

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

Zamów książkę w księgarni internetowej

proinfo.pl
księgarnia internetowa

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

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 zarządaniem 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 czeki 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 ujednoczenie 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.

DZIAŁ II

Wtórny obrót instrumentami finansowymi

Rozdział 1

Przepisy ogólne

Art. 14. [Definicja rynku regulowanego]

1. Rynkiem regulowanym w rozumieniu ustawy jest działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

2. Przez zagraniczny rynek regulowany rozumie się rynek regulowany działający na terytorium innego państwa członkowskiego.

3. Do podmiotu prowadzącego zagraniczny rynek regulowany prowadzącego w innym państwie członkowskim ASO lub OTF stosuje się odpowiednio art. 117a.

1. Przepisy działu II u.o.i.f. regulują zagadnienia związane z wtórnym obrotem instrumentami finansowymi. Pojęcie obrotu wtórnego zostało zdefiniowane w art. 3 pkt 7 u.o.i.f.¹ Wtórny obrót instrumentami finansowymi ma zasadniczo charakter zorganizowany, podlega regułom wynikającym z przepisów prawa polskiego oraz unijnego². Reguły te

¹ Zob. szerzej komentarz do art. 3 pkt 7 u.o.i.f.

² W kwestii prawa unijnego zob. szerzej N. Moloney, *EC Securities...*, s. 797–811.

wprowadzają istotne ograniczenia w odniesieniu do zasady swobody umów na komentowanej płaszczyźnie. Ograniczeniom podlega w szczególności swoboda sposobu dokonywania czynności prawnych skutkujących rozporządzeniem prawami inkorporowanymi w instrumentach finansowych. *Ratio legis* wskazanych ograniczeń jest potrzeba ochrony interesów inwestorów i innych uczestników obrotu (przede wszystkim emitentów) oraz interesu publicznego.

2. Komentowany przepis art. 14 ust. 1 u.o.i.f. definiuje pojęcie rynku regulowanego. Potrzebę zdefiniowania pojęcia rynku regulowanego prawodawca unijny wskazał już w motywie 6 preambuły dyrektywy MiFID I, obecnym źródłem tej definicji jest zaś art. 4 ust. 1 pkt 21 dyrektywy MiFID II. Artykuł 14 ust. 1 u.o.i.f. transponuje powyższe pojęcie na grunt prawa polskiego³. Związana z transpozycją MiFID II z 2018 r. sprowadza się do zmiany składowej definiensu – w miejsce wskazania, że rynek regulowany jest „systemem obrotu instrumentami finansowymi”, wskazano, że jest „wielostronnym system zawierania transakcji”⁴.
3. Rynek regulowany jest jedną z platform (segmentów) „obrotu zorganizowanego” instrumentami finansowymi. Funkcjonuje on w tym charakterze obok ASO (art. 3 pkt 2 i art. 78 u.o.i.f.), względem której cechuje go wyższy poziom zorganizowania, a przez to większe wymagania stawiane emitentom. Prawodawca unijny w motywie 6 preambuły do MiFID I zwrócił uwagę na konieczność zapewnienia przez państwa członkowskie jednolitego poziomu zorganizowania obydwu segmentów z uwagi na potrzebę zapewnienia bezpieczeństwa transakcji oraz koncentracji popytu i podaży, co prowadzi do zwiększenia ochrony interesów inwestorów – podejście to pozostaje aktualne pod rządami MiFID II. Dodatkowo rynek regulowany wraz z ASO i OTF zalicza się do systemów obrotu instrumentami finansowymi⁵.
4. Definicja pojęcia rynku regulowanego składa się z kilku elementów⁶. Po pierwsze, ustawodawca wskazuje, że rynek regulowany to rodzaj systemu wielostronnego, służącego do zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe i mającego charakter zorganizowany. Definicja ta odnosi się do funkcjonalnej, a nie podmiotowej płaszczyzny funkcjonowania rynku regulowanego⁷. W dalszej kolejności wskazuje się, że rynek regulowany:

³ W brzmieniu związanym z przyjęciem pakietu MiFID II/MiFIR – nadanym przez ustawę z 1.03.2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 685).

⁴ Zob. komentarz do art. 3 pkt 9b u.o.i.f.

⁵ Zob. komentarz do art. 3 pkt 9a u.o.i.f.; por. P. Lasota [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2018, art. 14 u.o.i.f., nt 1.

⁶ Por. A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, 2012, s. 30; M. Dyl [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 764.

⁷ Jak zauważył Naczelny Sąd Administracyjny: „Rynek regulowany zdefiniowany więc został poprzez przeciwstawienie go rynkowi nieregulowanemu, charakteryzującemu się tym, że zawarcie każdej transakcji jest uzgadniane swobodnie przez jej strony. Rynek regulowany stanowi zatem miejsce zawierania transakcji,

- 1) działa w sposób stały, co zapewnia odpowiedni poziom koncentracji popytu i podaży⁸;
 - 2) zapewnia inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych (dążenie do łagodzenia negatywnych efektów asymetrii informacyjnej)⁹;
 - 3) zapewnia inwestorom jednakowe warunki nabywania i zbywania instrumentów finansowych (powszechność i brak uznaniowości¹⁰);
 - 4) dotyczy wyłącznie instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku, a zatem poddanych odpowiednim procedurom uregulowanym w szczególności w ustawie o ofercie publicznej;
 - 5) podlega nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (organem nadzoru jest w Polsce KNF);
 - 6) jest uznany przez państwo członkowskie za spełniający powyższe warunki i wskazany EUNGiPW jako rynek regulowany (zob. również art. 56 dyrektywy MiFID II dotyczący publikowania przez EUNGiPW wykazu rynków regulowanych przygotowanego na podstawie wykazów przekazanych przez państwa członkowskie).
5. Zgodnie z zasadami jednolitości rynku usług finansowych w Unii Europejskiej i jednolitego paszportu europejskiego oraz ze swobodami traktatowymi (swoboda przepływu kapitału, art. 63 TFUE) na terytorium Polski mogą funkcjonować zagraniczne rynki regulowane uznane przez odpowiednie państwo członkowskie i wskazane Komisji Europejskiej (art. 14 ust. 2 i art. 14a u.o.i.f.)¹¹.
6. Podmioty prowadzące zagraniczne rynki regulowane prowadzące w innym państwie członkowskim ASO lub OTF mogą instalować na terytorium Polski systemy informatyczne i urządzenia techniczne umożliwiające dostęp do ASO do OTF podmiotom prowadzącym działalność na terytorium Polski. Takie działania nie wymagają uzyskania zezwolenia KNF, która jednak musi zostać poinformowana przez właściwy zagraniczny organ nadzoru o udzieleniu zezwolenia na organizowanie ASO lub OTF (art. 14 ust. 3 w zw. z art. 117a ust. 1 i 2 u.o.i.f.).

na którym obowiązują reguły narzucone przez władze tego rynku. Reżim ten nie zależy od woli stron transakcji zawieranych na rynku regulowanym i nie może być zmieniony przez nie” – wyrok NSA z 29.05.2019 r., II FSK 1782/17, LEX nr 2701424; por. R. Biskup [w:] *Prawo rynku...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, 2014, s. 665.

⁸ Działanie w sposób stały jest przeciwstawiane działalności nieregularnej i *ad hoc*. Przykładowo EUNGiPW zwraca uwagę, że prowadzenie stałej działalności przez podmioty systematycznie internalizujące transakcje jest jedną z przesłanek testu służącego weryfikacji, czy ich działalność nie wypełnia definicji systemu obrotu instrumentami finansowymi, przy czym dalej urząd ten wskazuje, że takie uznanie jest wykluczone w przypadku działalności *ad hoc*, zob. EUNGiPW, *Questions...*, s. 56–57.

⁹ Por. M. Michalski, *Tajemnice...*, s. 444–445.

¹⁰ Zob. art. 4 ust. 1 pkt 21 dyrektywy MiFID II oraz komentarz do art. 3 pkt 2 u.o.i.f. w przedmiocie wyjaśnienia pojęcia „uznaniowość” w kontekście ASO.

¹¹ Zob. szerzej komentarz do art. 14a u.o.i.f.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi to jedna z najważniejszych regulacji rynku kapitałowego. Celem jej wprowadzenia było wdrożenie rozwiązań służących zwiększeniu konkurencyjności tego rynku i poprawieniu sprawności jego działania.

W książce omówiono m.in.:

- zasady, tryb oraz warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi,
- prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie,
- wykonywanie nadzoru w obszarze obrotu instrumentami finansowymi.

Autorzy komentują poszczególne przepisy ustawy z uwzględnieniem najnowszych nowelizacji, które weszły w życie w 2021 i 2022 r., obejmujących m.in.:

- wymogi kapitałowe dla domów maklerskich, dotyczące tzw. pakietu IFD/IFR, którego celem jest ustanowienie nowego systemu ostrożnościowego;
- udostępnianie przez dostawców usług płatniczych broszury sporządzonej przez Komisję Europejską, zawierającej informacje dla konsumentów o przysługujących im prawach;
- nową regulowaną platformę obrotu instrumentami finansowymi (tzw. zorganizowana platforma obrotu – OTF);
- powszechną dematerializację akcji – całkowitą rezygnację z postaci papierowej dokumentu akcji, które obecnie funkcjonują wyłącznie w formie zapisu na rachunku papierów wartościowych lub w depozycie papierów wartościowych;
- obowiązkową dematerializację obligacji, listów zastawnych i certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte.

Publikacja jest przeznaczona dla prawników zajmujących się rynkiem kapitałowym oraz pracowników funduszy inwestycyjnych, domów maklerskich i banków. Będzie cennym źródłem wiedzy dla brokerów, emitentów papierów wartościowych, maklerów i pracowników spółek giełdowych.



ZAMÓWIENIA:

INFOLINIA: 801 04 45 45
ZAMOWIENIA@WOLTERSKLUWER.PL
WWW.PROFINFO.PL

Kup e-book i czytaj
w aplikacji Smarteca

