaliczał się do kategorii uprawnionych kontrahentów.

Zakres realizowanych usług, które mogą być świadczone zarówno dla klienta profesjonalnego, jak i nieprofesjonalnego, został uregulowany w art. 69 ust. 2 i 4 u.o.i.f. Inaczej ma się ta kwestia w odniesieniu do uprawnionego kontrahenta, na rzecz którego zgodnie z ustawą mogą być świadczone określone usługi, wskazane precyzyjnie w art. 3 pkt 39d u.o.i.f.

Fundamentalną cechą różniącą klienta profesjonalnego od nieprofesjonalnego jest posiadanie doświadczenia i wiedzy pozwalających na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. Obowiązek ustalenia istnienia tej wiedzy i doświadczenia spoczywa na firmie inwestycyjnej¹⁰⁶.

Do usług świadczonych na rzecz klienta profesjonalnego i detalicznego na podstawie art. 69 ust. 2 u.o.i.f. należy działalność maklerska, z zastrzeżeniem art. 16 ust. 3 i 5 oraz art. 70 u.o.i.f., która obejmuje wykonywanie czynności polegających na:

- 1) przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych;
- 2) wykonywaniu powyższych zleceń na rachunek dającego zlecenie;
- 3) nabywaniu lub zbywaniu na własny rachunek instrumentów finansowych;
- 4) zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych;
- 5) doradztwie inwestycyjnym;
- 6) oferowaniu instrumentów finansowych;
- 7) świadczeniu usług w wykonaniu zawartych umów o subemisję inwestycyjne i usługowe lub zawieraniu i wykonywaniu innych umów o podobnym charakterze, jeżeli ich przedmiotem są instrumenty finansowe;
- 8) prowadzeniu ASO;
- 9) prowadzeniu OTF.

¹⁰⁶ Szeroko na temat kwalifikacji klienta, sprawdzania jego wiedzy i doświadczenia oraz obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych zob. E. Rutkowska-Tomaszewska, *Obowiązki...*, s. 75–106. O obowiązkach informacyjnych banku przy oferowaniu transakcji pochodnej przedsiębiorcy zob. M. Korpalski, *Obowiązek informacyjny banku przy oferowaniu transakcji pochodnej przedsiębiorcy*, „Glosa” 2011/4, s. 71–77; B. Bacia, *Swoboda świadczenia usług finansowych [w:] Prawo gospodarcze Unii Europejskiej*, red. J. Barcz, Warszawa 2011.

Z kolei zgodnie z art. 69 ust. 4 u.o.i.f. do działalności maklerskiej realizowanej zarówno na rzecz klienta profesjonalnego, jak i nieprofesjonalnego zaliczyć należy również wykonywanie przez firmę inwestycyjną czynności polegających na:

- 1) przechowywaniu lub rejestrowaniu instrumentów finansowych, w tym prowadzeniu rachunków papierów wartościowych, rachunków derywatów i rachunków zbiorczych, oraz prowadzeniu rachunków pieniężnych;
- 2) udzielaniu pożyczek pieniężnych w celu dokonania transakcji, której przedmiotem jest jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, jeżeli transakcja ma być dokonana za pośrednictwem firmy inwestycyjnej udzielającej pożyczki;
- 3) doradztwie dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej, strategii przedsiębiorstwa lub innych zagadnień związanych z taką strukturą lub strategią;
- 4) doradztwie i innych usługach w zakresie łączenia, podziału oraz przejmowania przedsiębiorstw;
- 5) wymianie walutowej, w przypadku gdy jest to związane z działalnością maklerską w zakresie wskazanym w ust. 2;
- 6) sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych;
- 7) świadczeniu usług dodatkowych związanych z umową o gwarancję emisji;
- 8) wykonywaniu czynności określonych w pkt 1–7 oraz w ust. 2, których przedmiotem są instrumenty bazowe instrumentów pochodnych, wskazanych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. d–f oraz i, jeżeli czynności te pozostają w związku z działalnością maklerską.

Gwoli wskazania wszystkich przepisów normujących tryb i warunki postępowania firm inwestycyjnych w kontaktach z klientami warto również wskazać na rozporządzenie Ministra Finansów z 30.05.2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., oraz banków powierniczych (Dz.U. z 2020 r. poz. 1922 ze zm.)¹⁰⁷. Zgodnie z § 3 ust. 1, firma inwestycyjna przed zawarciem umowy o świadczenie usługi maklerskiej z klientem profesjonalnym informuje go o zasadach traktowania przez firmę inwestycyjną klientów profesjonalnych oraz o możliwości przedstawienia pisemnego żądania traktowania go jak klienta detalicznego, o którym mowa w art. 45 ust. 3 lit. b rozporządzenia 2017/565.

Żądanie klienta profesjonalnego o traktowanie go jak klienta detalicznego określa zakres usług maklerskich, transakcji lub instrumentów finansowych, na których potrzeby klient chciałby być traktowany jak klient detaliczny.

W przypadku uwzględnienia żądania klienta profesjonalnego traktowania go jak klienta detalicznego (a także w przypadku zdecydowania przez firmę inwestycyjną z własnej inicjatywy o traktowaniu klienta profesjonalnego jak klienta detalicznego), firma

¹⁰⁷ Zob. również na temat wcześniejszego rozporządzenia i obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych E. Rutkowska-Tomaszewska, *Obowiązki...*, s. 82–95 i cytowana tam literatura.

inwestycyjna określa w formie pisemnej lub innej formie przewidzianej w regulaminie, zapewniającej możliwość utrwalenia ustaleń dokonanych z klientem profesjonalnym, zakres usług maklerskich, transakcji lub instrumentów finansowych, na których potrzeby klient będzie traktowany jak klient detaliczny. Konsekwencją uznania klienta profesjonalnego za detalicznego jest obowiązek traktowania przez firmę inwestycyjną klienta profesjonalnego jak detalicznego.

W przypadku uwzględnienia przez firmę inwestycyjną przedstawionego przez uprawnionego kontrahenta żądania traktowania go przez firmę inwestycyjną jak klienta detalicznego lub profesjonalnego (art. 45 ust. 3 lit. a rozporządzenia 2017/565), w związku z zawieraniem określonych transakcji, firma inwestycyjna stosuje wobec tego klienta przepisy rozporządzenia określające zasady traktowania przez firmy inwestycyjne klientów odpowiednio detalicznych lub profesjonalnych.

Zróznicowanie pojęcia, a w ślad za tym pozycji prawnej klienta profesjonalnego i detalicznego na rynku kapitałowym, związane jest z potrzebą wzmocnienia ochrony tego ostatniego, który korzystać może w tym zakresie również z rozwiązań prawa konsumenckiego¹⁰⁸. Komisja Nadzoru Finansowego realizuje czynności nadzorcze, które mają przyczyniać się do należytej ochrony „najlepiej pojętego interesu klienta wykorzystującego informacje przekazywane mu przez firmę inwestycyjną (postrzeganą przez klienta jako instytucja zaufania publicznego) w przekonaniu, że czynności te mają charakter działań spersonalizowanych, uwzględniających sytuację i potrzeby klienta na rynku kapitałowym”¹⁰⁹. Dla realizacji celu ochronnego KNF może podejmować działania bezpośrednie i pośrednie¹¹⁰.

3. W komentowanym art. 3a ustanowiono warunki uznawania przez firmę inwestycyjną podmiotu żądającego (klienta) za klienta profesjonalnego. Kompetencja do traktowania (a przed nowelizacją z 2018 r. uznania) przez firmę inwestycyjną klienta za profesjonalnego jest fakultatywna, ustawodawca krajowy (w ślad za unijnym) bowiem posługuje się sformułowaniem, z którego wynika, że firma inwestycyjna „może” uznać podmiot żądający za klienta profesjonalnego. Podmiotem, który może zażądać uznania go za klienta profesjonalnego (w formie pisemnej), jest podmiot inny niż określony w art. 3 pkt 39b lit. a–m u.o.i.f. Podmiot żądający wskazuje w żądaniu zakres traktowania go za klienta profesjonalnego. Traktowanie takie poprzedzone być musi spełnieniem przez podmiot wnioskujący szeregu warunków, które pozwolą na zaszeregowanie klienta jako profesjonalnego. Dla pełnego zastosowania przepisów art. 3a niezbędne jest odnoszenie się do postanowień rozporządzenia Ministra Finansów z 30.05.2018 r., tu w szczególności § 3 i 5 rozporządzenia.

¹⁰⁸ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Obowiązki...*, s. 99 i n. i cytowana tam literatura.

¹⁰⁹ Zob. pismo KNF z 3.09.2013 r., DRK/WRM/485/7/7/69/2013/MK/PT, *Usługi doradztwa inwestycyjnego*, M.Pr.Bank. 2014/3, s. 2.

¹¹⁰ E. Rutkowska-Tomaszewska, P. Zawadzka, *Zadania Komisji Nadzoru Finansowego a sytuacja prawna inwestora na rynku kapitałowym*, Pr.Bank. 2008/5, s. 68 i n.

Słusznie wskazuje się w doktrynie, że u podstaw założeń regulacji z art. 3a leży brak symetryczności przyjętych rozwiązań, polegający na odmiennym zakresie ochrony klienta profesjonalnego i detalicznego oraz braku konieczności weryfikacji wiedzy i doświadczenia klienta zmieniającego status z profesjonalnego na detalicznego (ust. 2), w przeciwieństwie do kwalifikacji klienta detalicznego jako klienta profesjonalnego na jego żądanie (ust. 1)¹¹¹.

Konsekwencją bycia klientem profesjonalnym jest m.in. stosowanie art. 29a dyrektywy MiFID II. Z kolei do transakcji zawieranych z uprawnionymi kontrahentami stosuje się art. 30 dyrektywy MiFID II.

Tytułem przykładu warto również wskazać na postanowienia art. 83h u.o.i.f., na podstawie których firma inwestycyjna świadcząca niektóre usługi maklerskie uzyskuje od klienta lub potencjalnego klienta adekwatne informacje dotyczące jego wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestowania na rynku finansowym, w celu oceny, czy usługa lub instrument finansowy będące jej przedmiotem są dla niego odpowiednie, a gdy firma inwestycyjna stwierdzi, że usługa lub instrument finansowy będący jej przedmiotem nie są odpowiednie dla klienta lub potencjalnego klienta, niezwłocznie informuje o tym klienta lub potencjalnego klienta.

4. W komentowanym art. 3a ust. 1 ustawy wskazano warunki, od których spełnienia zależy traktowanie klienta, przez podmiot inny niż określony w art. 3 pkt 39b lit. a–m u.o.i.f., jako klienta profesjonalnego. Należy do nich zaliczyć, po pierwsze, stwierdzenie posiadania przez klienta wiedzy i doświadczenia pozwalających na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami; po drugie, ustalenie wiedzy klienta o zasadach traktowania klientów profesjonalnych przy świadczeniu usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 u.o.i.f., których żądanie dotyczy.

Podjęcie decyzji o traktowaniu klienta jako profesjonalnego, której komponentami są stwierdzenie posiadania wiedzy i doświadczenia przez klienta oraz ustalenie, przed uwzględnieniem żądania, wiedzy klienta o zasadach traktowania klientów profesjonalnych przy świadczeniu usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 u.o.i.f., których żądanie dotyczy, spoczywa na firmie inwestycyjnej.

Jak normuje i rozwija § 5 r.t.w.p., warunek, o którym mowa w art. 3a ust. 1 u.o.i.f., uważa się za zachowany w przypadku, gdy dany podmiot spełnia co najmniej dwa z poniższych wymogów:

- 1) zawierał transakcje o znacznej wartości (w poprzednim rozporządzeniu z 2012 r. była to co najmniej równowartość w złotych 50 tys. euro każdej transakcji), na odpowiednim rynku, ze średnią częstotliwością co najmniej 10 transakcji na kwartał w ciągu 4 ostatnich kwartałów;

¹¹¹ Zob. M. Wierzbowski, P. Wajda [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2014, komentarz do art. 3a u.o.i.f., nt 6, s. 584.

- 2) wartość portfela instrumentów finansowych tego podmiotu łącznie ze środkami pieniężnymi wchodzącymi w jego skład wynosi co najmniej równowartość w złotych 500 tys. euro;
- 3) pracuje lub pracował w sektorze finansowym przez co najmniej rok na stanowisku, które wymaga wiedzy zawodowej dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych lub usług maklerskich, które miałyby być świadczone przez firmę inwestycyjną na jego rzecz na podstawie zawieranej umowy.

W żądaniu, o którym mowa w art. 3a ust. 1 u.o.i.f., określa się zakres usług maklerskich, transakcji lub instrumentów finansowych, na których potrzeby podmiot ma być traktowany jak klient profesjonalny (§ 5 ust. 3 r.t.w.p.).

Do skutecznego uwzględnienia żądania z art. 3a ust. 1 u.o.i.f. konieczne jest wcześniejsze zrealizowanie przez firmę inwestycyjną obowiązków polegających na poinformowaniu podmiotu występującego z żądaniem o zasadach traktowania klientów profesjonalnych przy świadczeniu usług maklerskich (§ 5 ust. 4 r.t.w.p.). Jednym z fundamentalnych warunków uznania przez firmę inwestycyjną klienta za profesjonalnego jest złożenie przez klienta pisemnego oświadczenia o znajomości zasad traktowania przez firmę inwestycyjną klientów profesjonalnych i o skutkach traktowania go jak klienta profesjonalnego.

5. Zgodnie z ust. 2 komentowanego przepisu firma inwestycyjna może również na pisemne żądanie klienta profesjonalnego i w zakresie określonym w tym żądaniu traktować go za klienta detalicznego. Może także uznać klienta profesjonalnego za klienta detalicznego pomimo braku takiego żądania.

Rozwinięciem przepisu art. 3a ust. 2 u.o.i.f. są postanowienia rozporządzenia z 30.05.2018 r., gdzie w § 3 wskazuje się, że firma inwestycyjna przed zawarciem umowy o świadczenie usługi maklerskiej z klientem profesjonalnym informuje go o zasadach traktowania przez firmę inwestycyjną klientów profesjonalnych oraz właśnie o możliwości przedstawienia żądania traktowania go jak klienta detalicznego, o którym mowa w art. 3a ust. 2 u.o.i.f. w zw. z art. 45 ust. 3 lit. b rozporządzenia 2017/565. Ponadto w § 3 ust. 2 r.t.w.p. precyzuje się, że w przypadku uwzględnienia żądania klienta profesjonalnego traktowania go jak klienta detalicznego, o którym mowa w art. 3a ust. 2 u.o.i.f., firma inwestycyjna określa w umowie zawartej z klientem profesjonalnym zakres usług maklerskich, transakcji lub instrumentów finansowych, na których potrzeby klient będzie traktowany jak klient detaliczny. Konsekwencją uznania klienta profesjonalnego za klienta detalicznego jest to, że firma inwestycyjna stosuje wobec tego klienta przepisy rozporządzenia określające zasady traktowania przez firmy inwestycyjne klientów detalicznych (§ 4 r.t.w.p.).

6. Procedura uznawania za klienta profesjonalnego jest pisemna, podmiot wnioskujący, jak określono w art. 45 ust. 3 lit. b rozporządzenia 2017/565 i art. 3a ust. 1 u.o.i.f., obowiązany jest bowiem wystosować do firmy inwestycyjnej „pisemne żądanie”.

Jak reguluje się w § 6 r.t.w.p., firma inwestycyjna ma obowiązek opracować i wdrożyć piśmenną procedurę postępowania w przypadkach otrzymania żądania z art. 3a ust. 1 u.o.i.f. Ważne jest również zobowiązanie przez firmę inwestycyjną swoich klientów do przekazywania informacji o zmianach danych, które mają wpływ na możliwość traktowania danego klienta jak klienta profesjonalnego. Jeśli bowiem firma inwestycyjna poweźmie informacje, że klient przestał spełniać warunki pozwalające na traktowanie go jak klienta profesjonalnego w rozumieniu art. 3 pkt 39b lit. a–m ustawy, to obowiązana jest podjąć działania zmierzające do zmiany statusu klienta na potrzeby świadczenia na jego rzecz usług maklerskich, chyba że klient złoży żądanie z art. 3a ust. 1 u.o.i.f. i spełnia wymagane warunki.

Warto jednak również wskazać, że zgodnie z § 3 ust. 3 r.t.w.p., w przypadku uwzględnienia żądania klienta profesjonalnego traktowania go jak klienta detalicznego, firma inwestycyjna określa **w formie pisemnej lub innej formie** (podkreślenie MF) przewidzianej w regulaminie, zapewniającej możliwość utrwalenia ustaleń dokonanych z klientem profesjonalnym, zakres usług maklerskich, transakcji lub instrumentów finansowych, na których potrzeby klient będzie traktowany jak klient detaliczny.

7. Sens normatywny i ekonomiczny analizowanej regulacji wyraża się w tym, że prawodawca wykazał się w przypadku regulacji statusu klienta detalicznego i profesjonalnego potrzebną elastycznością, umożliwiając im modyfikacje ich zaszeregowania. Nałożenie na firmy inwestycyjne obowiązków związanych z procedurą, procesem kwalifikacji uznania, sprawdzaniem wiedzy i doświadczenia klienta korzystającego z możliwości normatywnych art. 3a komentowanej ustawy oznacza również przyznanie firmom inwestycyjnym znaczącej roli na rynku kapitałowym w zakresie dbałości o adekwatność poziomu ochrony klienta. Jest ona związana z jego wiedzą i doświadczeniem, większymi w przypadku klienta profesjonalnego, co ma się przyczynić w skali całej Unii Europejskiej do osiągnięcia stabilności finansowej na tym rynku i służyć intensywniejszej ochronie klienta, gwarantowanej dodatkowo zagrożeniem użycia decyzji nadzorczej interwencyjnej z art. 9 ust. 5 rozporządzenia o EUNGiPW. Warto jednak podkreślić, że słusznie zauważa się współcześnie w literaturze przedmiotu, że jednym z istotniejszych wyzwań na rynku kapitałowym Unii Europejskiej jest zwrócenie uwagi na to, jak najrzetelniej przeprowadzać badanie profilu klienta¹¹².

Art. 3b. [Dobrowolne poddanie się reżimowi mającemu zastosowanie do podmiotu systematycznie internalizującego transakcje]

1. Firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2, niespełniające kryteriów określonych w art. 3 pkt 2e, po uprzednim zawiadomieniu Komisji mogą dobrowolnie poddać się wymogom mającym zastosowanie do podmiotu systematycznie internalizującego transakcje.

¹¹² M. Pacak, *MiFID II...*, s. 273.

2. Firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2, niezwłocznie informują Komisję o rezygnacji z dobrowolnego poddawania się wymogom mającym zastosowanie do podmiotu systematycznie internalizującego transakcje.

3. Do firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2, w okresie od dokonania zawiadomienia, o którym mowa w ust. 1, do dokonania zawiadomienia, o którym mowa w ust. 2, stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące podmiotu systematycznie internalizującego transakcje.

1. Artykuł 3b został dodany ustawy o obrocie instrumentami finansowymi na mocy ustawy nowelizującej z 1.03.2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 685), która to ustawa wdrożyła dyrektywę 2014/65/UE oraz dyrektywę delegowaną Komisji (UE) 2017/593 z 7.04.2016 r. uzupełniającą dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych (Dz.Urz. UE L 87, s. 500, ze zm.), a także służy stosowaniu rozporządzeń: 600/2014, 2015/2365 oraz 2016/1011.

Następnie na mocy ustawy z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (stanowiącej również ustawę transponującą akty prawa UE do polskiego prawa¹¹³) z uwagi na zmianę definicji legalnej art. 3 pkt 2e i jej poszerzenie o banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., nastąpiło przeredagowanie komentowanego art. 3b w miejscach, gdzie w związku ze zmianą definicji legalnej należało również uwzględnić te banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f.

2. W komentowanym, dodanym w 2018 r. na mocy przywołanej powyżej ustawy nowelizującej art. 3b i nowelizowanym w 2019 r. wskazano w ust. 1, że firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f. niespełniające kryteriów określonych w art. 3 pkt 2e u.o.i.f. (a więc podmiotu systematycznie internalizującego transakcje, czyli firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF, bez prowadzenia ASO lub OTF) po uprzednim zawiadomieniu KNF mogą dobrowolnie poddać się wymogom mającym zastosowanie do podmiotu systematycznie internalizującego transakcje.

Nie jest tu zatem wymagane żadne uprzednie otrzymanie zezwolenia, a wyłącznie uprzednie zawiadomienie KNF, będące czynnością notyfikacyjną, materialno-techniczną. W dalszych ustępach wprowadzonego art. 3b przewidziano tylko dla firmy inwestycyjnej lub

¹¹³ M.in. dyrektywę 2017/828 czy dyrektywę 2014/65/UE, jak też służy stosowaniu rozporządzenia 2017/1129.

banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., korzystających z reżimu stosowanego do podmiotu systematycznie internalizującego transakcje obowiązek niezwłocznego poinformowania KNF o rezygnacji z dobrowolnego poddawania się temu reżimowi (ust. 2) i wprowadzono w ust. 3 zasadę – dla ochrony klienta rynku usług inwestycyjnych i ochrony transakcji zawartych pomiędzy – aby w okresie od dokonania zawiadomienia przez firmę inwestycyjną lub wskazany powyżej bank o dobrowolnym poddaniu się wymogom stosowanym do podmiotów systematycznie internalizujących transakcje (mimo niespełnienia kryteriów podmiotu systematycznie internalizującego transakcje przez firmę inwestycyjną) do momentu dokonania zawiadomienia o rezygnacji z dobrowolnego poddawania się temu reżimowi przez taką firmę inwestycyjną lub bank z art. 70 ust. 2 u.o.i.f. stosować odpowiednio przepisy dotyczące podmiotu systematycznie internalizującego. Oznacza to, że zgodnie z ust. 3 dokonanie zawiadomienia przez profesjonalistę, jakim jest firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., rezygnujące z wymogów dobrowolnego poddawania się reżimowi wymogów stosowanych do podmiotów systematycznie internalizujących transakcje, musi być skuteczne i powinno respektować zasadę ochrony interesów w toku i ochrony klienta rynku usług finansowych, co oznaczać może w konkretnych przypadkach stosowanie w spornych sytuacjach probierza normatywnego z art. 355 § 2 k.c.

Dobrowolne poddanie się wymogom stosowanym do podmiotów systematycznie internalizujących transakcje oznacza nie tylko stosowanie przepisów obowiązujących podmioty systematycznie internalizujących transakcje, ale również uwzględnienie aktów *soft law* ESMA, wśród których przywoływać warto np. wytyczne z 2.10.2017 r. dotyczące zgłaszania transakcji, przechowywania danych dotyczących zleceń i synchronizacji zegarów w ramach MiFID II (ESMA/2016/1452 PL). Ich celem jest bowiem dostarczenie wskazówek firmom inwestycyjnym, systemom obrotu, zatwierdzonym mechanizmom sprawozdawczym oraz podmiotom systematycznie internalizującym transakcje w zakresie zgodności z przepisami MiFIR dotyczącymi zgłaszania oraz przechowywania danych dotyczących zleceń, a także z rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2017/590, rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2017/580 i rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2017/574. Podmiot systematycznie internalizujący transakcje ma obowiązek, wyrażony w art. 27 ust. 1 w zw. z art. 26 ust. 2 rozporządzenia MiFIR (raportowanie transakcji) dostarczania właściwemu organowi danych referencyjnych dotyczących instrumentów finansowych.

Art. 3c. [Ustalanie kryteriów częstości, systematyczności oraz zawierania transakcji w znacznych wielkościach]

1. Kryteria częstości i systematyczności, o których mowa w art. 3 pkt 2e, ustala się, z uwzględnieniem art. 12–17 rozporządzenia 2017/565, na podstawie liczby transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, zawieranych na własny rachunek poza systemem obrotu instrumentami finansowymi przez firmę inwestycyjną lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2, wykonujące zlecenia klientów.

2. Kryterium zawierania transakcji w znacznych wielkościach, o którym mowa w art. 3 pkt 2e, ustala się, z uwzględnieniem art. 12–17 rozporządzenia 2017/565, na podstawie wielkości transakcji zawieranych poza systemem obrotu instrumentami finansowymi przez firmę inwestycyjną lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2, w odniesieniu do całkowitej wielkości transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, zawieranych przez tę firmę inwestycyjną lub ten bank albo na podstawie wielkości transakcji poza systemem obrotu instrumentami finansowymi zawieranych przez tę firmę inwestycyjną lub ten bank, w odniesieniu do całkowitej wielkości transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, na terytorium Unii Europejskiej.

1. Na mocy nowelizacji z 2018 r. wprowadzono do ustawy o obrocie art. 3c, który w pierwotnym brzmieniu sformułowany został: „Art. 3c. 1. Kryteria częstości i systematyczności, o których mowa w art. 3 pkt 2e, ustala się, z uwzględnieniem art. 12–17 rozporządzenia 2017/565, na podstawie liczby transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, zawieranych na własny rachunek poza systemem obrotu instrumentami finansowymi przez firmę inwestycyjną wykonującą zlecenia klientów”.
2. Kryterium zawierania transakcji w znacznych wielkościach, o którym mowa w art. 3 pkt 2e u.o.i.f., ustala się, z uwzględnieniem art. 12–17 rozporządzenia 2017/565, na podstawie wielkości transakcji zawieranych poza systemem obrotu instrumentami finansowymi przez firmę inwestycyjną w odniesieniu do całkowitej wielkości transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, zawieranych przez tę firmę inwestycyjną albo na podstawie wielkości transakcji poza systemem obrotu instrumentami finansowymi zawieranych przez firmę inwestycyjną w odniesieniu do całkowitej wielkości transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, na terytorium Unii Europejskiej.

Pierwotnie postanowieniami art. 3c nie były zatem objęte banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., dopiero na mocy ustawy z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw z uwagi na zmianę definicji legalnej art. 3 pkt 2e i jej poszerzenie o banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., nastąpiło przeredagowanie komentowanego art. 3c w miejscach, gdzie w związku ze zmianą definicji legalnej należało również uwzględnić banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f.

Komentowane postanowienia art. 3c u.o.i.f. w bezpośredni sposób nawiązują do wprowadzonej definicji legalnej z art. 3 pkt 2e u.o.i.f. „podmiotu systematycznie internalizującego transakcje”, czyli firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF, bez prowadzenia ASO lub OTF. W art. 3c doprecyzowano bowiem (poprzez nakaz uwzględniania precyzujących postanowień art. 12–17 rozporządzenia 2017/565, do których odsyła ustawodawca) kryteria **częstości** i **systematyczności** (ust. 1)

oraz zawierania transakcji w **znacznych wielkościach** (ust. 2) użyte w definicji legalnej podmiotu systematycznie internalizującego transakcje; przy czym kryteria częstotliwości i systematyczności (ust. 1) ustala się ponadto na podstawie liczby transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, zawieranych na własny rachunek poza systemem obrotu instrumentami finansowymi przez firmę inwestycyjną lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., wykonujące zlecenia klientów, a kryterium zawierania transakcji w znacznych ilościach oprócz nakazu uwzględniania art. 12–17 rozporządzenia 2017/565 ustala się na podstawie wielkości transakcji zawieranych poza systemem obrotu instrumentami finansowymi przez firmę inwestycyjną lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., w odniesieniu do całkowitej wielkości transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, zawieranych przez tę firmę inwestycyjną lub ten bank albo na podstawie wielkości transakcji poza systemem obrotu instrumentami finansowymi zawieranych przez tę firmę inwestycyjną lub ten bank, w odniesieniu do całkowitej wielkości transakcji, których przedmiotem jest dany instrument finansowy, na terytorium Unii Europejskiej.

Art. 3d. [Rozumienie pojęcia zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych]

Ileć w ustawie jest mowa o zleceniu nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, należy przez to rozumieć także oświadczenie woli, którego przedmiotem są instrumenty finansowe, wywołujące równoważne do takiego zlecenia skutki.

Komentowany przepis nakazuje traktować jako zlecenie nabycia lub zbycia instrumentów finansowych każde oświadczenie woli wywołujące skutki równoważne. W żargonie regulaminów świadczenia usług maklerskich oprócz zleceń klientów pojawiają się także dyspozycje. Jeżeli dyspozycja taka będzie związana ze zleceniem nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, to należy ją także traktować jako oświadczenie woli w rozumieniu tego przepisu.

Art. 4. [Rachunki papierów wartościowych]

1. Rachunkami papierów wartościowych są rachunki, na których zapisywane są zdematerializowane papiery wartościowe, prowadzone wyłącznie przez:

- 1) domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską, banki powiernicze, zagraniczne firmy inwestycyjne i zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału, Krajowy Depozyt, spółkę, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1, oraz Narodowy Bank Polski – jeżeli oznaczenie tych rachunków pozwala na identyfikację osób, którym przysługują prawa z papierów wartościowych;
- 2) inne podmioty będące uczestnikami depozytu papierów wartościowych lub systemu rejestracji papierów wartościowych prowadzonego przez Narodowy

Bank Polski, pośredniczące w zbywaniu papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski – jeżeli dokonywane przez nie zapisy dotyczą tych papierów i pozwalają na identyfikację osób, którym przysługują prawa z papierów wartościowych.

2. Od chwili zarejestrowania papierów wartościowych, na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, za rachunki papierów wartościowych uważa się również zapisy dotyczące tych papierów, dokonywane w związku z ich subskrypcją lub sprzedażą w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej, przez:

1) podmioty prowadzące działalność maklerską lub

2) banki powiernicze

– o ile identyfikują one osoby, którym przysługują prawa z papierów wartościowych.

2a. Od chwili zarejestrowania skarbowych papierów oszczędnościowych w rozumieniu ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2021 r. poz. 305, z późn. zm.), na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, za rachunki papierów wartościowych uważa się również zapisy dotyczące tych papierów, dokonywane przez podmioty prowadzące działalność maklerską lub banki powiernicze, o ile zapisy te identyfikują osoby, którym przysługują prawa z tych papierów wartościowych.

3. Ilekroć w ustawie jest mowa o rachunkach papierów wartościowych, rozumie się przez to również rachunki, na których są zapisywane niebędące papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi, instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego.

1. Wpis na rachunek papierów wartościowych stanowi kluczową instytucję składającą się na konstrukcję prawną zdematerializowanego papieru wartościowego¹¹⁴. Dematerializacja papierów wartościowych polega na tym, że nie mają one formy dokumentu, lecz podlegają rejestracji w depozycie papierów wartościowych (art. 5 ust. 1 u.o.i.f.)¹¹⁵. Depozyt papierów wartościowych to system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych obejmujący rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze lub konta depozytowe prowadzone przez podmioty uprawnione zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (art. 3 pkt 21 u.o.i.f.). Instytucją prowadzącą depozyt papierów wartościowych jako całość jest zasadniczo KDPW¹¹⁶ (z wyjątkiem bonów skarbowych i pieniężnych), którego zadaniami są także m.in. nadzorowanie zgodności wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych, obsługa zobowiązań emitentów wobec uprawnionych z tych papierów wartościowych oraz dokonywanie rozrachunku transakcji dotyczących zdematerializowanych papierów wartościowych (art. 48 ust. 1 i 2 u.o.i.f.).

¹¹⁴ Zob. np. M. Michalski [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2014, s. 710.

¹¹⁵ Por. A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 885 i n.

¹¹⁶ Dla uproszczenia pojęcie to obejmować będzie także spółkę, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. powierzył wykonywanie zadań z art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f.

2. Zgodnie z art. 4 ust. 1 u.o.i.f. rachunkami papierów wartościowych są prowadzone przez upoważnione podmioty rachunki, na których zapisywane są zdematerializowane papiery wartościowe, oznaczone w taki sposób, że pozwalają na identyfikację osób, którym przysługują papiery wartościowe. Prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku (art. 7 ust. 1 u.o.i.f.). Tym samym wpis określonych papierów wartościowych na rachunek osoby, na rzecz której prowadzony jest ten rachunek, przesądza o tym, że jest ona osobą uprawnioną z tych papierów wartościowych. W świetle wspomnianego przepisu prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych. Umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych (art. 7 ust. 2 zdanie pierwsze u.o.i.f.).
3. W tradycyjnym prawie papierów wartościowych z każdym sposobem ujawnienia prawa i identyfikacji uprawnionego powiązany jest specyficzny sposób zbywania tego prawa¹¹⁷. Wpis zdematerializowanych papierów wartościowych na rachunku papierów wartościowych prowadzony na rzecz określonej osoby jest sposobem identyfikacji określonego prawa majątkowego oraz przypisania go określonej podmiotowi. Konsekwentnie należy zatem przyjąć, że celem takiego zabiegu legislacyjnego jest stworzenie szczególnego wobec przelewu reżimu obrotu prawem majątkowym ujawnionym w zdematerializowanym papierze wartościowym, gwarantującego zwiększoną obiegowość (ułatwioną zbywalność) tego prawa¹¹⁸. Przepisy art. 7 ust. 1 i 2 u.o.i.f. byłyby zbędne, gdyby obrót zdematerializowanymi papierami wartościowymi miał odbywać się na zasadach właściwych dla przelewu wierzytelności (art. 509 i n. k.c.). Powrót do cesji byłby regresem burzącym charakter papierów wartościowych jako instrumentów obiegowych. Założenie to pozwala traktować papiery zdematerializowane jako szczególną kategorię papierów wartościowych¹¹⁹. Tym samym w zakresie mechanizmu obrotu prawem z papieru wartościowego tradycyjny podział papierów wartościowych na imienne i na okaziciela traci zasadnicze znaczenie. W przypadku akcji zdematerializowanych ich statutowy podział na imienne i na okaziciela zachowuje aktualność przede wszystkim w zakresie możliwości różnicowania uprawnień z tych akcji – tylko akcje imienne (poza akcjami niemymi) mogą być akcjami uprzywilejowanymi¹²⁰. Ponadto statut może ograniczać możliwość rozporządzania akcjami imiennymi (art. 337 § 2 k.s.h.), obowiązek spełniania na rzecz spółki powtarzających się świadczeń niepieniężnych może być powiązany tylko z akcją imienną (art. 356 § 1 k.s.h.), a nadto, gdy wszystkie akcje w spółce są akcjami imiennymi, zarząd może zawiadamiać o możliwości wykonania prawa poboru przesyłką poleconą (art. 434 § 3 k.s.h.). Z kolei w odniesieniu do obligacji, zniesienie od 1.07.2019 r. możliwości emisji tychże w postaci dokumentu powoduje, że obligacje imienne od obligacji na okaziciela

¹¹⁷ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 359.

¹¹⁸ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 365.

¹¹⁹ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 359.

¹²⁰ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 388 i n.

różnią się tylko możliwością wprowadzenia w warunkach emisji zakazu lub ograniczenia ich zbywania (art. 17 ust. 2 u.o.) oraz możliwością zwołania zgromadzenia obligatariuszy za pomocą przesyłki poleconej lub kurierskiej (art. 52 ust. 1 u.o.). Przytoczenie tych uprawnień wskazuje, że imienne papiery wartościowe zdematerializowane mają sens ekonomiczny głównie wówczas, gdy krąg uprawnionych jest ograniczony, a intencją emitenta, wyrażoną w warunkach emisji lub statucie spółki, jest podtrzymanie określonych więzi z uprawnionymi. Jest to tym bardziej widoczne, jeśli zważyć, że w przypadku akcji i obligacji zdematerializowanych wspomniane rozwiązania mają charakter fakultatywny – można wprowadzić np. ograniczenia ich zbywania, jednakże ustawodawca tego nie narzuca. Można zatem zauważyć, że wynikająca z konstrukcji papierów zdematerializowanych obieguowość zbliża je funkcjonalnie i konstrukcyjnie do tradycyjnych papierów wartościowych na okaziciela. Tymczasem w przypadku papierów wartościowych dokumentowych rozróżnienie na imienne lub na okaziciela rzutowało na sposób wykazywania praw i rozporządzania nimi. Dematerializacja zatem podkreśliła jedną z kluczowych cech papierów wartościowych (tj. ich obieguowy charakter), a zarazem radykalnie zmniejszyła różnicę pomiędzy papierami wartościowymi na okaziciela i imiennymi.

4. Dominujący nurt doktryny jest zasadniczo zgodny, że dematerializacji papierów wartościowych nie można sprowadzać do zmiany formy dokumentu, w którym ujawniono treść prawa majątkowego oraz oświadczenie woli emitenta. Innymi słowy, zdematerializowany papier wartościowy na gruncie przepisów komentowanej ustawy to nie jest tradycyjny papier wartościowy wyemitowany w formie dokumentu elektronicznego opatrzonego kwalifikowanym podpisem elektronicznym¹²¹. Nawet ci przedstawiciele doktryny, którzy poszukują łącznika między tradycyjnymi papierami wartościowymi a papierami zdematerializowanymi w konstrukcji dokumentu elektronicznego, przyznają, że „byłoby jednak nadmiernym uproszczeniem stwierdzenie, zgodnie z którym kwestia dematerializacji to jedynie problem innego materiału, na którym utrwalono określony zapis (...) konieczna jest zupełnie inna organizacja posługiwania się takimi zapisami, w której muszą uczestniczyć odpowiednie instytucje (...) aby (...) mogły być przedmiotem publicznego zaufania”¹²². W świetle art. 4 ust. 1 oraz art. 7 ust. 1 u.o.i.f. należy przyjąć, że z wpisu na rachunek papierów wartościowych wynika wyłącznie informacja, jaka liczba określonych papierów wartościowych należy do danego podmiotu¹²³. Zapis na rachunku papierów wartościowych nie jest w żaden sposób formą oświadczenia woli emitenta tego papieru wartościowego¹²⁴. Raczej wątpliwe jest, czy wpis na rachunek papierów wartościowych można traktować jako czynność prawną podmiotu prowadzącego ten rachunek. Jest to raczej

¹²¹ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 881; M. Romanowski [w:] *System Prawa Prywatnego* t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2009, s. 114; J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 167. Inaczej F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem prawa papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 27 i n.

¹²² F. Zoll, *Klauzule...*, s. 32.

¹²³ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 881.

¹²⁴ M. Romanowski [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 18, red. A. Szumański, s. 114.

czynność o charakterze faktycznym (technicznym) dokonana przez podmiot uprawniony do prowadzenia rachunku papierów wartościowych – np. dom maklerski – mająca doniosłe znaczenie dla skuteczności czynności prawnych, których przedmiotem są zdematerializowane papiery wartościowe (art. 7 ust. 1 i 2 u.o.i.f.). Na podstawie samej tylko treści wpisu na rachunku papierów wartościowych nie można więc wyinterpretować treści praw reprezentowanych przez określony papier wartościowy. Treść praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych wynika dopiero z umowy będącej źródłem ich powstania, np. umowy objęcia obligacji albo akcji, a w tym drugim przypadku także ze statutu spółki akcyjnej¹²⁵. Treść wpisu na rachunku papierów wartościowych powinna pozwalać na identyfikację papierów wartościowych, których dotyczy. Identyfikacja określonych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych następuje poprzez nadanie im przez KDPW odrębnego oznaczenia – kodu (art. 55 u.o.i.f.). Jednolitym kodem można objąć papiery wartościowe, które swoim posiadaczom dają te same uprawnienia i mają ten sam status w obrocie (art. 55 ust. 1 i 2 u.o.i.f.). W konsekwencji do wpisu określonych papierów wartościowych na rachunku papierów wartościowych nie stosuje się przepisów określających treść tradycyjnego papieru wartościowego – np. art. 921⁸ zdanie pierwsze k.c. lub art. 921¹⁰ § 2 k.c.

Za odosobniony należy uznać pogląd w doktrynie, w świetle którego zdematerializowane papiery wartościowe w ogóle nie istnieją, tzn. nie stanowią papierów wartościowych w znaczeniu juretycznym¹²⁶. Na poparcie tej tezy wyrażany jest pogląd o braku materialnej formy, a jako argument pomocniczy (w kontekście akcji zdematerializowanej) sugeruje się, że „Zdematerializowana akcja nie może być uważana za papier wartościowy, skoro de lege lata akcja dokumentowa nie jest papierem wartościowym (brak podstawy prawnej)”¹²⁷. Poglądu tego nie można podzielić, skoro łączy istotę papieru wartościowego z istnieniem materialnego nośnika, co jest chybionym rozwiązaniem już z tego względu, że nie pozwala na uchwycenie różnicy pomiędzy papierami wartościowymi a znakami legitymacyjnymi czy dokumentami czysto dowodowymi. Ponadto pogląd, jakoby akcja (nawet w postaci dokumentu) nie była papierem wartościowym, jest sprzeczny m.in. z treścią art. 547 § 2 k.s.h. („papierów wartościowych innych niż akcje”).

5. Zgodnie z art. 7 ust. 1 u.o.i.f. prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych przysługują osobie będącej posiadaczem danego rachunku papierów wartościowych. Wpis określonych papierów wartościowych na rachunku papierów wartościowych osoby, na rzecz której prowadzony jest ten rachunek, przesądza o tym, że jest ona osobą uprawnioną z tych papierów wartościowych. W świetle tego przepisu wpis na rachunku papierów wartościowych nie ma deklaratoryjnego charakteru – nie jest on wyłączną ewidencją określonego stanu prawnego, który zaistniał niezależnie od treści wpisów

¹²⁵ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 882–884.

¹²⁶ M. Załucki [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. M. Załucki, Legalis 2019, ks. 3, tyt. XXXVII, dział II, cz. V, nb 3.

¹²⁷ M. Załucki [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. M. Załucki, ks. 3, tyt. XXXVII, dział II, cz. V, nb 4.

w systemie depozytu papierów wartościowych¹²⁸. Dokonanie wpisu na rachunku papierów wartościowych ma skutek konstytutywny w tym sensie, że stanowi konieczny, a zarazem wystarczający element identyfikacji uprawnionego z papierów wartościowych. W konsekwencji emitent papierów wartościowych zobowiązany jest traktować „posiadacza” tego rachunku papierów wartościowych jako podmiot uprawniony z zapisanych tam papierów wartościowych¹²⁹. W literaturze ten stan rzeczy opisuje się za pomocą pojęcia legitymacyjnego skutku wpisu na rachunku papierów wartościowych¹³⁰. Wskazuje się, że wpis na rachunku papierów wartościowych przesądza o bycie praw z wpisanymi papierów wartościowych, podmiocie tych praw oraz autonomicznym reżimie zbywalności tych praw¹³¹.

Bronić należałoby poglądu, że z wpisem na rachunku papierów wartościowych wiąże się domniemanie prawne. Pogląd o istnieniu domniemania przyjmuje m.in. A. Chłopecki¹³². Ewentualny kontrargument, że ustawodawca w treści przepisu art. 7 ust. 1 u.o.i.f. nie posłużył się słowem „domniemywa” lub podobnym sformułowaniem nie byłby przy tym przekonujący. Podstawą do dopatrywania się w treści tego przepisu normy wysławiającej domniemanie jest przede wszystkim zawarte w nim słowo „przysługują”. Najbardziej racjonalna, jak wskazano powyżej, interpretacja nakazuje upatrywać w nim domniemania wzruszalnego, analogicznego do wyprowadzanego z przepisów o papierach wartościowych w formie dokumentu. Teza o istnieniu takiego domniemania znajduje poważne uzasadnienie w wykładni systemowej. W przypadku papierów wartościowych w formie dokumentu, dokument ten służył legitymowaniu posiadacza dokumentu lub osoby wskazanej w jego treści. Skoro w przypadku papierów wartościowych zdematerializowanych funkcję legitymacyjną przejął wpis na rachunku, to powinny obowiązywać również analogiczne domniemania związane z wpisem, jeśli nie stoją one w sprzeczności z istotą zdematerializowanego papieru wartościowego. Jest to logiczne z punktu widzenia systemowego.

6. Z pewną ostrożnością należy podchodzić do twierdzenia, że wpis określonych papierów wartościowych na rachunku papierów wartościowych przesądza o bycie prawnym praw z tych papierów wartościowych. Oczywiście w praktyce bardzo mało prawdopodobne jest, aby na rachunkach papierów wartościowych pojawiły się wpisy papierów wartościowych odnoszących się do nieistniejących (nieważnych) praw – np. akcji, które nie zostały wyemitowane. Jest to konsekwencją faktu, że:

- 1) prowadzenie rachunków papierów wartościowych zastrzeżono na rzecz szczególnych podmiotów licencjonowanych i nadzorowanych przez państwo;

¹²⁸ M. Michalski [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2014, s. 716.

¹²⁹ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 362 i n.

¹³⁰ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 362 i n.; M. Michalski [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2014, s. 714 i n.

¹³¹ M. Michalski [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2014, s. 715.

¹³² A. Chłopecki, *Akcje zdematerializowane w małżeńskiej wspólności majątkowej*, PPH 2008/10, s. 46 i 51.

- 2) KDPW sprawuje nadzór nad systemem depozytu papierów wartościowych;
 - 3) techniczne właściwości systemów informatycznych, na podstawie których funkcjonuje depozyt papierów wartościowych, w znacznym stopniu zapobiegają pojawieniu się wpisów niezgodnych ze stanem faktycznym¹³³.
7. Nie można jednak wykluczyć krótkotrwałych rozbieżności pomiędzy treścią wpisów na rachunku papierów wartościowych a rzeczywistym stanem prawnym. W literaturze wskazuje się na przypadek wpisu akcji na rzecz subskrybentów do rejestru sponsora emisji (do którego stosuje się przepisy o rachunku papierów wartościowych – art. 4 ust. 2 u.o.i.f.) przed rejestracją podwyższenia kapitału zakładowego, niewykreślone na czas wpisy papierów wartościowych na rachunku zbywcy po rozliczeniu transakcji¹³⁴ albo rozbieżności pomiędzy treścią wpisu na rachunku papierów wartościowych prowadzonym na rzecz jednego z małżonków a rzeczywistym kręgiem osób uprawnionych z tych papierów wartościowych, który może wynikać z przepisów rządzących ustrojem majątkowym małżeńskim posiadacza rachunku papierów wartościowych¹³⁵. Teoretycznie rzecz biorąc, nie można też całkowicie wykluczyć, że pomimo wszelkich technicznych zabezpieczeń na rachunku papierów wartościowych prowadzonym dla określonej osoby pojawiają się wpisy niezgodne ze stanem prawnym. Wreszcie, podmiot prowadzący rachunek lub jego pracownik może celowo doprowadzić do przeksięgowania papierów wartościowych, mimo braku dyspozycji klienta (w celu np. uprawiania spekulacji powierzonymi papierami wartościowymi). Zatem problem wpisów na rachunku papierów wartościowych, które odnoszą się do nieistniejących praw, jest istotny i wymaga rozstrzygnięcia. Odnosząc się do zarysowanego wyżej problemu, należy przyjąć, że o ile nie zachodzą szczególne przesłanki ochrony nabywcy w dobrej wierze zdematerializowanych papierów wartościowych¹³⁶, o tyle wpis na rachunek papierów wartościowych, który nie odzwierciedla stanu prawnego, nie wywołuje żadnych skutków prawnych¹³⁷.
8. Legitymacyjna funkcja wpisu papieru wartościowego na rachunku służy stworzeniu mechanizmu ułatwionej zbywalności istniejących praw majątkowych oraz ułatwieniu identyfikacji podmiotu uprawnionego. Jej celem nie jest kreowanie praw podmiotowych na mocy arbitralnego *fiat* podmiotu prowadzącego rachunek papierów wartościowych całkowicie niezależnie od umownych stosunków prawnych łączących emitenta z inwestorami. Ewentualna ochrona nabywcy w dobrej wierze papieru wartościowego jest raczej wyjątkiem od sformułowanej wyżej zasady. W przypadku błędnego zapisania na rzecz określonej osoby nieistniejących papierów wartościowych albo papierów wartościowych, które w ogóle nie były przedmiotem jakiejkolwiek czynności prawnej,

¹³³ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 903.

¹³⁴ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 884 i n.; A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, 2012, s. 110.

¹³⁵ Tak trafnie A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, 2012, s. 52. Zob. szerzej A. Chłopecki, *Akcje...*, s. 46 i n.

¹³⁶ Szerzej na ten temat zob. niżej, tezy 8, 9 i 11.

¹³⁷ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 903.

podmiot, na rzecz którego prowadzony jest rachunek papierów wartościowych, raczej nie będzie mógł się na nią powołać. Problem powstanie dopiero w sytuacji, gdy takie „pozorne” zdematerializowane papiery wartościowe zostaną zbyte na rzecz nabywcy w dobrej wierze.

9. Za trafny uważam pogląd, że legitymacyjny skutek wpisu na rachunku papierów wartościowych przesądza o autonomicznym reżimie zbywalności praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych¹³⁸. Problem jednak w tym, że aby wykazać trafność tej tezy, nie wystarczy powołać się wyłącznie na treść art. 7 ust. 1 i 2 u.o.i.f. Ten pierwszy przepis wskazuje jedynie, kiedy powstają i komu przysługują prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych, natomiast drugi dotyczy wpisu na rachunek papierów wartościowych jako przesłanki przeniesienia tych praw. Dopiero systemowa wykładnia art. 7 ust. 1 i 2 u.o.i.f. odwołująca się uzupełniająco m.in. do przepisów Kodeksu cywilnego dotyczących obiegowych papierów wartościowych, jakimi są papiery wartościowe na okaziciela, pozwala na prawidłowe zrekonstruowanie norm kształtujących reżim obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi. W doktrynie przyjmuje się, że podstawą modyfikacji reżimu zbywalności praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych jest legitymacyjny skutek zapisu stanowiący ekwiwalent ujawnienia prawa w dokumencie¹³⁹. Na gruncie prawa papierów wartościowych tego typu zabieg służy modyfikacji zasad zbywalności tego prawa na rzecz jego ułatwionej zbywalności względem przepisów o przelewie¹⁴⁰, przy czym każdemu ze sposobów identyfikacji uprawnionego odpowiada swoisty reżim zbywalności tego prawa majątkowego¹⁴¹.
10. Artykuł 7 ust. 1 u.o.i.f. prezentuje specyficzny sposób ujawnienia prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych i identyfikacji podmiotu uprawnionego. Należałoby zatem przyjąć, że celem prawodawcy było także ukształtowanie odrębnego od przelewu reżimu obrotu tymi prawami. Reżim ten pozostaje najbardziej zbliżony do reżimu obrotu tradycyjnymi papierami wartościowymi na okaziciela, a to z uwagi na treść art. 7 ust. 2 u.o.i.f., zgodnie z którym umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych. Dokonanie odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych jest zatem przesłanką zbycia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych i stanowi ekwiwalent wydania dokumentu w ramach mechanizmu obrotu papierami wartościowymi na okaziciela na gruncie art. 921¹² k.c.¹⁴² Dodatkowo identyfikacja podmiotu uprawnionego poprzez wpis tych papierów wartościowych na rachunku papierów wartościowych prowadzonym na rzecz tego podmiotu

¹³⁸ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 355 i n.; M. Michalski [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2014, s. 716. Inaczej, jak się wydaje, F. Zoll, *Klauzule...*, s. 188.

¹³⁹ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 355 i n.

¹⁴⁰ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 355 i n.

¹⁴¹ J. Jastrzębski, *Pojęcie...*, s. 359.

¹⁴² Zauważa to F. Zoll, choć z odmiennymi konkluzjami – F. Zoll, *Klauzule...*, s. 186.

jest z kolei dostosowanym do wymogów dematerializacji ekwiwalentem władania papierem wartościowym na okaziciela jako wystarczającej przesłanki wykonywania tych praw (art. 921¹¹ k.c.). W mojej ocenie uzasadnia to uzupełniające stosowanie przepisów o tradycyjnych papierach wartościowych na okaziciela dla obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi w zakresie, w jakim ustawodawca nie doprecyzował zasad i skutków obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi. Jest bowiem faktem, że prawodawca nie określił w odrębnych przepisach wielu szczegółowych zasad kształtujących reżim obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi¹⁴³, a w szczególności wyłączenia w tym zakresie przepisów o przelewie wierzytelności, ograniczenia możliwości podnoszenia zarzutów osobistych przez dłużnika wobec wtórnego nabywcy zdematerializowanego papieru wartościowego, czy wreszcie ochrony nabywcy w dobrej wierze zdematerializowanego papieru wartościowego. Kwestia dopuszczalności nabycia od nieuprawnionego papierów wartościowych zdematerializowanych jest skądinąd sporna, aczkolwiek więcej argumentów przemawia za taką dopuszczalnością¹⁴⁴.

11. Jednak niekwestionowanym założeniem ustawodawcy kształtującego zdematerializowane papiery wartościowe było uczynienie z nich obiegowych papierów wartościowych. Niekwestionowalne pozostają także funkcjonalne i konstrukcyjne podobieństwa obrotu papierami wartościowymi na okaziciela oraz zdematerializowanymi papierami wartościowymi. W obu przypadkach wystarczającą przesłanką wykonywania praw z papieru wartościowego jest dysponowanie obiektywnie weryfikowalnym atrybutem uzewnętrzniającym i obiektywizującym to prawo podmiotowe. Ponadto wydanie tego atrybutu prawa podmiotowego stanowi przesłankę przeniesienia tych praw. W mojej ocenie uzasadnia to uzupełniające zastosowanie do zdematerializowanych papierów wartościowych art. 517 § 1, art. 921¹³, czy wreszcie art. 169 k.c.
12. Rozwiązanie to znajduje silne uzasadnienie w założeniach aksjologicznych, które można przypisywać prawodawcy. Całkowicie nie do pogodzenia z założeniem racjonalności prawodawcy byłoby rozwiązanie, zgodnie z którym normy wynikające z tych przepisów obowiązują w odniesieniu do praw wynikających z papierów wartościowych na okaziciela – a więc najbardziej „obiegowych” z tradycyjnych papierów wartościowych – a nie obowiązują w odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych przeznaczonych do niezwykle szybkiego i anonimowego obrotu prawami majątkowymi na masową skalę. Byłoby to tym bardziej niezrozumiałe, że rola papierów wartościowych dokumentowych gwałtownie się zmniejsza, czego wyrazem jest obligatoryjna dematerializacja akcji i obligacji. Uzasadnia to traktowanie papierów wartościowych zdematerializowanych oraz papierów wartościowych na okaziciela jako jednej „rodziny” obiegowych papierów wartościowych wiary publicznej.

¹⁴³ Zwraca na to uwagę F. Zoll, zob. F. Zoll, *Klauzule...*, s. 188.

¹⁴⁴ Odnośnie do przeglądu stanowisk doktryny na przykładzie akcji zdematerializowanych, por. M. Godlewski, *Nabycie akcji zdematerializowanych od nieuprawnionego*, Warszawa 2021, s. 21–23 oraz s. 213–290.

13. Prowadzenie rachunku papierów wartościowych może być przedmiotem umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (art. 69 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f.) albo odrębnej umowy¹⁴⁵.
14. Skutki prawne wpisu na rachunek papierów wartościowych wywołuje także wpis zdematerializowanych papierów wartościowych w tzw. rejestrze sponsora emisji¹⁴⁶, o którym mowa w art. 4 ust. 2 u.o.i.f., prowadzonym przez uprawnione podmioty (prowadzące działalność maklerską lub banki powiernicze), dokonywany w związku z subskrypcją lub sprzedażą w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej tych papierów wartościowych. Wpis taki musi jednak identyfikować osoby, którym przysługują prawa z tych papierów wartościowych. Funkcją rejestru sponsora emisji jest tymczasowe rejestrowanie papierów wartościowych¹⁴⁷ będących przedmiotem oferty do czasu ich przeniesienia na rachunek papierów wartościowych prowadzony na rzecz określonego subskrybenta. Rejestr sponsora emisji prowadzi zasadniczo firma inwestycyjna na zlecenie emitenta¹⁴⁸.
15. Zgodnie z art. 4 ust. 2a u.o.i.f., od chwili zarejestrowania skarbowych papierów oszczędnościowych w rozumieniu ustawy o finansach publicznych, na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, za rachunki papierów wartościowych uważa się również zapisy dotyczące tych papierów, dokonywane przez podmioty prowadzące działalność maklerską lub banki powiernicze, o ile zapisy te identyfikują osoby, którym przysługują prawa z tych papierów wartościowych. Rozwiązanie to jest pochodną charakteru prawnego skarbowych papierów oszczędnościowych – zgodnie z art. 101 ust. 1 u.f.p. jest to skarbowy papier wartościowych oferowany do sprzedaży osobom fizycznym oraz stowarzyszeniom, innym organizacjom społecznym i zawodowym oraz fundacjom wpisanym do rejestru sądowego, a w przypadku nierezydentów – również wpisanym do innego rejestru urzędowego, jeśli warunki emitowania tak stanowią. Ponadto skarbowy papier oszczędnościowy może być wyłączony z obrotu na rynku wtórnym albo może być przedmiotem obrotu tylko między ww. podmiotami, jeżeli warunki emitowania tak stanowią (art. 101 ust. 2 u.f.p.). Z uwagi na ograniczony krąg inwestorów, którzy mogą ponadto nie mieć doświadczenia związanego z rynkiem kapitałowym, a nawet nie posiadać rachunku papierów wartościowych, ustawodawca zdecydował się na rozwiązanie, w ramach którego specjalne urządzenia rejestrowe mogą być prowadzone dla tych papierów wartościowych.
16. Przepisy ustawy dotyczące rachunków papierów wartościowych stosuje się także do rachunków, na których są zapisywane, niebędące papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi, instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego

¹⁴⁵ Por. A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 838.

¹⁴⁶ Zob. szerzej M. Michalski [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2014, s. 727 i n.

¹⁴⁷ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 994.

¹⁴⁸ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 994.

(art. 4 ust. 3 u.o.i.f.). Kategoria ta obejmuje instrumenty finansowe wymienione w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c–i u.o.i.f.

Art. 4a. [Rachunki derywatów]

1. Rachunkami derywatów są rachunki, na których są zapisywane instrumenty pochodne dopuszczone do obrotu zorganizowanego, prowadzone wyłącznie przez domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską, banki powiernicze, zagraniczne firmy inwestycyjne i zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału – jeżeli oznaczenie tych rachunków pozwala na identyfikację osób, którym przysługują prawa z instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego.

2. Podmiot prowadzący rachunki derywatów dokonuje zapisów na rachunku derywatów i rachunku pieniężnym klienta po rozliczeniu transakcji przez właściwy podmiot rozliczający, najpóźniej do końca dnia, w którym nastąpiło to rozliczenie, na podstawie zapisów dokonanych na kontach rozliczeniowych prowadzonych przez ten podmiot.

3. Przepis ust. 1 nie ogranicza możliwości rejestrowania poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, będących przedmiotem transakcji zawieranych przez:

- 1) zagraniczne firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej bez otwierania oddziału lub
- 2) zagraniczne firmy inwestycyjne w ramach wykonywania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 3, w związku z realizacją zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, ASO lub zapewnieniem płynności obrotu instrumentami pochodnymi, lub
- 3) zagraniczne firmy inwestycyjne nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, lub
- 3a) zagraniczne osoby prawne nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, o których mowa w art. 31 ust. 1 pkt 2a lub art. 78 ust. 1ba, lub
- 4) inne podmioty z siedzibą poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, o ile spełniają warunki określone w art. 31 ust. 2.

4. Do rachunków derywatów stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące rachunków papierów wartościowych.

1. Komentowany przepis definiuje pojęcie rachunku derywatów oraz reguluje zasadnicze obowiązki podmiotu prowadzącego ten rachunek.
2. Przepis art. 4a ust. 1 u.o.i.f. przewiduje, że rachunki derywatów prowadzone mogą być wyłącznie przez domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską, banki powiernicze, zagraniczne firmy inwestycyjne i zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność

maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału. Takie rozwiązanie ma służyć bezpieczeństwu obrotu, poprzez zapewnienie prowadzenia rachunku przez podmioty profesjonalne.

3. Instytucja rachunku derywatów wzorowana jest na instytucji rachunku papierów wartościowych. Z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu celem tej instytucji jest identyfikacja osób, którym przysługują prawa z instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Ma to znaczenie zarówno z punktu widzenia prawa prywatnego (określenie, kto jest uprawnionym z tytułu danego prawa podmiotowego), jak i z punktu widzenia interesu publicznego, w tym sprawowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym¹⁴⁹. Istotne jest zapewnienie organom nadzoru oraz organom podatkowym informacji o wszystkich dopuszczonych do obrotu derywatach oraz o aktywności inwestorów w tym obszarze.
4. W polskim systemie prawnym instytucja rachunku derywatów (oraz sam przepis art. 4a u.o.i.f.) pojawiła się z dniem 29.04.2017 r. na skutek nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wprowadzonej ustawą z 9.03.2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 791). Był to skutek dość złożonych zmian legislacyjnych. Do 2014 r. włącznie tego rodzaju instrumenty finansowe rejestrowano w depozycie papierów wartościowych, podczas gdy na wielu innych rynkach obowiązywał system rozliczania kontraktów na instrumentach pochodnych poprzez instytucję centralnych izb rozliczeniowych, bez stosowania ewidencji w ramach systemu depozytowego. Zmiana art. 4 ust. 3 u.o.i.f., która weszła w życie 30.01.2015 r., wyłączyła możliwość zapisywania na rachunkach papierów wartościowych instrumentów pochodnych¹⁵⁰. Żeby jednak uniknąć możliwości niekontrolowanego przez organy nadzoru możliwości dokonywania obrotów derywatami, wprowadzono art. 4a u.o.i.f.¹⁵¹
5. W myśl art. 4a ust. 2 u.o.i.f. podmiot prowadzący rachunki derywatów dokonuje zapisów na rachunku derywatów i rachunku pieniężnym klienta po rozliczeniu transakcji przez właściwy podmiot rozliczający, najpóźniej do końca dnia, w którym nastąpiło to rozliczenie, na podstawie zapisów dokonanych na kontach rozliczeniowych prowadzonych przez ten podmiot. Stany na rachunkach derywatów i w rejestrach prowadzonych przez uczestników podmiotów rozliczających powinny być zgodne ze stanami na odpowiednich kontach rozliczeniowych prowadzonych przez dany podmiot rozliczający (art. 57a ust. 2 u.o.i.f.).
6. Zgodnie z art. 4a ust. 3 u.o.i.f., przepis art. 4a ust. 1 u.o.i.f. nie ogranicza możliwości rejestrowania poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, będących przedmiotem transakcji zawieranych przez:

¹⁴⁹ M. Michalski [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2018, art. 4a u.o.i.f., nt 1.

¹⁵⁰ Ustawa z 5.12.2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2015 r. poz. 73).

¹⁵¹ S. Pomiotko, *Nowe kategorie praw i obowiązków związane z instytucją rachunku derywatów*, „Przegląd Prawniczy Uniwersytetu Warszawskiego” 2017/2, s. 378–279.