# Rozdział I. Zagadnienia wspólne dla zakresu różnych usług maklerskich

## § 1. Pojęcia wspólne dla usług maklerskich

### I. Działalność maklerska, usługa maklerska, czynność maklerska

W doktrynie[1] występuje podział na **czynności maklerskie *sensu stricto***, zasadniczo zastrzeżone dla firm inwestycyjnych (art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU) i **czynności maklerskie *sensu largo***, które uznaje się za czynności maklerskie, gdy są wykonywane przez firmę inwestycyjną (art. 69 ust. 4 ObrInstrFinU). Czynności z drugiego katalogu mogą być wykonywane także przez inne podmioty niż firmy inwestycyjne. Katalog czynności maklerskich jest katalogiem zamkniętym[2]. Polski ustawodawca definiując działalność maklerską w art. 69 ObrInstrFinU, posługuje się pojęciem **czynności**. Dotyczy ono każdej pozycji z art. 69 ust. 2 i 4 ObrInstrFinU. Pojęcie czynności maklerskiej nie przesądza o obowiązku uzyskania zezwolenia, ponieważ nie odnosi się do natężenia wykonywanej działalności.

Przepisy art. 69 ust. 2 i 4 ObrInstrFinU są odbiciem odpowiednio Sekcji A i B Załącznika I MIFID II. Sekcja A nazwana jest „**Usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna**" (*investment services and activities*), natomiast sekcja B nosi tytuł „**Usługi dodatkowe**" (*ancillary services*). W Sekcji A nie dokonano jasnego podziału na katalog **usług inwestycyjnych** i **działalności inwestycyjnych**. Różnicę pomiędzy tymi pojęciami wyznacza osoba **klienta**. Artykuł 4 ust. 1 pkt 9 MIFID II określa, że **klientem** jest osoba fizyczna lub prawna, na której rzecz firma inwestycyjna świadczy usługi inwestycyjne lub dodat-

[1] Przykładowo *M. Fedorowicz*, w: *T. Sójka* (red.), Obrót, art. 69 Nb 2.

[2] *P. Zapadka*, Usługi, Rozdział IX; *M. Fedorowicz*, w: *T. Sójka* (red.), Obrót, art. 69, Nb 2; *P. Wajda*, w: *M. Wierzbowski*, *L. Sobolewski*, *P. Wajda* (red.), Ustawa o obrocie, 2023, art. 69, Nb 6–8; *J. Gola*, Charakter, s. 14.

kowe. *A contrario* **klient nie występuje** w przypadku prowadzenia **działalności inwestycyjnej** w rozumieniu MIFID II. Przykładem działalności inwestycyjnej jest zawieranie transakcji przez firmę inwestycyjną na własny rachunek, poza przypadkiem, gdy wykonuje ona w ten sposób zlecenie klienta. *D. Busch* umieszcza w katalogu działalności inwestycyjnych prowadzenie MTF. Prowadzenie OTF jest przez niego uznawane czasami za działalność inwestycyjną[3], a czasami za czynność hybrydową mającą zarówno cechy działalności inwestycyjnej, jak i usługi inwestycyjnej. W przypadku kwalifikacji hybrydowej uznaje on, że usługa inwestycyjna występuje w zakresie w jakim operator OTF podejmuje dyskrecjonalne decyzje o parowaniu zleceń uczestników OTF[4]. Pojęcie **działalności inwestycyjnej** (*investment activity*) różni się od stosowanego przez polskiego ustawodawcę pojęcia **działalności maklerskiej**. To ostatnie obejmuje całość czynności z art. 69 ust. 2 i 4 ObrInstrFinU.

Podział na usługi inwestycyjne i działalności inwestycyjne z MIFID II jest istotny dla określenia zakresu obowiązków firmy inwestycyjnej związanych z daną czynnością. Cała sekcja zatytułowana: „Przepisy zapewniające ochronę inwestora" (art. 24–30 MIFID II) odnosi się do obowiązków spełnianych wobec **klientów** lub **potencjalnych klientów**. Skoro klient to pojęcie związane z **usługą inwestycyjną**, to osoba korzystająca z działalności inwestycyjnej firmy inwestycyjnej nie będzie objęta przepisami o ochronie inwestora[5]. Artykuł 24 ust. 1 i art. 26 MIFID II wskazują, że poszczególne obowiązki z zakresu ochrony inwestorów dotyczą **usług inwestycyjnych**.

Polski ustawodawca uwzględnił podział na usługi inwestycyjne i działalności inwestycyjne przy implementacji MIFID II, jednak jest on nieco ukryty. Można znaleźć pewne wskazówki np. w art. 3 pkt 39b, 39c oraz w art. 3a ObrInstrFinU. Nakazują one firmie inwestycyjnej dokonać klasyfikacji klientów (podział na klientów detalicznych, klientów profesjonalnych i uprawnionych kontrahentów) w przypadku świadczenia co najmniej jednej z **usług**, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 ObrInstrFinU. Mimo że art. 69 ObrInstrFinU literalnie odnosi się do **działalności maklerskiej**, to ww. przepisy referują do **usług maklerskich**. Sugeruje to, że nie każda działalność maklerska z art. 69 ust. 2 i 4 ObrInstrFinU jest usługą. Po drugie w art. 83h ust. 1 ObrInstrFinU dotyczący zakresu tzw. **testu adekwatności** odnosi się do **usług maklerskich z art. 69 ust. 2 pkt 1, 2, 6, 7 i 9 ObrInstrFinU**. **Zarządzanie**

[3] *D. Busch*, MIFID II: Stricter, s. 341–342.
[4] *D. Busch*, MiFID II and MiFIR, s. 126–128.
[5] *Ibidem*, s. 127–128.

**portfelem i doradztwo inwestycyjne** są objęte tzw. **testem odpowiedniości** (art. 83g ObrInstrFinU). Brak jest obowiązku wykonywania testu wiedzy i doświadczenia w przypadku **działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 pkt 3 i 8 ObrInstrFinU**, tzn. nabywania i zbywania instrumentów finansowych na rachunek własny oraz prowadzenia MTF. Sugeruje to, że ustawodawca polski nie postrzega tych dwóch działalności maklerskich jako **usług** generujących obowiązek przeprowadzenia badania adekwatności. Można to powiązać ze wspomnianym wcześniej podziałem na usługi inwestycyjne i działalności inwestycyjne z MIFID II oraz obowiązkiem stosowania przepisów o ochronie inwestorów wyłącznie w przypadku usług inwestycyjnych. Podział wypływający z ObrInstrFinU przy takiej wykładni byłby zbieżny z przytoczonym wyżej poglądem *D. Busch'a*[6].

**Usługi maklerskie** są pojęciem jurydycznym, występującym przede wszystkim w ObrInstrFinU, m.in. w art. 73 ust. 2d, art. 83a ust. 1, art. 83h ust. 1. Nie jest ono zdefiniowane. Ustawodawca wiąże je z **art. 69 ust. 2 i 4 ObrInstrFinU**, jednak nie przesądza *explicite*, czy dotyczy wszystkich pozycji zawartych w tych przepisach. Pojęcie usług maklerskich związane jest z pojęciem klienta także w polskich przepisach. *J. Dybiński* zauważa rozbieżność pomiędzy definicją klienta zawartą w ObrInstrFinU i w MIFID II polegającą na tym, że polski ustawodawca zrównał klienta z potencjalnym klientem[7]. Pomimo tego polski ustawodawca posługuje się równolegle pojęciem potencjalnego klienta obok pojęcia klienta m.in. w art. 73b ust. 3 ObrInstrFinU. ObrInstrFinU nie zawiera definicji klienta, ale definicje klienta detalicznego, klienta profesjonalnego i uprawnionego kontrahenta. Zgodnie z § 2 ust. 1 pkt 6 TrybWarPostFIR. **Klientem** jest przede wszystkim **osoba, która zawarła umowę o świadczenie usług maklerskich**. Jest to rozbieżne z MIFID II i definicją z art. 3 pkt 39c ObrInstrFinU, które uznają za decydujące **świadczenie usługi inwestycyjnej, dodatkowej lub maklerskiej**. Definiowanie klienta jako osoby, która zawarła umowę o świadczenie usługi, mogłoby stawiać pod znakiem zapytania praktykę UKNF polegającą na zarzucaniu firmom inwestycyjnym „bezumowne świadczenie usługi maklerskiej"[8]. Z uwagi na brak zawarcia umowy osoba nie uzyskałaby statusu klienta, więc nie doszłoby do świadczenia usługi maklerskiej. Taka argumentacja jest jednak niemożliwa do przyjęcia z uwagi na hierarchiczność aktów prawnych. Defini-

[6] *D. Busch*, MiFID II and MiFIR, s. 126–128.
[7] *J. Dybiński*, w: *M. Stec* (red.), SPH, t. 5c, s. 795–797.
[8] *W. Pietrzyk*, w: *J. Bąk*, *W. Pietrzyk*, Rynek, s. 56–57.

cja klienta z TrybWarPostFIR jest sprzeczna z definicją klienta detalicznego z ObrInstrFinU w analizowanym zakresie i nie powinna być stosowana z uwagi na zasadę *lex superior derogat legi inferiori*. Definicja klienta powinna też być wykładana w sposób, który zapewni skuteczność stosowania MIFID II.

Polski ustawodawca czasem wydaje się traktować wszystkie rodzaje działalności maklerskiej z art. 69 ust. 2 i 4 ObrInstrFin jako usługi maklerskie. Posługuje się określeniem „usługi, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4"[9]. Poprawne jest podejście zbieżne z tym z MIFID II. **Usługa maklerska** stanowi taki rodzaj działalności maklerskiej, w którym występuje **klient**[10].

Polski ustawodawca implementował niektóre postanowienia MIFID II w taki sposób, jakby zakładał, że pojęcie usług maklerskich zawiera w sobie zarówno usługi inwestycyjne, jak i działalność inwestycyjną. Przykładowo obowiązek zachowania ciągłości świadczonych usług maklerskich z art. 83a ust. 1 ObrInstrFinU. Jego wzorzec unijny[11] dotyczy zarówno usług inwestycyjnych, jak i działalności inwestycyjnej. Używanie jednej nazwy (usługi maklerskie) na określenie dwóch pojęć (raz jako usługi inwestycyjne z MIFID II, a raz jako usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna z MIFID II) jest sprzeczne z § 10 TechPrawodR. To niedbałość ustawodawcy. Nie dojdzie do naruszenia prawa UE, jeżeli organy i sądy będą stosować wykładnię prounijną.

Wady we wdrożeniu pojęcia usługi maklerskie i działalność maklerska sprawiają, że lektura ObrInstrFinU bez jednoczesnej analizy MIFID II ma ograniczony walor informacyjny. *De lege ferenda* najmniej kłopotliwym rozwiązaniem byłoby stosowanie oznaczeń podobnych do tych, które są stosowane w dyrektywie (usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna), by nie wprowadzać dodatkowych, niepotrzebnych podziałów.

Dla zakresu usług maklerskich bezowocne jest korzystanie z pojęcia usługi w ujęciu potocznym lub ujęciu z art. 750 KC. Wykładnia potoczna jest nieodpowiednia wobec określoności prawnej pojęcia usług inwestycyjnych i działalności inwestycyjnej w MIFID II. Wykładnia przez pryzmat art. 750 KC jest błędna z uwagi na autonomiczny charakter prawa UE i zasadę jego autonomicznej wykładni[12].

*E. Kniaziowska-Bryk* zwraca uwagę, że nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych na własny rachunek jest czynnością maklerską, która nie ma

9 Z art. 3 pkt 39b i 39c oraz w art. 3a ObrInstrFinU.

10 § 2 ust. 1 pkt 24 TrybWarPostFIR.

11 Art. 16 ust. 4 MIFID II.

12 *M. Zirk-Sadowski*, w: *L. Leszczyński* (red.), SPUE, t. 3, s. 51–52.

charakteru usługowego. Jednocześnie dodaje ona, że charakter ten może się pojawić w przypadku czynności animatora rynku lub animatora emitenta[13]. Wydaje się to być spojrzenie od strony cywilnoprawnego pojęcia usługi, a nie od strony podziału na działalność inwestycyjną i usługi inwestycyjne z MIFID II. Wykonywanie czynności animatora rynku lub animatora emitenta powinno być kwalifikowane jako działalność inwestycyjna z MIFID II. Pełnienie funkcji animatora rynku jest wymienione w art. 2 ust. 1 lit. d pkt i MIFID II i wiąże się z innymi obowiązkami niż umowy o świadczenie usług inwestycyjnych np. określonymi w art. 17 ust. 3 MIFID II. Osoba, z którą zawierana jest umowa o pełnienie funkcji animatora, nie jest klientem w rozumieniu MIFID II i nie przysługują jej uprawnienia z zakresu ochrony inwestorów. Środki ochrony przewidziane dla inwestorów przez MIFID II nie odpowiadają sytuacji faktycznej takiej osoby. Środki te mają na celu wyposażenie inwestora w odpowiednie informacje i przedstawienie mu skrojonej dla jego potrzeb oferty inwestycyjnej. „Klient" usługi animatora nie ma w zamiarze inwestowania, ale zapewnienie płynności określonych instrumentów finansowych.

## II. Natężenie działalności maklerskiej

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

Przepisy ObrInstrFinU określają, że prowadzenie działalności maklerskiej wymaga zezwolenia KNF[14]. Jednocześnie nie określają charakteru i natężenia tej działalności. Artykuł 178 ObrInstrFinU, sankcjonujący wykonywanie działalności maklerskiej bez wymaganego zezwolenia, także nie odnosi się do tej kwestii.

[13] *E. Kniaziowska-Bryk*, w: *M. Wierzbowski*, *L. Sobolewski*, *P. Wajda* (red.), Ustawa o obrocie, 2023, art. 74d, Nb 1.

[14] Art. 69 ust. 1 ObrInstrFinU.

Część doktryny prawa karnego[15] analizując ten przepis, wskazuje, że ustawodawca intencjonalnie posługuje się pojęciem działalności zamiast działalności gospodarczej, czy działalności zarobkowej. Uznają oni, że penalizacji podlega niezarobkowa działalność o pewnym stopniu zorganizowania, a nie wykonywanie pojedynczej czynności[16]. Przeciwne stanowisko (mniejszościowe) zakłada, że art. 178 ObrInstrFinU penalizuje wykonywanie działalności gospodarczej. Uzasadnienie tego poglądu jest dość krótkie i ogólne[17]. Stanowiska wskazujące, że działalność maklerska jest działalnością gospodarczą, były formułowane także przez przedstawicieli doktryny innych dziedzin prawa niż prawo karne, jednak nie zawierały szerszego uzasadnienia, nie odwoływały się do art. 178 ObrInstrFinU, ani do treści MIFID lub MIFID II[18]. Doktryna odrzuca konieczność potwierdzania przesłanki „prowadzenia działalności gospodarczej" w przypadku analogicznego przepisu karnego dotyczącego wykonywania działalności bankowej bez zezwolenia – art. 171 PrBank[19]. Stwarza to ryzyko wnioskowania przez podobieństwo o treści art. 178 ObrInstrFinU.

Powyższy rozkład stanowisk budzi wątpliwości, gdy odwołamy się do prawa unijnego. Zezwolenia wymaga świadczenie usług inwestycyjnych lub prowadzenie działalności inwestycyjnej w sposób regularny i zawodowy lub profesjonalny[20]. Analogiczny wymóg występował w MIFID[21]. Artykuł 178 ObrInstrFinU jest implementacją przepisów wymagających nałożenia sankcji za określone naruszenia MIFID II[22].

SO w Warszawie rozstrzygał apelację od wyroku dotyczącego oskarżenia z art. 178 ObrInstrFinU. Oskarżony zdaniem oskarżyciela prowadził działalność maklerską zarządzania portfelem bez zezwolenia. Oskarżony zarządzał jednym portfelem, w skład którego wchodziły instrumenty finansowe w postaci kontraktów na różnicę. Zarządzanie wyłącznie jednym portfelem było

---

15 Przykładowo: *A. Błachnio-Parzych*, w: *M. Wierzbowski*, *L. Sobolewski*, *P. Wajda* (red.), Ustawa o obrocie, 2023, art. 178, Nb 6.

16 *A. Błachnio-Parzych*, w: *M. Wierzbowski*, *L. Sobolewski*, *P. Wajda* (red.), Ustawa o obrocie, 2023, art. 178, Nb 6; *J. Majewski*, Prowadzenie, s. 25.

17 *E. Hryniewicz-Lach*, w: *R. Zawłocki* (red.), SPH, t. 10, 2018, s. 327.

18 *A. Lichosik*, Rozdział, § 3, *M. Fedorowicz*, w: *T. Sójka* (red.), Obrót, art. 69 Nb 1; *P. Wajda*, w: *M. Wierzbowski*, *L. Sobolewski*, *P. Wajda* (red.), Ustawa o obrocie, 2023, art. 69, Nb 1.

19 *P. Wajda*, Przestępstwo, pkt 2; *M. Wielec*, w: *A. Mikos-Sitek*, *P. Zapadka* (red.), Prawo bankowe, art. 171, pkt 11; *M. Rams*, w: *K. Osajda* (red. serii), *J. Dybiński* (red. tomu), Prawo bankowe, art. 171, Nb 11.

20 Art. 4 ust. 1 i art. 5 ust. 1 MIFID II i motyw 12 MIFID II.

21 *A. Michór*, Obowiązki, s. 44–45.

22 Art. 70 ust. 1 w zw. z art. 70 ust. 4 MIFID II.

powodem uniewinnienia w pierwszej instancji. Literalnie art. 69 ust. 2 pkt 4 ObrInstrFinU określa, że działalnością maklerską jest „zarządzanie portfelami". Sąd pierwszej instancji przyjął, że takie portfele powinny być co najmniej dwa. Oskarżyciel posiłkowy (KNF) w apelacji powołał się na tekst MIFID. Definicja usługi zarządzania portfelem (art. 4 ust. 1 pkt 9 MIFID) dotyczy portfela w liczbie pojedynczej. Podniesiono potrzebę wykładni prounijnej. Sąd drugiej instancji przychylił się do argumentacji zawartej w apelacji[23]. Intersujące jest to, czego nie ma w tym wyroku, tzn. weryfikacji, czy działalność była prowadzona w sposób zawodowy i regularny. Pomimo odwołania do tekstu MIFID w uzasadnieniu nie dostrzeżono tego wymogu.

MIFID II nie precyzuje, czym jest działalność prowadzona w sposób zawodowy i regularny. Z tego powodu odwołam się do innych wersji językowych MIFID II i zagranicznych implementacji.

W angielskiej wersji MIFID II definicja firmy inwestycyjnej z art. 4 ust. 1 pkt 1 MIFID II wygląda następująco: (1) „*investment firm*" *means any legal person whose* ***regular occupation or business*** *is the provision of one or more investment services to third parties and/or the performance of one or more investment activities* ***on a professional basis***.

Kluczowe pojęcie definicji to wykonywanie czynności inwestycyjnych w sposób profesjonalny, zawodowy (*on a professional basis*). FCA wskazuje, że spełnienie przesłanki zależy od indywidualnych okoliczności, a kluczowe dla oceny są istnienie elementu handlowego (*commercial element*) oraz skala działalności (*scale of the relevant activity*)[24]. Warunki te sięgają dalej niż określony w polskiej doktrynie poziom zorganizowania działalności[25].

Niemiecki tekst art. 4 ust. 1 pkt 1 MIFID II brzmi: 1. „*Wertpapierfirma*" *jede juristische Person, die im Rahmen ihrer* ***üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig*** *eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten ausübt*[26].

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

---

[23] Wyr. SO w Warszawie – X Wydział Karny Odwoławczy z 16.12.2013 r., X Ka 1118/13, Legalis.

[24] FCA, PERG, 13.2, Q7.

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

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

Niemiecki ustawodawca definiując podmioty wykonujące usługi i działalności inwestycyjne z MIFID II (instytucje kredytowe, instytucje finansowe i firmy inwestycyjne), odwołuje się do zarobkowości (*Gewerbsmäßigkeit*) i pojęcia kupca (*Kaufmann*)[27].

Historycznie niemieckie przepisy uznawały za instytucję kredytową podmiot wykonujący czynności bankowe w zakresie, który wymaga prowadzenia działalności gospodarczej urządzonej w sposób właściwy dla kupca. Od 1.1.1998 r. wprowadzona została alternatywna przesłanka „zarobkowości" (*gewerbsmäßig*). Jest ją łatwiej spełnić, dlatego pierwsza z przesłanek straciła na praktycznym znaczeniu. Działalność uważa się za zarobkową (*gewerbsmäßig*), jeżeli jest ona rozłożona na określony odcinek czasu oraz jest wykonywana z zamiarem osiągnięcia zysku[28]. Działalność jest wykonywana w zakresie, który wymaga prowadzenia działalności gospodarczej urządzonej w sposób właściwy dla kupca, gdy z obiektywnych okoliczności wynika, że sposób organizacji właściwy dla kupca jest wymagany[29]. To ostatnie pojęcie jest zakorzenione w pojęciu kupca będącym podstawą niemieckiego prawa handlowego. Jest to pojęcie niedookreślone, które wymaga oceny konkretnego przypadku i jest precyzowane przez orzecznictwo. Kupiec jest kwalifikowanym rodzajem przedsiębiorcy. Dla oceny, czy spełnione są kryteria kwalifikacji przedsiębiorcy jako kupca, brane są pod uwagę różne kryteria m.in. wielkość obrotu (przyjmowane są różne progi, zasadniczo nie mniej niż 100 000 euro rocznie), zakres działalności gospodarczej, liczba i funkcje osób zatrudnionych, liczba i organizacja oddziałów/zakładów, wielkość majątku przedsiębiorstwa[30]. W przypadku większości instytucji kredytowych spełnione są inne kryteria uznania danego podmiotu za kupca niż kryteria „ilościowe". Do tych innych kryteriów należą m.in. wpisanie do rejestru handlowego, prowadzenie przedsiębiorstwa w formie spółki handlowej (*Handelsgesellschaft*). BaFin w swojej praktyce administracyjnej przez lata określał kryteria ilościowe dla poszczególnych czynności bankowych definiujące przypadki mniejszej wagi, które nie spełniały analizowanej przesłanki[31]. Przykładowo mniej niż 5 przyjętych i przekazanych zleceń w miesiącu. Aktualnie BaFin zrezygnował z publikowania takich informacji.

Jeżeli firma inwestycyjna **nieregularnie** świadczy jedną lub większą liczbę usług inwestycyjnych nieobjętych udzielonym jej zezwoleniem, lub **nieregu-**

[27] § 1 ust. 1 i 1a KWG oraz § 2 ust. 1 WpIG.

[28] *F. Schäfer*, w: *K.-H. Boos*, *R. Fischer*, *H. Schulte-Mattler* (red.), KWG, s. 62–64.

[29] Deutsche Bundesbank, Merkblatt, s. 3.

[30] Industrie- und Handelskammer zu Berlin, Der.

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

**larnie** prowadzi jeden lub więcej rodzajów działalności inwestycyjnej nieobjętych udzielonym jej zezwoleniem, to nie powinna potrzebować dodatkowego zezwolenia na mocy MIFID II[32]. Ten wyjątek jest trudny do wyinterpretowania z literalnego brzmienia przepisów prawa polskiego. Odwołuje się on do art. 5 MIFID II, który wskazuje, że tylko działalność wykonywana w sposób zawodowy i regularny wymaga zezwolenia. Wykonywanie w sposób regularny jednej usługi inwestycyjnej lub jednego rodzaju działalności inwestycyjnej przez firmę inwestycyjną nie warunkuje tego, że inna usługa inwestycyjna lub działalność inwestycyjna także jest traktowana jako wykonywana w sposób regularny tzn. wymagający zezwolenia.

EBA zauważyła, że ryzyko rynkowe może się pojawić nie tylko w firmie inwestycyjnej prowadzącej działalność nabywania i zbywania instrumentów finansowych na rachunek własny, ale także np. w firmie inwestycyjnej świadczącej usługę wykonywania zleceń. Może to być efekt np. nieudanej transakcji. EBA jednocześnie nie wskazała na obowiązek uzyskania w takim przypadku zezwolenia na prowadzenie działalności na rachunek własny. Zaproponowała rozwiązania polegające na zmianach w reżimie mikro-ostrożnościowym, które miały go dostosować do poziomu ryzyka faktycznie występującego w firmach inwestycyjnych[33]. Stanowisko EBA wpisuje się w zasadę, że zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej wymaga tylko działalność prowadzona w sposób zawodowy i regularny.

Artykuł 69 ust. 1 i art. 178 ObrInstrFinU powinny być w drodze wykładni prounijnej interpretowane w taki sposób jakby przesłanki z art. 5 ust. 1 MIFID II były w nich umieszczone. Wadliwe jest prezentowane w doktrynie prawa karnego stanowisko, które uznaje, że penalizacji na podstawie art. 178 ObrInstrFinU podlega wykonywanie działalności maklerskiej niebędącej działalnością gospodarczą, a jedynie działalnością zorganizowaną[34]. Wykonywanie działalności w sposób zawodowy i regularny odpowiada co najmniej zakresowi działalności gospodarczej z art. 3 PrPrzed, tzn. powinno uwzględniać przesłanki: zorganizowania, zarobkowości, ciągłości i działania we własnym imieniu[35]. Można rozważyć, czy próg działalności maklerskiej wymagającej ze-

[32] Motyw 43 MIFID II.

[33] EBA, Report on investment, s. 32.

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

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

zwolenia nie powinien być wyższy. Próg natężenia działalności wymagającej zezwolenia jest wyższy w przypadku zawierania transakcji na własny rachunek w celu realizacji zleceń klienta[36].

## III. Instrument finansowy, papier wartościowy

Przedmiotem wszystkich czynności maklerskich z art. 69 ust. 2 ObrInstrFinU są instrumenty finansowe. Ma to oparcie w art. 4 ust. 1 pkt 2 MIFID II. W przypadku usługi z art. 69 ust. 2 pkt 4 ObrInstrFinU zarządzany portfel powinien zawierać co najmniej jeden instrument finansowy[37]. Katalog instrumentów finansowych jest zawarty w sekcji C Załącznika I MIFID II. Jego liczne pozycje są odzwierciedlone w art. 2 ust. 1 ObrInstrFinU. Pierwszą pozycją katalogu w MIFID II są „zbywalne papiery wartościowe" (*transferable securities*), a w ObrInstrFinU „papiery wartościowe". Instrumenty finansowe i papiery wartościowe są przedmiotem licznych opracowań naukowych[38] oraz dokumentów organów unijnych i krajowych[39].

Dyskusja dotycząca pojęć instrumentu finansowego i zbywalnego papieru wartościowego ożyła w prawie UE w ostatnich latach z uwagi na potrzebę kwalifikacji różnych rodzajów kryptoaktywów[40]. Sednem wspomnianej dyskusji jest odróżnienie kryptoaktywów będących instrumentami finansowymi podlegających MIFID II od innych kryptoaktywów podlegających co do zasady

---

36 Vide rozdział V § 4 pkt II, motyw 25 MIFID II.

37 Art. 75 ObrInstrFinU oraz art. 4 ust. 1 pkt 8 MIFID II.

38 Przykładowo: *D. Busch*, The Future, s. 19–21; *E. Callens*, Derivative, s. 22–28; *A. Chłopecki*, Instrumenty, *passim*; *A. Chłopecki*, Umowa, *passim*; *J. Dybiński*, Numerus, passim; *K. Glibowski*, w: *M. Wierzbowski*, *L. Sobolewski*, *P. Wajda* (red.), Ustawa o obrocie, 2023, art. 2 Nb 1–86; J. *Jastrzębski*, Pojęcie, *passim*; *K. Kruczalak*, Prawo, s. 15–27; *M. Lehmann*, *F. Schinerl*, The Concept, *passim*; *M. Lemonnier*, *M. Mariański*, *J.J. Zięty*, Ewolucja, s. 43–52; *M. Lemonnier*, Europejskie, *passim*; *M. Mariański*, Problematyka, s. 80–110; *J. Mojak*, Prawo, *passim*; *P. Ochman*, Czy każdy, *passim*; *M. Pietkiewicz*, Papiery, *passim*; *M. Romanowski*, w: *A. Szumański* (red.), SPP, t. 18, 2016, s. 4–165; *T. Sójka*, *T. Jaranowski*, w: *T. Sójka* (red.), Obrót, art. 3; *P. Tereszkiewicz*, w: *M. Stec* (red.), SPH, t. 4, s. 752–825*; P. Wajda*, *M. Wierzbowski*, *K. Zaradkiewicz*, w: *M. Wierzbowski*, *L. Sobolewski*, *P. Wajda* (red.), Ustawa o obrocie, 2023, art. 3, Nb 1–169; *K. Ziółkowska*, Crypto-assets, *passim*; *F. Zoll*, w: *M. Stec* (red.), SPH, t. 4, s. 72–111.

39 EBA, Report with, ESMA, Advice, ESMA, Annex 1, ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions, ESMA, Final Report Guidelines on the conditions, Ministerstwo Cyfryzacji, Grupa robocza ds. rejestrów rozproszonych i blockchain, Token, UKNF, Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydawania.

40 EBA, Report with, ESMA, Advice, ESMA, Annex 1, ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions.

MICA. Dokumentem decydującym o kwalifikacji instrumentów finansowych i zbywalnych papierów wartościowych są wytyczne ESMA[41].

Definicje papieru wartościowego z ObrInstrFinU oraz zbywalnego papieru wartościowego z MIFID II różnią się. Polski ustawodawca pominął pierwszą części definicji z MIFID II i poprzestaje jedynie na wyliczeniu przykładowych rodzajów papierów wartościowych[42]. Można dostrzec też inne rozbieżności definicyjne Przykładowo prawo pochodne z art. 3 pkt 1 lit. b ObrInstrFinU daje uprawnienie do **nabycia lub objęcia** papieru wartościowego, a analogiczne prawa w MIFID II daje prawo **nabycia lub zbycia** zbywalnych papierów wartościowych. Jest to błąd w implementacji.

## IV. Zlecenie (nabycia lub zbycia instrumentu finansowego)

### *1. Uwagi wstępne*

Dwie usługi maklerskie są definiowane przez odniesienie do pojęcia zlecenia, a dokładnie zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych[43].

Polski ustawodawca definiuje zlecenie jako „zlecenie nabycia lub zbycia instrumentów finansowych lub oświadczenie woli wywołujące równoważne skutki, którego przedmiotem są instrumenty finansowe"[44]. Analogicznie brzmi definicja zlecenia z limitem ceny z art. 4 pkt 14 MIFID II. Unijna definicja nie odnosi się do oświadczeń woli wywołujących równoważne skutki.

*D. Nowalińska, W. Pietrzyk* i *M. Wojciechowski* definiują zlecenie jako **oświadczenie klienta ukierunkowane na nabycie (kupno) lub zbycie (sprzedaż) instrumentu finansowego**[45].

W polskiej definicji zlecenia, a także w art. 3d ObrInstrFinU zostało uwypuklone, że zlecenie nie dotyczy wyłącznie nabycia lub zbycia, ale także oświadczenia woli, którego przedmiotem są instrumenty finansowe, wywołującego równoważne skutki. *E. Kniaziowska-Bryk* wskazuje, że zlecenie dotyczy czynności, które bezpośrednio prowadzą do wejścia przez dającego zlecenie w pozycję właściciela lub posiadacza instrumentów finansowych lub utratę ta-

41 ESMA, Final Report Guidelines on the conditions.
42 *J. Dybiński*, Numerus, pkt 3.1.
43 Art. 69 ust. 2 pkt 1 i 2 ObrInstrFinU.
44 § 2 ust. 1 pkt 30 TrybWarPostFIR.
45 *D. Nowalińska*, *W. Pietrzyk*, *M. Wojciechowski*, Prawa, s. 23.

kiego statusu[46]. To stanowisko jest niejasne, gdyż w polskim prawie nie odnosi się pojęcia własności do papierów wartościowych. Przenosi się prawo, a nie rzecz[47].

W prawie unijnym przyjmuje się także, że zlecenie nie dotyczy wyłącznie kupna i sprzedaży. KE w Q&A do MIFID wskazywała, że obowiązki w zakresie najlepszego wykonania zlecenia (*best execution*) i informacji o kosztach dotyczą pożyczek papierów wartościowych. Pożyczka wiąże się z czasowym przeniesieniem papierów wartościowych za środki pieniężne lub papiery wartościowe o podobnej wartości oraz z obowiązkiem do zwrotu papierów wartościowych w przyszłości[48].

Zlecenie, o którym mowa w nazwach usług maklerskich, nie jest zleceniem z art. 734 i n. KC. To pierwsze zlecenie jest pojęciem pochodzącym z prawa Unii Europejskiej, tłumaczeniem słowa „*order*" użytego przez unijnego ustawodawcę w angielskiej wersji językowej MIFID II. Zasada autonomicznej wykładni prawa UE wyklucza korzystanie z przepisów krajowych przy wyjaśnianiu pojęć pochodzących z prawa UE[49]. Jedyna możliwość takiej wykładni wynikałaby z rozpoznania w unijnym pojęciu zlecenia elementów zlecenia z art. 734 i n. KC. Ustawodawca polski do 2018 r. określał poszczególne usługi maklerskie jako typ umowy, np. definiował umowę o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych i umowę o przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie skupiał się na słowie „zlecenie". W przypadku wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym art. 73 ust. 4 pkt 2 ObrInstrFinU nakazuje stosować przepisy KC dotyczące umowy komisu, a nie zlecenia. Ponadto o zleceniu z art. 734 i n. KC można powiedzieć, że jest wykonywane, ale już stwierdzenie, że jest przyjmowane i przekazywane, nie jest typowe dla tej umowy.

Wspomniane powyżej definicje zlecenia z MIFID II i TrybWarPostFIR sprawiają częściowo wrażenie tłumaczenia *idem per idem* (zlecenie oznacza zlecenie...). Postaram się przedstawić to pojęcie od innej strony. Każda z czynności maklerskich, która dotyczy zlecenia (wykonywanie zleceń i PPZ), jest

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

[47] *M. Romanowski*, w: *A. Szumański* (red.), SPP, t. 18, 2016, s. 105–114; *K. Zacharzewski*, Prawo, s. 213–226.

[48] KE, Questions, s. 29.

[49] *M. Zirk-Sadowski*, w: *L. Leszczyński* (red.), SPUE, t. 3, s. 51–52.

formą szeroko rozumianego **pośrednictwa**[50]. Dotyczy ono **zawierania transakcji instrumentami finansowymi** i zakłada **podjęcie decyzji inwestycyjnej przez klienta**[51]. Pojęcie decyzji inwestycyjnej czerpię z art. 75 ObrInstrFinU. Przepis tej rozróżnia podjęcie decyzji inwestycyjnej od jej realizacji. Pojęcie decyzji inwestycyjnej nie jest definiowane ustawowo. Można mieć wątpliwości, czy decyzją inwestycyjną jest także brak decyzji (brak zmian w portfelu). Używając tego pojęcia, zakładam, że tak nie jest, ponieważ decyzja inwestycyjna jest odpowiednikiem decyzji o zawarciu transakcji (*decision to deal*) użytego m.in. w art. 64 ust. 4 i art. 74 rozporządzenia 565/2017. **Decyzja inwestycyjna** powinna wskazywać co najmniej **konkretny instrument finansowy** i **kierunek transakcji** (w szczególności kupno/sprzedaż). Jeżeli decyzja inwestycyjna zostałaby podjęta przez firmę inwestycyjną, to należałoby czynność maklerską zakwalifikować jako zarządzanie portfelem[52]. **Zlecenie jest decyzją inwestycyjną klienta przekazaną pośrednikowi (firmie inwestycyjnej) w formie polecenia do zrealizowania przez firmę inwestycyjną (wykonywanie zleceń) lub przez podmiot trzeci (PPZ).** Jako realizację rozumiem zawarcie transakcji. Nie przesądzam kwalifikacji cywilnoprawnej tego polecenia. Zawarcie umowy sprzedaży pomiędzy samą firmą inwestycyjną, a klientem też jest wykonaniem zlecenia[53].

Polski ustawodawca określił w § 54 ust. 1 TrybWarPostFIR otwarty katalog elementów zlecenia. Jest to postanowienie, które nie ma bezpośredniego umocowania w MIFID II. Ten katalog powinien być traktowany przykładowo. Jeżeli firma inwestycyjna wymagałaby szczegółowego określenia każdego z parametrów z § 54 ust. 1 TrybWarPostFIR, to mogłoby dojść do niemal całkowitego wyłączenia przepisów dotyczących najlepszego wykonania zlecenia (*best execution*). Doprecyzowanie zlecenia odbiera pole do działania firmy inwestycyjnej w zakresie *best execution*[54].

### *2. Czynności transakcyjne i potransakcyjne*

Dla odróżnienia usług maklerskich z art. 69 ust. 2 pkt 1 i 2 ObrInstrFinU m.in. od usług związanych z prowadzeniem rachunków papierów wartościowych i rejestrowaniem instrumentów finansowych (art. 69 ust. 4 pkt 1

[50] *M. Krajewski*, w: *M. Stec* (red.), SPH, t. 5b, s. 48–49.

[51] *P. Izdebski*, Zasady, *passim*.

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

[53] Art. 73 ust. 2 ObrInstrFinU.

[54] Art. 27 ust. 1 zd. 2 MIFID II, art. 64 ust. 2 rozporządzenia 565/2017.

ObrInstrFinU) istotny jest podział na czynności transakcyjne i potransakcyjne[55]. **Czynności transakcyjne** dotyczą transakcji, czyli **złożenia zlecenia i zawarcia umowy sprzedaży instrumentów finansowych**. Obejmują one w szczególności pośrednictwo w zawieraniu umów przenoszących instrumenty finansowe. Takie pośrednictwo jest wykonywane przez firmy inwestycyjne.

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

1) **rozliczenie** (*clearaning*), czyli ustalenie zobowiązań kupującego i sprzedającego;
2) **rozrachunek** (*settlement*), czyli realizację transakcji na instrumentach finansowych w celu wykonania zobowiązań stron danej transakcji poprzez transfer środków pieniężnych lub papierów wartościowych, lub obu tych elementów. Czynności na rynku potransakcyjnym są wykonywane przez podmioty, które nie muszą posiadać statusu firmy inwestycyjnej. Mogą to być kontrahenci centralni (*CCP – central counterparty*), centralne depozyty papierów wartościowych (*CSD – central securities depository*), banki i depozytariusze. Ich działalność jest regulowana innymi przepisami m.in. CSDR[56]. Struktura relacji prawnych na międzynarodowym rynku potransakcyjnym jest skomplikowana. Składają się na nią często łańcuchy pośredników[57].

Podział na czynności transakcyjne i potransakcyjne ma odbicie w podziale na zlecenia i dyspozycje niebędące zleceniem, w szczególności instrukcje rozliczeniowe. Polecenie wykonania czynności potransakcyjnych ma różne nazwy zależne od podmiotu dokonującego transferu instrumentów finansowych, rynku, na którym dokonano transakcji i etapu działań potransakcyjnych. Może to być np. dyspozycja[58], zlecenie rozrachunku, instrukcja[59].

Osoba, która zawarła umowę cywilnoprawną (np. umowę sprzedaży akcji) bez pośrednictwa firmy inwestycyjnej, a następnie składa dokumenty w firmie inwestycyjnej lub banku powierniczym w celu zapisania papierów wartościo-

---

[55] *B. Wróbel*, *K. Nakoneczny*, *M. Kapis*, *M. Pajkowska*, *A. Zielińska*, *E. Budrewicz*, Systemy, s. 23–28.

[56] The Giovanni Group, Cross-Border, s. 4–6; European Post Trade Forum, EPTF Report, s. 15–19; Deutsche Boerse Group, The European, s. 7–10; *N. Moloney*, EU securities, s. 523–527.

[57] *E. Ferran*, Shareholder, s, 512–514.

[58] § 90 ust. 3 i 4 oraz § 91 TrybWarPostFIR.

[59] KDPW, Szczegółowe, § 27.

wych na rachunku[60] nie jest klientem usługi maklerskiej *sensu stricto*. Zapisanie papierów wartościowych na rachunku jest czynnością potransakcyjną.

### *3. Zapis i dyspozycje dotyczące detalicznych obligacji skarbowych*

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

Pojęcie zapisu wykorzystywane jest w OfertaPublU w kontekście zapisu na papiery wartościowe nowej emisji, w ofercie publicznej[61] oraz w kontekście zapisu w wezwaniu na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej[62]. Niezależnie od szczegółowej kwalifikacji cywilnoprawnej różnych rodzajów „zapisów" zapis jest oświadczeniem woli dotyczącym odpłatnego przeniesienia papieru wartościowego[63]. Jeżeli zostanie on złożony u pośrednika (firmy inwestycyjnej) w celu realizacji (wykonania zlecenia) lub przekazania dalej do realizacji (PPZ), to powinien zostać uznany za zlecenie w rozumieniu § 2 ust. 1 pkt 30 TrybWarPostFIR. Pojęcie **zapisu** jest co do zasady powiązane z procesem **subskrypcji**, tzn. ze sposobem zawierania transakcji, który przewiduje rozłożone w czasie zbieranie oświadczeń woli o nabyciu albo zbyciu instrumentów finansowych po którym następuje co do zasady alokacja instrumentów finansowych i zawarcie transakcji. Taki sposób zawierania transakcji występuje m.in. przy wezwaniu na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej (art. 72a–81 OfertaPublU[64]) oraz przy sprzedaży akcji nowej emisji (art. 434–441 KSH). W polskiej praktyce istnieją też inne sposoby zawierania transakcji sprzedaży emitowanych papierów wartościowych niż subskrypcja. Kolejne serie detalicznych obligacji skarbowych są aktualnie sprzedawane w miesięcznych okresach, a sprzedaż odbywa się na zasadzie „kto pierwszy ten lepszy". Przykładowo czteroletnie detaliczne obligacje skarbowe serii COI0427 były oferowane od 1 do 30.4.2023 r. Łączna wartość nominalna obligacji wynosi 8.000.000.000 zł (osiem miliardów złotych), a wartość nominalna jednej obligacji wynosi 100 zł[65]. Emisja obligacji następuje z chwilą rozliczenia zgod-

60 § 90 TrybWarPostFIR.

61 M.in. art. 5a ust. 1, art. 37b ust. 4, art. 51a ust. 2 OfertaPublU.

62 Art. 72a–81 OfertaPublU.

63 *R. Woźniak*, Charakter, s. 16–21; *I.B. Mika*, w: *Z. Jara* (red.), Kodeks, art. 437, Nb 7.

64 Co do kwalifikacji prawnej zapisu w wezwaniu zob. szerzej Rozdział IV § 7 pkt V.

65 Minister Finansów, List.