

TOWARZYSTWO NAUKOWE ORGANIZACJI I KIEROWNICTWA
Oddział w Rzeszowie
SCIENTIFIC SOCIETY FOR ORGANIZATOR AND MANAGEMENT



**NAJNOWSZE ZMIANY POLSKIEGO
PRAWA PRYWATNEGO I PUBLICZNEGO
A FUNKCJONOWANIE
RYNKÓW FINANSOWYCH**

*Ogólnopolska Konferencja Naukowa
Nałęczów Zdrój
3-5 października 2008 r.*

Rzeszów 2008

Rada Programowo-Naukowa:

Prof. zw. dr hab. Henryk Cioch – przewodniczący – redaktor naukowy

Prof. zw. dr hab. Wojciech Łączkowski

Prof. KUL dr hab. Józef Jan Skoczylas

Prof. dr hab. Jan Łukasiewicz

Dr Michał Chajda – sekretarz naukowy

Recenzent:

Prof. UR dr hab. Stanisław Grobel

Materiały przygotowała do druku:

Teresa Rzegocka-Łukasiewicz

ISBN 978–83–61312–24–6

Druk: „BONUS LIBER” Sp. z o.o.
35-020 Rzeszów, ul. 17 Pułku Piechoty 7
tel. 017 852 59 38

Nowe ujęcie transakcji bezpośredniej w obrocie instrumentami finansowymi

1. Aktualny stan prawny w zakresie umowy sprzedaży zawartej na giełdzie

Giełda jest zorganizowaną formą koncentracji popytu i podaży, a podstawową czynnością giełdową jest umowa sprzedaży zawarta na giełdzie. Zawieranie umów sprzedaży na giełdzie należy do kompetencji firm inwestycyjnych, wyposażonych w atrybut członkostwa giełdowego, czyli poddanych nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i dopuszczonych do obrotów giełdowych przez organy giełdy. Uprawnienie do zawierania umów sprzedaży na giełdzie przez członków giełdy ma charakter ekskluzywny. W ten sposób instytucja członkostwa giełdowego jest wpleciona w koncepcję monopolu maklerskiego. Monopol maklerski nie ogranicza jednak swobód gospodarczych innych osób, przeciwnie – przynosi raczej wiele pożytku. Wiarygodność kontraktowa oraz reputacja zawodowa członków giełdy jest wysoka. Korzyści związane z zasadą monopolu maklerskiego wiążą się głównie z potrzebą zapewnienia tzw. bezpieczeństwa obrotu. Obligatoryjny udział członka giełdy przy zawarciu i wykonaniu umowy sprzedaży (oraz przy innych czynnościach obrotu instrumentami finansowymi) jest jednym z czynników marginalizujących ewentualną niewypłacalność stron umów sprzedaży zawartych na giełdzie. Na etapie ubiegania się o członkostwo giełdowe oraz w fazie wykonywania bieżącej działalności firmom inwestycyjnym stawiane są wysokie wymagania kadrowe, formalne, kapitałowe, organizacyjne, informacyjne oraz inne.

Umowa sprzedaży giełdowej nie jest zdefiniowana w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (u.o.i.f.). Definicję – niewyczerpującą – zawiera natomiast przepis art. 2 pkt 3 ustawy z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych. W doktrynie przez umowę sprzedaży giełdowej rozumie się na ogół czynność prawną dwustronną, dokonaną pomiędzy dwoma członkami giełdy, na giełdzie, w czasie giełdowym, która opiewa na walory giełdowe (instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu giełdowego) i zobowiązuje zbywcę do przeniesienia walorów giełdowych na nabywcę, a nabywcę do zapłacenia ceny sprzedaży¹. Zbliżone ujęcie sprzedaży utrwaliło się w praktyce giełdowej. Umowa sprzedaży zawarta na giełdzie, podobnie jak każda inna umowa sprzedaży, rodzi obowiązek spełnienia dwóch świadczeń, a mianowicie przeniesienia waloru giełdowego w zamian za ekwiwalent pieniężny. Wykonanie umowy sprzedaży zawartej na giełdzie wymaga udziału osoby trzeciej i dochodzi do skutku w charakterystycznym trybie, w drodze wpisu na rachunek rozliczeniowy stron umowy, w ramach giełdowego cyklu rozliczeniowego. Wpis na rachunek jest dokonywany przez izbę rozliczeniową (KDPW SA) i pociąga za sobą umorzenie zobowiązania w wyniku spełnienia świadczenia przez osobę trzecią. Członek giełdy nie może odmówić przyjęcia świadczenia z rąk osoby trzeciej.

2. Transakcja bezpośrednia jako wyjątek od zasady przymusu giełdowego

Pośrednictwo giełdowe wiąże się z dokonywaniem czynności na rzecz klienta (inwestora). Schemat powiązań obligacyjnych w ramach stosunku pośrednictwa giełdowego jest stosunkowo klarowny. Członek giełdy, który uzyskał zezwolenie na wykonywanie czynności maklerskiej pośredniczenia giełdowego (art. 69 ust. 2 pkt 1 i 2 u.o.i.f.), jest uprawniony do zawierania umów o pośrednictwo giełdowe. Głównym świadczeniem pośrednika giełdowego wynikającym z umowy o pośrednictwo giełdowe jest przyjmowanie od klienta dyspozycji (tzw. zleceń) zawarcia umowy sprzedaży na giełdzie i nadawanie im dalszego biegu, w drodze złożenia na giełdę oferty zawarcia umowy

¹ Szerzej K. Zacharzewski, *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2008, s. 201 i nast.

sprzedaży. Jeżeli umowa sprzedaży dojdzie do skutku, to pośrednik giełdowy jest zobowiązany ją wykonać, jako strona. Na ogół przed złożeniem oferty pośrednik udziela izbie rozliczeniowej pokrycia, w formie waloru giełdowego albo środków pieniężnych (blokada rachunku). Po zawarciu umowy sprzedaży izba rozliczeniowa obciąża rachunek pośrednika w zakresie świadczenia, które pośrednik powinien spełnić oraz uznaje rachunek pośrednika w zakresie świadczenia, którego pośrednik może się domagać na podstawie umowy sprzedaży. Następnie pośrednik wydaje klientowi to, co uzyskał (jako pośredni zastępca klienta). Zazwyczaj przed udzieleniem dyspozycji klient udziela pośrednikowi pokrycia, w formie waloru giełdowego albo środków pieniężnych (blokada rachunku). Pośrednik obciąża rachunek klienta w zakresie świadczenia, które klient powinien spełnić oraz uznaje rachunek klienta w zakresie świadczenia, którego klient może się domagać w związku z udzieloną dyspozycją.

W aktualnym stanie prawnym typowa (w praktyce) sekwencja czynności prowadzących do zmiany w majątku klienta obejmuje udzielenie pośrednikowi dyspozycji zawarcia na giełdzie umowy sprzedaży, w wyniku czego pośrednik na giełdę kieruje swoją ofertę. Taka konfiguracja czynności wiąże się z koncepcją przymusu giełdowego (*Börsenzwang*²), która opiera się na prostym założeniu, że członkowie giełdy właśnie na giełdzie zawierają umowy sprzedaży opiewające na walory giełdowe. Przymus giełdowy odnosi się do aktywności członków giełdy zawierających umowy sprzedaży we własnym imieniu i na swój rachunek. Członek giełdy występuje wtedy w roli kupca umownego (dilera). Przymus giełdowy wiąże się również z zawieraniem umów sprzedaży we własnym imieniu i na rachunek klienta, a członek giełdy wciela się wówczas w rolę pośrednika (zastępcy) giełdowego. Korzyści płynące z koncepcji przymusu giełdowego wynikają m.in. z uwarunkowań rynkowych. Właśnie obrót giełdowy jest poddany najdalej idącej ingerencji organów nadzoru giełdowego, właśnie na giełdzie notowane są najbardziej płynne walory giełdowe, wyemitowane przez emitentów o najwyższej wiarygodności.

Zasada przymusu giełdowego doznaje jednak kilku wyjątków. Walory giełdowe mogą być notowane w obrocie pozagiełdowym, zorganizowanym na nieco innych (mniej rygorystycznych) zasadach,

² Zob. S. Kumpel, *Bank - und Kapitalmarktrecht*, Köln 1995, s. 746; C.P. Clausen, *Bank - und Börsenrecht*, München 1996, s. 389 i nast.

niż giełda (art. 33 i nast. u.o.i.f.). Przede wszystkim dopuszczenie walorów giełdowych do obrotu pozagiełdowego wymaga spełnienia mniej krępujących i licznych wymogów, są to więc z reguły walory o nieco mniejszej płynności, emitowane przez osoby o nieco mniejszej wiarygodności. Jeszcze bardziej liberalny pod względem przesłanek wszczęcia notowań jest alternatywny system obrotu, zorganizowany na innych zasadach, niż giełda i rynek pozagiełdowy (art. 78 u.o.i.f.).

Transakcję bezpośrednią również można zaliczyć do grupy wyjątków (szeroko rozumianych) od zasady przymusu giełdowego. Instytucja transakcji bezpośredniej nie jest jednak związana z rozluźnieniem rygorów stawianych segmentowi rynku zorganizowanego, bądź z rozluźnieniem rygorów stawianych walorom giełdowym przeznaczonym do notowań. Transakcja bezpośrednia jest bowiem charakterystycznym układem stosunków prawnych pomiędzy pośrednikiem giełdowym i jego klientem, nie zaś organizacyjno-prawną formułą obrotu walorami giełdowymi na rynku zorganizowanym.

3. Podstawowe założenia konstrukcji prawnej transakcji bezpośredniej

Transakcja bezpośrednia jest instytucją, którą należy rozpatrywać w konfiguracji zastępstwa pośredniego (giełdowego). Ustrój prawny zastępstwa giełdowego polega na tym, że pośrednik na podstawie dyspozycji klienta zawiera umowę sprzedaży na giełdzie. Na tle zastępstwa giełdowego można zatem, tradycyjnie, wyodrębnić stosunek wewnętrzny oraz stosunek zewnętrzny. Stosunek wewnętrzny kształtuje umowa o pośrednictwo giełdowe, natomiast stosunek zewnętrzny to umowa sprzedaży zawarta na giełdzie, pomiędzy pośrednikiem i osobą trzecią. Klient nie zawiera na giełdzie umów sprzedaży.

Taki układ stosunków prawnych ma doniosłe konsekwencje. Klient w stosunku wewnętrznym jest związany jedynie z pośrednikiem i jedynie względem pośrednika służą klientowi środki prawne (roszczenia, zarzuty, uprawnienia kształtujące). Pośrednik w stosunku zewnętrznym jest zaś związany z osobą trzecią, przy czym świadczenie spełnia na rzecz izby rozliczeniowej, w architekturze giełdowego cyklu rozliczeniowego. Osoba trzecia, z którą pośrednik zawarł umowę sprzedaży, jest klientowi z założenia nieznana (tzw. anonimowość obrotu). Klientowi nie przysługują środki prawne względem osoby

trzeciej (nawet gdyby ją znał), ani względem izby rozliczeniowej, która spełnia świadczenie na rzecz pośrednika giełdowego.

Podstawowa cecha prawna transakcji bezpośredniej polega na przełamaniu prawnego schematu powiązań obligacyjnych w obrębie stosunku zastępstwa pośredniego (giełdowego). Klient udziela pośrednikowi dyspozycji zawarcia umowy sprzedaży na giełdzie, pośrednik nie adresuje jednak dyspozycji klienta do obrotu giełdowego, lecz sam staje się stroną umowy sprzedaży, zawartej z klientem. Transakcja bezpośrednia nie jest więc umową sprzedaży zawartą na giełdzie. Transakcja bezpośrednia jest umową sprzedaży zawartą pomiędzy pośrednikiem giełdowym a klientem, czyli pomiędzy zastępcą pośrednim, a osobą pośrednio zastępowaną. Transakcja bezpośrednia to umowa opiewająca na walor giełdowy, która – *de facto* – dochodzi do skutku poza rynkiem zorganizowanym, ponieważ nie są spełnione kryteria pozwalające na zakwalifikowanie takiej czynności jako umowy zawartej na giełdzie albo w obrocie pozagiełdowym, albo w alternatywnym systemie obrotu. Pośrednik giełdowy nie może zawierać transakcji bezpośrednich z inną osobą, niż jego klient.

4. Transakcja bezpośrednia w polskim prawie giełdowym

Dopuszczalność zawierania transakcji bezpośrednich w obrocie giełdowym pojawiła się wraz z wejściem w życie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i wynika wprost z przepisów prawa (art. 74 u.o.i.f.). W uzasadnieniu do projektu tej ustawy podkreślono potrzebę poszerzenia katalogu działalności maklerskiej i wprowadzenia nowych dróg realizacji zleceń klientów, m.in. transakcji bezpośrednich. Nie usuwa to jednak podstawowych problemów związanych z funkcjonowaniem w praktyce transakcji bezpośredniej – z uwagi na dysproporcjonalne usytuowanie kontrahentów pod względem informacyjnym oraz groźbę naruszenia sfery prawnej klienta przez pośrednika zainteresowanego zawarciem umowy sprzedaży bezpośrednio z klientem.

Podstawowe znaczenie jako źródło prawa transakcji bezpośredniej ma obecnie przepis art. 74 u.o.i.f., który uzyska nowe brzmienie w związku z implementacją dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego

i Rady oraz uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EWG (MiFID). Firma inwestycyjna może wykonać zlecenie nabycia lub zbycia papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, poprzez zawarcie na własny rachunek umowy sprzedaży (transakcji bezpośredniej) ze zleceniodawcą (art. 74 ust. 1). Wykonywanie zleceń we wskazany sposób odbywa się na podstawie umowy o świadczenie usług brokerskich (ust. 2).

Z punktu widzenia uwarunkowań konstrukcyjnych transakcji bezpośredniej *de lege lata* należy zwrócić uwagę także na przepisy §§ 75-80 rozporządzenia MF z dnia 28 grudnia 2005 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych (Dz. U. 2006 Nr 2, poz. 8). Szczegółowy tryb i warunki postępowania firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych odnosi się także do zawierania transakcji bezpośrednich.

Firma inwestycyjna może wykonywać zlecenia nabycia lub zbycia papierów wartościowych, dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, poprzez zawieranie na własny rachunek transakcji bezpośrednich z dającym zlecenie, o ile klient w umowie o świadczenie usług brokerskich wyraził zgodę na taki sposób wykonywania składanych przez niego zleceń. Na firmie inwestycyjnej ciąży obowiązek prowadzenia, na podstawie odpowiedniego regulaminu, listy instrumentów finansowych, które mogą być przedmiotem transakcji bezpośrednich oraz udostępnienia tej listy do wiadomości klientów (§ 75).

Liczne rozwiązania przyjęte w rozporządzeniu są poświęcone mechanizmom zapobiegającym naruszeniu interesów klienta.

Przede wszystkim zawarcie przez firmę inwestycyjną transakcji bezpośredniej nie może doprowadzić do wykonania zlecenia klienta na warunkach gorszych niż warunki, na jakich to zlecenie mogłoby zostać wykonane przez zawarcie transakcji w obrocie zorganizowanym (§ 79). Ta ważna prawidłowość ogranicza groźbę naruszenia sfery prawnej klienta w wyniku zawarcia przez pośrednika transakcji bezpośredniej po cenie niekorzystnej dla klienta. W przypadku transakcji bezpośredniej cena instrumentu finansowego powinna odzwierciedlać aktualne warunki rynkowe dla danego instrumentu, chociaż może być różnicowana w zależności od rozmiaru transakcji (§ 76).

Na firmie inwestycyjnej spoczywa obowiązek kwotowania, tj. upowszechniania w sposób ciągły cen kupna i sprzedaży, po jakich transakcje bezpośrednie mogą być zawierane wraz ze wskazaniem wielkości zleceń, które mają być realizowane po tych cenach, lecz

tylko w przypadku wybranych (najbardziej płynnych) walorów giełdowych. Firma inwestycyjna prowadzi osobną listę papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem transakcji bezpośrednich, zawieranych w związku z obowiązkiem kwotowania. W przypadku kwotowanych papierów wartościowych firma inwestycyjna jest obowiązana zawierać transakcje bezpośrednie w zakresie papierów wartościowych wpisanych na listę wyłącznie po cenach kwotowanych. W szczególnie uzasadnionych przypadkach, jeżeli wymaga tego bezpieczeństwo obrotu lub interes jego uczestników, firma inwestycyjna może zawiesić kwotowania. Informacje obejmujące przyczynę zawieszenia oraz, w miarę możliwości, planowany termin wznowienia kwotowań upowszechniane są w sposób przyjęty dla kwotowania cen papierów wartościowych (§ 77). Przepis § 80 nakłada na firmę inwestycyjną zawierającą transakcje bezpośrednie obowiązek upowszechniania informacji o tych transakcjach niezwłocznie po ich zawarciu.

5. Główne kierunki nowelizacji instytucji transakcji bezpośredniej

Argumentacja przemawiająca za modernizacją reżimu prawnego transakcji bezpośredniej nawiązuje do niebezpieczeństwa naruszenia sfery prawnej klienta przez pośrednika, który ma interes w zawarciu z klientem transakcji bezpośredniej z korzyścią dla siebie. MiFID kładzie nacisk na proporcjonalne usytuowanie pośrednika i klienta pod względem informacyjnym. Można powiedzieć, że ideą przewodnią nowelizacji u.o.i.f. w zakresie transakcji bezpośredniej jest opracowanie szczegółowych uwarunkowań dokonywania tych czynności w taki sposób, aby uniknąć groźby naruszenia interesów gospodarczych klienta w drodze zawarcia umowy niekorzystnej z punktu widzenia narzuconej przez pośrednika ceny sprzedaży.

Z tego względu w nowelizacji przeważają rozwiązania związane z określeniem katalogu walorów, które mogą być przedmiotem transakcji bezpośredniej (najbardziej płynne) oraz ceny waloru, po jakiej transakcja bezpośrednia może dojść do skutku (cena sprawiedliwa; rynkowa). Główny nacisk nowelizacji został położony zatem na aspekty biznesowe, związane z kryterium transparentności i płynności. Transakcje bezpośrednie będą – w praktyce – dostępne dla stosunkowo wąskiego grona klientów, wyróżniających się ze względu na znaczącą wartość

jednostkowej transakcji bezpośredniej zawieranej z ich udziałem. Pod względem informacyjnym nowelizacja u.o.i.f. ma doprowadzić do uzyskania efektu pełnego poinformowania klienta o warunkach zawarcia transakcji bezpośredniej, przy czym warunki zawarcia transakcji bezpośredniej zostaną w założeniu ustawowo zobiektywizowane.

Po nowelizacji katalog źródeł prawa dla transakcji bezpośredniej będzie obejmował ustawę o obrocie instrumentami finansowymi, rozporządzenie MF w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych (w nowym brzmieniu) oraz rozporządzenie Komisji WE nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (rozporządzenie 1287/2006). Znowelizowane przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi będą posługiwały się techniką licznych odesłań do przepisów rozporządzenia 1287/2006.

Po znowelizowaniu u.o.i.f. podstawowe zręby konstrukcyjne transakcji bezpośredniej będzie zawierał przepis art. 73 ust. 2 u.o.i.f., natomiast w przepisie art. 74 u.o.i.f. zostaną przewidziane szczegółowe przesłanki zawierania transakcji bezpośrednich. Ustawodawca utrzyma dopuszczalność zawierania transakcji bezpośrednich. W świetle przepisu art. 73 ust. 2 u.o.i.f. wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może polegać na zawieraniu przez firmę inwestycyjną na własny rachunek umów sprzedaży instrumentów finansowych ze zleciłodawcą. W wyniku implementacji MiFID transakcja bezpośrednia utraci jednak swoją dotychczasową nazwę. Transakcja bezpośrednia po nowelizacji będzie figurowała pod nazwą opisaną „umowy sprzedaży instrumentów finansowych zawartej przez firmę inwestycyjną ze zleciłodawcą”.

Zaproponowane brzmienie przepisu art. 74 u.o.i.f. dubluje w pewnym zakresie rozwiązania przewidziane aktualnie w rozporządzeniu MF z dnia 28 grudnia 2005 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych. Przepis art. 74 ust. 1 u.o.i.f. nakłada na firmę inwestycyjną, która zawiera transakcje bezpośrednie, obowiązek upowszechniania w sposób ciągły cen kupna i sprzedaży, po jakich transakcje te mogą być zawierane wraz ze wskazaniem wielkości zleceń, które mają być wykonywane po tych cenach.

Obowiązek kwotowania wiąże się z ogłaszaniem cen akcji płynnych, przy czym akcje są akcjami płynnymi, jeżeli spełniają warunki określone w przepisie art. 22 ust. 1 rozporządzenia 1287/2006. Przewiduje się więc, że akcje dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym uznaje się za akcje mające płynny rynek wówczas, gdy akcje te znajdują się w obrocie dziennym, wartość swobodnego przepływu wynosi co najmniej 500 mln. euro oraz gdy spełniony jest jeden z następujących warunków: średnia dzienna liczba transakcji na tych akcjach wynosi co najmniej 500 albo wartość średnich dziennych obrotów z tytułu tych akcji wynosi co najmniej 2 mln. euro. Państwa członkowskie mogą jednak w odniesieniu do akcji, dla których są najodpowiedniejszym rynkiem, wystosować powiadomienie o konieczności spełnienia obu tych wymogów jednocześnie. Powiadomienie takie podaje się do wiadomości publicznej. W pewnych okolicznościach akcje niepłynne będą mogły być uznane za akcje płynne (art. 74 ust. 8 u.o.i.f.).

6. Konkluzja

Podstawowy kierunek nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w zakresie transakcji bezpośredniej został wyznaczony przez dążenie do ograniczenia działań pośrednika deprecjonujących sferę interesów klienta. Narzucenie niekorzystnej ceny sprzedaży przy transakcji bezpośredniej stanowi pierwszoplanowy argument przemawiający przeciwko dopuszczalności zawierania umów sprzedaży przez zastępcę pośredniego bezpośrednio z zastępowanym. Polskie prawo giełdowe dopuszcza możliwość zawierania transakcji bezpośrednich, stoi jednocześnie na straży interesów zastępowanego klienta, kształtując dodatkowe przesłanki dopuszczalności zawierania tak skonfigurowanych umów, w zakresie wysokiego ratingu przedmiotu świadczenia (waloru giełdowego) oraz obiektywnej miary szacowania kursu, jeszcze przed zawarciem umowy sprzedaży.

Nowelizacja nie przynosi ze sobą zasadniczych zmian konstrukcji prawnej transakcji bezpośredniej (art. 74 u.o.i.f. przed nowelizacją). Główna różnica legislacyjna pomiędzy aktualnymi i projektowanymi rozwiązaniami prawnymi transakcji bezpośredniej sprowadza się do tego, że ograniczenie zjawiska konfliktu interesów na tle transakcji bezpośredniej będzie miało charakter ustawowy, z licznymi jednak odeślaniami do aktu unijnego, a mianowicie do rozporządzenia 1287/2006.