

# Obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych świadczących usługi w ramach działalności maklerskiej wobec klientów detalicznych

## Streszczenie:

Przedmiotem niniejszego artykułu było przedstawienie obowiązków informacyjnych ciążyących na firmie inwestycyjnej świadczącej usługi w ramach działalności maklerskiej wobec klienta. Są one przejawem w szeroko rozumianej idei ochrony przez informację klienta usług finansowych, w tym także usług inwestycyjnych. Wynikają one przede wszystkim z będącego wyrazem implementacji dyrektywy MiFID rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U.2012.1078), wydanego na podstawie art. 94 ust. 1 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Przedstawiono w nim także w sposób kompleksowy skutki niedochowania przez firmę inwestycyjną tych rozbudowanych obowiązków informacyjnych.

## Słowa kluczowe:

MiFID, obowiązki informacyjne, firma inwestycyjna, klient, klient detaliczny, klient profesjonalny, skutki niedochowania obowiązków informacyjnych

## 1. Uwagi wstępne

Ochrona klienta (przede wszystkim detalicznego) usług maklerskich w Polsce jest gwarantowana przez akty prawa krajowego implementujące dyrektywę MiFID<sup>1</sup>, w zakresie

---

<sup>1</sup> Na MiFID (Markets in Financial Instruments Directive (Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych) składają się trzy unijne akty prawne:

– dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, (Dz. Urz. UE L:145 z dnia 30/04/2004) – zwana dalej dyrektywą 2004/39/WE;

– dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L:241/26 z dnia 02/09/2006) (akt wykonawczy), zwana dalej dyrektywą 2006/73/WE;

– rozporządzenie Komisji Europejskiej 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, dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L:241/1 z dnia 02/09/2006).

ochrony inwestora, tj. przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi<sup>2</sup> wraz rozporządzeniem wykonawczym do niej<sup>3</sup>.

W opracowaniu niniejszym przyjęto rozumienie firmy inwestycyjnej zgodne z definicją legalną tego pojęcia zawartą w słowniczku ustawowym ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z art. 3 pkt 33 u.o.i.f. firmą inwestycyjną jest dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską<sup>4</sup>, zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczna osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadząca na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską. Ustawodawca nie jest do końca jednak konsekwentny, gdyż w rozporządzeniu MF, w jego tytule odróżnił firmy inwestycyjne od banków wykonujących działalność maklerską. Być może uczynił taki zabieg legislacyjny, żeby nie było wątpliwości, że rozporządzenie to ma zastosowanie także do banków (patrz zwłaszcza § 26 pkt 1 rozporządzenia MF), niemniej jednak brak tu spójności z definicją legalną tego pojęcia zawartą w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, będącą podstawą do jego wydania<sup>5</sup>.

Rozporządzenie Ministra Finansów definiuje także klienta<sup>6</sup> jako osobę fizyczną, osobę prawną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, która zawarła z firmą inwestycyjną lub bankiem, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., umowę o świadczenie usług maklerskich<sup>7</sup> lub z bankiem powierniczym umowę o prowadzenie rachunku papierów wartościowych oraz podmiot, o którym mowa w art. 8a ust. 2 u.o.i.f., który zawarł z firmą inwestycyjną albo z bankiem powierniczym umowę o prowadzenie rachunku zbiorczego – w zakresie praw i obowiązków wynikających z umowy o prowadzenie tego rachunku. Natomiast ustawa o obrocie instrumentami finansowymi

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz. U. z 2010, nr 211, poz. 1384 ze zm.), zwana dalej u.o.i.f.

<sup>3</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U.2012.1078), wydane na podstawie art. 94 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., zwane dalej: rozporządzeniem MF.

<sup>4</sup> Zdefiniowana w art. 69 ust.2 u.o.i.f. obejmująca wykonywanie czynności polegających m.in. na przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych; wykonywaniu zleceń na rachunek dającego zlecenia; nabywaniu lub zbywaniu na własny rachunek instrumentów finansowych; zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych; doradztwie inwestycyjnym.

<sup>5</sup> Szerzej w literaturze na temat zakresu pojęcia firmy inwestycyjnej patrz: E. Fojcik-Mastalska, *Instytucja finansowa i instytucja kredytowa w projekcie nowelizacji Prawa bankowego*, „Prawo Bankowe” 2001, nr 5.

<sup>6</sup> Zob. § 2 pkt 6 rozporządzenia MF. Pojęcie „klient” pozostaje także w relacji z pojęciem „usługi maklerskiej” i „umowy o świadczenie usług maklerskich”. Usługa maklerska to wykonywane przez firmę inwestycyjną lub bank na rzecz klienta czynności wskazanych w art. 69 ust. 2 i 4 u.o.i.f. mieszczących się w pojęciu działalności maklerskiej (§ 2 pkt 4 rozporządzenia MF). Z kolei umowa o świadczenie usług maklerskich to umowa, na podstawie której świadczone są przez firmę inwestycyjną lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., usługi maklerskie (§ 2 pkt 5 rozporządzenia MF).

<sup>7</sup> Tzw. usługi inwestycyjne świadczone przez firmy inwestycyjne. Usługa maklerska to wykonywanie przez firmę inwestycyjną lub bank na rzecz klienta czynności wskazanych w art. 69 ust. 2 i 4 u.o.i.f., mieszczących się w pojęciu działalności maklerskiej (§ 2 pkt 4 rozporządzenia MF). Z kolei umowa o świadczenie usług maklerskich to umowa, na podstawie której świadczone są przez firmę inwestycyjną lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 u.o.i.f., usługi maklerskie (§ 2 pkt 5 rozporządzenia MF).

w słowniczku ustawowym zawiera definicję klienta profesjonalnego (art. 3 ust. 1 pkt 39b u.o.i.f.). Jest to podmiot, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług mieszczących się w pojęciu działalności maklerskiej, który posiada doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami, oraz jest m.in.: bankiem, firmą inwestycyjną, zakładem ubezpieczeń, funduszem inwestycyjnym lub towarzystwem funduszy inwestycyjnych. W ustawie tej zawarto też definicję klienta detalicznego (art. 3 ust. 1 pkt 39c u.o.i.f.) – jako podmiotu niebędącego klientem profesjonalnym, na którego rzecz jest lub ma być świadczona taka usługa. Ponadto, w zależności od potrzeb klienta, ustawa przewiduje możliwość zmiany ustawowej kategorii klienta i objęcia go tym samym, niższym lub wyższym poziomem ochrony (art. 3a u.o.i.f.) na zasadach i przy spełnieniu warunków określonych w rozporządzeniu w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków wykonujących działalność maklerską, oraz banków powierniczych. Oznacza to, że akty te nie tylko definiują pojęcie „klient”, ale także klasyfikują go (na klienta detalicznego i profesjonalnego, przyznając im różny poziom ochrony).

## 2. Ochrona klienta firmy inwestycyjnej przez informację jako efekt asymetrii informacji

Charakterystyczną cechą rynku instrumentów finansowych jest ogólna asymetria informacji między firmą inwestycyjną a jej klientem (inwestorem). Klienta, który zamierza zainwestować swoje środki w instrumenty finansowe, generalnie cechuje deficyt informacji na temat natury tych instrumentów oraz konsekwencji, jakie wiążą się z dokonaniem inwestycji na rynku finansowym. W trakcie dokonywania transakcji na rynku instrumentów finansowych z reguły występuje rozbieżność pomiędzy zakresem specjalistycznej wiedzy po stronie klienta oraz po stronie firmy inwestycyjnej działającej na jego zlecenie<sup>8</sup>. W rezultacie może dochodzić do sytuacji, w której klient zleca firmie inwestycyjnej dokonanie transakcji na jego rachunek na poziomie nieefektywnym pod względem ekonomicznym<sup>9</sup>. Koszty tej nieefektywności z zasady ponosi klient, który

---

<sup>8</sup> Na temat „niedoświadczenia” klienta na rynku finansowym i konieczności udzielenia rzetelnej informacji nie polegającej jedynie na mechanicznym podpisaniu przez danego klienta informacji, że zapoznał się z czynnikami ryzyka patrz także: A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7, s. 9–10.

<sup>9</sup> Efektywność jest podstawowym postulatem interpretacyjnym szkoły ekonomicznej analizy prawa (ang. *law and economics*). Na temat założeń i metod tej szkoły por. w szczególności H. Kerkmeester, *Methodology: General*, [w:] B. Bouckaert (red.), G. De Geest (red.), *Encyclopedia of Law and Economics. Volume I. The History and Methodology of Law and Economics*, Cheltenham Edward Elgar 2000; R.A. Posner, *Economic Analysis of Law*, Aspen Publishers 2003; S. Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press 2004. W literaturze polskiej por. np. J. Bełdowski, K. Metelska-Szaniawska, *Law & Economics – geneza i charakterystyka ekonomicznej analizy prawa*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 10, s. 51–69; J. Stelmach, *Spór o ekonomiczną analizę prawa*, [w:] J. Stelmach (red.), M. Soniewicka (red.), *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawniczych*, Warszawa 2007, s. 9; R.T. Stroński, *Ekonomiczna*

nabywa produkt niespełniający jego potrzeb albo nie nabywa produktu, jaki mógłby mu potencjalnie przynieść największe korzyści. Asymetria informacyjna przybiera szczególnie znaczące rozmiary w przypadku, gdy klient jest nieprofesjonalistą, tzn. nie zajmuje się stale, zawodowo zawieraniem transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Zjawisko to może dotyczyć zarówno konsumentów, jak i przedsiębiorców, jeżeli prowadzą oni działalność gospodarczą na rynku innego rodzaju niż rynek instrumentów finansowych<sup>10</sup>.

Ochrona przez informację pozwala przywrócić równowagę sił na rynku finansowym, dzięki czemu klient, a zwłaszcza konsument, może stać się jego czynnym uczestnikiem, a nawet, na miarę swoich możliwości, świadomym uczestnikiem. Wynika także z obowiązku lojalnego kontraktowania<sup>11</sup>, co jest szczególnie istotne w kontekście globalizacji obrotu prawnego na rynku finansowym. Obowiązek poinformowania klienta, przede wszystkim tzw. klienta detalicznego (w tym konsumenta), spoczywa także na firmach inwestycyjnych (w tym bankach) świadczących usługi inwestycyjne (usługi w ramach działalności maklerskiej).

Analizując regulacje prawne dotyczące ochrony konsumenta, a także już szerzej – klienta – można zauważyć więc trend, jakim jest ochrona przez informację (transparentność informacji)<sup>12</sup>. Przejawia się ona w ustanowieniu minimalnego wymogu kompletnych, jasnych i adekwatnych informacji, które konsument powinien otrzymać w ściśle określonym momencie – przed zawarciem umowy oraz w samej zawieranej umowie. Obowiązek informacyjny ma służyć przede wszystkim wyrównaniu dysproporcji pomiędzy uczestnikami rynku finansowego oraz zapewnieniu ochrony konsumentowi, którego słabsza pozycja i niewiedza jest bardzo często wykorzystywana.

Ochrona konsumenta to przejaw dążenia do wynagrodzenia mu braków wynikających z nieposiadania specjalistycznej wiedzy oraz naruszenia równowagi między stronami kontraktu. Brak profesjonalnej wiedzy i umiejętności jest „rekompensowany” przez rzetelną i wyczerpującą informację nie tylko na etapie zawierania umów, ale także w fazie dokonywania wyborów poprzedzających jej zawarcie oraz na etapie wykonywania zawartej uprzednio umowy.

Obowiązki informacyjne są obecnie coraz bardziej rozszerzane, zwłaszcza w zakresie specjalistycznych usług finansowych, co znajduje potwierdzenie w najnowszych dyrektywach unijnych dotyczących rynku finansowego oraz w implementujących je aktach prawa krajowego. Akty te realizują ideę ochrony konsumenta opartą na rozbudowanym

---

*analiza prawa czyli w poszukiwaniu efektywności*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2002, nr 3, s. 549; R.T. Stroiński, *Wprowadzenie do ekonomicznej analizy prawa (law and economics)*, [w:] M. Bednarski, J. Wilkin (red.), *Ekonomia dla prawników i nie tylko*, Warszawa 2005, s. 473.

<sup>10</sup> T. Czech, *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej oraz instrumentów finansowych według MiFID*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7, s. 7.

<sup>11</sup> Wyrok SN z dnia 20 czerwca 2006 r., III SK 7/06, OSNP 2007, nr 13–14, poz. 207.

<sup>12</sup> E. Rutkowska, *Ochrona prawna konsumenta w obrocie bankowym* [w:] E. Fojcik-Mastalska (red.), *Prawo bankowe*, Wrocław 2009, s. 283.

obowiązku informacyjnym ciążącym na profesjonalistę – instytucji finansowej, w tym banku i innej firmie inwestycyjnej świadczącej usługi maklerskie. Obowiązek ten przybiera postać bardzo szczegółowych wskazówek co do przedmiotu i zakresu informacji, a także szczegółowego określenia etapu wzajemnych stosunków, na którym taka informacja powinna być udzielona.

Ochrona przez informację w zakresie usług finansowych, także inwestycyjnych, jest szczególnie widoczna w dyrektywie MiFID oraz aktach prawa krajowego ją implementujących, gdzie ustawodawca wprowadził przepisy ustalające zakres informacji, jakie muszą zostać przedstawione przez firmę inwestycyjną klientowi, zwłaszcza detalicznemu, w określonym czasie i zakresie.

### 3. Ogólne założenia ochrony klienta w dyrektywie MiFID

Celem MiFID jest m.in. ochrona klientów – inwestorów<sup>13</sup> (19, 21 i 22 dyrektywy 2004/39/WE). U jej podstaw leży założenie, że firmy inwestycyjne (przedsiębiorstwa inwestycyjne) zobowiązane są działać uczciwie, sprawiedliwie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klientów, przekazywać informacje klientom w sposób rzetelny, niebudzący wątpliwości i niewprowadzający w błąd<sup>14</sup>. Postulat działania uczciwego, sprawiedliwego i profesjonalnego jest realizowany przez dokładnie zdefiniowane obowiązki przedsiębiorstwa w sekcji 2 dyrektywy 2004/39/WE, z dalszym uszczegółowieniem w dyrektywie 2006/73/WE. Skonkretyzowane przejawy tego obowiązku są wymienione w art. 19 ust. 2–8 2004/39/WE.

---

<sup>13</sup> Patrz szerzej: A. Chróścicki, *Ochrona interesów inwestorów*, część I: „Gazeta Ubezpieczeniowa” 2007, nr 49, część II: „Gazeta Ubezpieczeniowa” 2007, nr 50, część III: „Gazeta Ubezpieczeniowa” 2007, nr 51; K. Semczuk, *Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych*, „Prawo Bankowe” 2007, nr 9; K. Semczuk, *Zasada najlepszej realizacji zlecenia na rynku pozagiełdowych instrumentów finansowych po wejściu w życie MiFID*, „Prawo Bankowe” 2008, nr 2; E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona konsumenta na rynku usług finansowych w prawie europejskim na przykładzie najnowszych dyrektyw unijnych*, [w:] H. Litwińczuk (red.), *Prawo europejskie – 5 lat doświadczeń w polskim prawie finansowym*, Warszawa 2011, s. 288-306 Z bogatej literatury anglojęzycznej na temat MiFID por. np. N. Aubry, M. McKee, *MiFID: where did it come from, where is it taking us?*, „Journal of International Banking Law and Regulation” 2007/22(4), s. 177; R.J. Davies, A. Dufour, B. Scott-Quinn, *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, Working Paper Series, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); M. Elderfield, *A Practitioner's Guide to MiFID*, City & Financial Publishing 2007; J.-R. Giraud, C. D'Hondt, *MiFID: Convergence Towards a Unified European Capital Markets Industry*, Risk Books 2006; P. Nelson, *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID*, Cambridge University Press 2008.

<sup>14</sup> W art. 19 ust. 1 dyrektywy 2004/39/WE wprowadza się ogólny obowiązek rzetelności zgodnie z którym świadcząc usługi inwestycyjne lub usługi pomocnicze, firma inwestycyjna musi działać uczciwie, sprawiedliwie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami swoich klientów (obecnych oraz potencjalnych).

Dyrektywa MiFID wprowadza nowe zasady klasyfikacji klientów i rozróżnia ich trzy kategorie: klienci detaliczni<sup>15</sup>, klienci profesjonalni (branżowi)<sup>16</sup> i uprawnieni kontrahenci<sup>17</sup>. U podstaw takiej kategoryzacji klientów leży uznanie, że różnym typom klientów należy zapewnić inny poziom ochrony oraz przekazać odpowiednie informacje na temat produktów i usług inwestycyjnych świadczonych przez firmę inwestycyjną. Ocenianie wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego klientów ma na celu także stwierdzenie, czy mają odpowiednie przygotowanie do zawierania transakcji na danym instrumencie.

MiFID rozróżnia więc trzy kategorie klientów, różnicując tym samym poziom przyznawanej ochrony w zależności od poziomu wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego klientów z danej kategorii. Największym zakresem ochrony MiFID nakazuje obejmować klientów detalicznych. Do kategorii tej zalicza się podmioty, które nie spełniają wskazanych w dyrektywie warunków pozwalających na zakwalifikowanie ich do kategorii z mniejszym poziomem ochrony – a więc tzw. klientów branżowych (profesjonalnych) oraz uprawnionych kontrahentów<sup>18</sup>.

MiFID dopuszcza możliwość zniesienia ochrony pewnych klientów detalicznych – klienci profesjonalni, na ich wniosek, mogą być traktowani jak klienci detaliczni i odwrotnie – aby klienci detaliczni mogli zrezygnować z przyznanego im najszerszego zakresu ochrony i być traktowani jak klienci profesjonalni, pod warunkiem wypełnienia ściśle określonych kryteriów<sup>19</sup>. Przedsiębiorstwa inwestycyjne są zobowiązane do

<sup>15</sup> W świetle art. 4 dyrektywy 2004/39/WE każdy klient niebędący klientem branżowym jest klientem detalicznym.

<sup>16</sup> Zgodnie z definicją dyrektywy 2004/39/WE, klient, który posiada doświadczenie, wiedzę i fachowość umożliwiające podejmowanie niezależnych decyzji inwestycyjnych i właściwe ocenianie ryzyka, z którym się one wiążą. Są o m.in. instytucje kredytowe, zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne, podmioty lokalne itp. Szczegółową listę zawiera załącznik II dyrektywy 2004/39/WE.

<sup>17</sup> Art. 24 ust 2 dyrektywy 2004/39/WE wprowadza trzecią kategorię – kontrahentów uprawnionych. Są to: instytucje kredytowe, przedsiębiorstwa inwestycyjne, inne uprawnione lub regulowane instytucje finansowe, zakłady ubezpieczeń, fundusze zbiorowego inwestowania, fundusze emerytalne i spółki zarządzające takimi funduszami, krajowe władze rządowe i ich urzędy, banki centralne, organizacje pozakrajowe, inni klienci branżowi uznani przez Państwa Członkowskie jako uprawnieni kontrahenci.

<sup>18</sup> Do tych dwóch ostatnich kategorii zalicza się przede wszystkim profesjonalnych uczestników rynku finansowego, których wiedza, doświadczenie i fachowość umożliwiają podejmowanie niezależnych decyzji inwestycyjnych oraz dokonywanie właściwych ocen ryzyka związanego z danym produktem inwestycyjnym. Są to zatem podmioty, takie jak: banki, firmy inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne itp.

<sup>19</sup> Rezygnacja przez klienta detalicznego z przysługującego mu najszerszego zakresu ochrony nie może odbywać się w drodze bezkrytycznego przyjmowania oświadczeń złożonych przez klienta bez podstawowej przynajmniej weryfikacji przez firmę inwestycyjną zgodności ich treści z przynajmniej najbardziej oczywistymi elementami stanu faktycznego. Aby była ona skuteczna, podmiot świadczący usługi inwestycyjne na rzecz danego klienta detalicznego musi tak czy inaczej dokonać oceny jego fachowości, doświadczenia oraz wiedzy. Jedynie gdy ocena ta daje gwarancję, że klient detaliczny jest w stanie podejmować niezależne decyzje inwestycyjne i rozumie ryzyko z nimi związane, może on być traktowany jak klient profesjonalny. Zakwalifikowanie danego klienta do grupy klientów profesjonalnych jest rozwiązaniem z oczywistych względów kuszącym dla firmy inwestycyjnej – niosącym szereg ułatwień przy świadczeniu usług. Aby zapobiec automatyzmowi przy zaliczaniu klientów detalicznych do kategorii klientów profesjonalnych, MiFID nakazuje wprowadzanie odpowiednich procedur w tym zakresie, obejmujących m.in. konieczność skierowania do klienta wyraźnego ostrzeżenia dotyczącego konsekwencji utraty wyższego poziomu ochrony, konieczność odebrania pisemnego oświadczenia, że dany klient jest świadomy tych konsekwencji itd.

powiadamiania swoich dotychczasowych i nowych klientów o dokonaniu podziału na kategorie (art. 28 dyrektywy 2006/73/WE).

Dyrektywa MiFID nakłada obowiązki na firmy inwestycyjne w celu zwiększenia ochrony klientów indywidualnych. Reguluje wymagania odnośnie do pięciu obszarów dostarczanych informacji. Warunki ogólne przekazywanych informacji określa art. 27 dyrektywy 2006/73/WE, wskazując, że informacje przekazywane przez przedsiębiorstwa inwestycyjne nie mogą podkreślać korzyści bez wskazania potencjalnych zagrożeń, mają być przedstawione w sposób zrozumiały dla przeciętnego przedstawiciela grupy, do której są adresowane, nie powinny ukrywać, umniejszać żadnych istotnych elementów.

Informacje przekazywane przez przedsiębiorstwa inwestycyjne klientowi muszą dotyczyć: firmy inwestycyjnej i świadczonych przez nią usług<sup>20</sup>, szczegółowego wyjaśnienia charakteru instrumentu finansowego i opisu ryzyka, jakie się z nim wiąże<sup>21</sup>, wszelkich kosztów<sup>22</sup>.

W kontekście zagadnienia redukcji asymetrii informacyjnej w szczególności należy zwrócić uwagę na przepisy, które nakładają na firmę inwestycyjną powinność oceny, czy dana usługa inwestycyjna lub instrumenty finansowe mają odpowiedni (adekwatny) charakter dla klienta (art. 19 ust. 4–6 dyrektywy 2004/39/WE, art. 35–38 dyrektywy 2006/73). MiFID nakłada na firmy inwestycyjne konieczność dokonania oceny odpowiedniości<sup>23</sup> (art. 19 ust 4 dyrektywy 2004/39/WE) w przypadku świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania pakietem akcji. Przedsiębiorstwo inwestycyjne powinno uzyskać od klienta informacje, które pozwolą ocenić, czy transakcja spełnia cele inwestycyjne klienta, klient rozumie i jest w stanie ponieść ryzyko finansowe związane z transakcją. Przepisy te zobowiązują firmę inwestycyjną do podjęcia działań w celu uzyskania wiadomości na temat klienta, tak aby ustalić istotne elementy jego indywidualnej sytuacji pod kątem inwestycji na rynku instrumentów finansowych (zasada „poznaj swojego klienta”). Na podstawie pozyskanych wiadomości firma inwestycyjna jest w stanie dostosować do specyfiki klienta sposób wykonania zleconej usługi inwestycyjnej, zwiększając – w interesie klienta – efektywność ekonomiczną takiej usługi.

---

<sup>20</sup> Zdefiniowane są w art. 19 ust. 3 dyrektywy 2004/39/WE i art. 30 dyrektywy 2006/73/WE.

<sup>21</sup> Opis ryzyka powinien: zawierać opis dźwigni finansowej, wyjaśniać zmienność ceny lub dostępności, zawierać ostrzeżenie o możliwości przyjęcia dodatkowych zobowiązań w związku z transakcją na danym instrumencie, oraz o możliwości dodatkowych zobowiązań związanych z uzupełnianiem zabezpieczeń. Przedsiębiorstwo finansowe musi dokładnie opisać składniki i mechanizm ryzyka w przypadku instrumentów złożonych z kilku instrumentów lub usług. Transakcje na instrumentach, obejmujących gwarancje stron trzecich, są zabronione dla klientów detalicznych. Państwa członkowskie mogą określić dodatkowe warunki i wymogi dotyczące opisu ryzyka – art. 31 dyrektywy 2006/73/WE.

<sup>22</sup> Określa je art. 33 dyrektywy 2006/73/WE, zgodnie z którym przedsiębiorstwo inwestycyjne jest w obowiązku podać łączną cenę usługi. Jeżeli podanie ceny nie jest możliwe, to należy przedstawić weryfikowalną podstawę obliczania ceny. W przypadku wystąpienia opłat w walucie należy podać obowiązujący kurs i ewentualny koszt wymiany. Klient musi być również poinformowany o wszelkich innych kosztach, które nie są płatne za pośrednictwem przedsiębiorstwa inwestycyjnego, zwłaszcza o podatkach.

<sup>23</sup> Szerzej: T. Czech, *op. cit.*, s. 20–21.

Niepodanie informacji przez klienta powoduje, że przedsiębiorstwo inwestycyjne nie może zalecać usług klientowi (art. 35, 37 dyrektywy 2006/73/WE).

W przypadku oferowania usług innych niż dotyczące doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania pakietem akcji, konieczne jest przeprowadzenie oceny ogólnej adekwatności (art. 19 ust 5 dyrektywy 2004/39/WE). Ocenie powinna podlegać możliwość prawidłowej oceny ryzyka i oferowanych produktów i usług inwestycyjnych (art. 36, 37 dyrektywy 2006/73/WE).

Przejawem ochrony inwestora jest także obowiązek najlepszego wykonania odnoszący się do wszystkich rodzajów instrumentów finansowych, który określa art. 21 dyrektywy 2004/39/WE z dalszymi uściśleniami w dyrektywie 2006/73/WE (sekcja 5). Najlepsze wykonanie dotyczy m.in. ceny, kosztów, czasu realizacji, prawdopodobieństwa realizacji. Przedsiębiorstwa inwestycyjne mają obowiązek ustanowienia i realizowania odpowiedniej polityki realizacji zleceń, w ogólności w odniesieniu do każdego rodzaju instrumentu. Przedsiębiorstwo inwestycyjne powinno poinformować klienta o polityce realizacji zlecenia i uzyskać zgodę na jej realizację. W następstwie tego przedsiębiorstwo musi być w stanie udowodnić klientowi, że zlecenia były realizowane zgodnie z przedstawioną i zaakceptowaną polityką.

#### **4. Zasady postępowania firm inwestycyjnych (w tym banków) z klientami w zakresie obowiązków informacyjnych w świetle rozporządzenia MF**

Zasady kontaktów firm inwestycyjnych z klientami, w tym w zakresie wypełniania przez nich obowiązków informacyjnych wobec klientów, określa przede wszystkim rozdział 2 rozporządzenia MF „Tryb i warunki postępowania firm inwestycyjnych w kontaktach z klientami”.

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 żądania traktowania go jak klienta detalicznego, o którym mowa w art. 3a ust. 2 u.o.i.f. (§ 3 ust. 1 rozporządzenia MF). Zgodnie z art. 3a ust. 2 u.o.i.f., firma inwestycyjna na pisemne żądanie podmiotu innego niż klient profesjonalny i w zakresie określonym w takim żądaniu może uznać go za klienta profesjonalnego, pod warunkiem że posiada on wiedzę i doświadczenie pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również ma 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 maklerskich, których żądanie dotyczy. Warunek dopuszczalności zmiany klienta detalicznego na profesjonalnego, uważa się za zachowany w przypadku, gdy dany podmiot spełnia co najmniej dwa z wymienionych wymogów (§ 5 ust. 1 rozporządzenia MF): zawierał transakcje o wartości stanowiącej co



najmniej równowartość w złotych 50.000 euro<sup>24</sup> każda, na odpowiednim rynku, ze średnią częstotliwością co najmniej 10 transakcji na kwartał w ciągu czterech ostatnich kwartałów; wartość portfela instrumentów finansowych tego podmiotu łącznie ze środkami pieniężnymi wchodzącymi w jego skład wynosi co najmniej równowartość w złotych 500.000 euro; 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.

Firma inwestycyjna przed uwzględnieniem żądania klienta detalicznego o traktowaniu go jako profesjonalnego obowiązana jest poinformować podmiot występujący z żądaniem o zasadach traktowania klientów profesjonalnych przy świadczeniu usług maklerskich. Warunkiem uwzględnienia przez firmę inwestycyjną tego żądania jest złożenie przez klienta pisemnego oświadczenia o znajomości zasad traktowania przez firmę inwestycyjną klientów profesjonalnych i o skutkach traktowania go jak klienta profesjonalnego.

Firma inwestycyjna na pisemne żądanie klienta profesjonalnego i w zakresie określonym w tym żądaniu może uznać go za klienta detalicznego (może także go uznać pomimo braku takiego żądania).

W przypadku uwzględnienia żądania klienta profesjonalnego traktowania go jak klienta detalicznego, 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. Firma inwestycyjna stosuje wobec tego klienta przepisy rozporządzenia określające zasady traktowania przez firmy inwestycyjne klientów detalicznych.

Firma inwestycyjna opracowuje i wdraża pisemną procedurę postępowania w przypadkach otrzymania żądania traktowania klienta profesjonalnego jako klienta detalicznego oraz żądania klienta detalicznego traktowania go jako klienta profesjonalnego<sup>25</sup>.

Klienci zobowiązani są do przekazywania informacji o zmianach danych, które mają wpływ na możliwość traktowania danego klienta jak klienta profesjonalnego. Firma inwestycyjna, w przypadku powzięcia informacji, że klient przestał spełniać warunki pozwalające na traktowanie go jak klienta profesjonalnego, podejmuje działania zmierzające do zmiany statusu klienta na potrzeby świadczenia na jego rzecz usług maklerskich, chyba że klient złoży żądanie i spełnia warunki niezbędne do uznania go za klienta profesjonalnego.

Klient profesjonalny, z którym firma inwestycyjna, w ramach świadczenia usługi wykonywania zleceń, usługi przyjmowania i przekazywania zleceń lub w ramach nabywania, lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek, zawiera transakcje

---

<sup>24</sup> Równowartość kwot wyrażonych w euro jest ustalana przy zastosowaniu średniego kursu euro ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu poprzedzającym datę złożenia żądania.

<sup>25</sup> § 6 ust. 1 rozporządzenia MF.

lub pośredniczy w ich zawieraniu, jest uprawnionym kontrahentem<sup>26</sup>. Z uwagi na to, że jest on klientem profesjonalnym, objętym najmniejszym zakresem ochrony, zasadniczo przepisy dotyczące obowiązków informacyjnych są w stosunku do niego wyłączone. W przypadku jednak uwzględnienia przez firmę inwestycyjną przedstawionego przez uprawnionego kontrahenta żądania traktowania go jak klienta detalicznego<sup>27</sup> lub profesjonalnego, w związku z zawieraniem transakcji, firma inwestycyjna stosuje wobec tego klienta przepisy rozporządzenia określające zasady traktowania przez firmy inwestycyjne klientów odpowiednio detalicznych lub profesjonalnych. Żądanie to może mieć charakter ogólny w odniesieniu do danej firmy inwestycyjnej lub dotyczyć określonych w nim transakcji w odniesieniu do usług maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną.

## **5. Ogólne wymogi dotyczące informacji kierowanych przez firmę inwestycyjną do klientów**

Firma inwestycyjna, prowadząc działalność maklerską, jest zobowiązana do działania w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klientów<sup>28</sup>.

Rozporządzenie Ministra Finansów formułuje pewne nakazy i zakazy dotyczące informacji przekazywanych klientowi lub potencjalnemu klientowi, wychodząc z ogólnego założenia, że nie mogą one wprowadzać w błąd.

Wszelkie informacje kierowane przez firmę inwestycyjną do klientów lub potencjalnych klientów, w tym informacje upowszechniane przez firmę inwestycyjną w celu reklamy lub promocji świadczonych przez nią usług, powinny być rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd. Informacje upowszechniane przez firmę inwestycyjną w celu reklamy lub promocji usług świadczonych przez tę firmę inwestycyjną oznaczane są w sposób niebudzący wątpliwości jako informacje upowszechniane w celu reklamy lub promocji usług. Mają być one przedstawiane w sposób zrozumiały dla przeciętnego przedstawiciela grupy, do której są skierowane lub do której mogą dotrzeć; nie mogą ukrywać, umniejszać ani przedstawiać w sposób niejasny istotnych elementów, stwierdzeń lub ostrzeżeń oraz nie mogą prezentować potencjalnych korzyści płynących z usługi lub instrumentu finansowego, o ile jednocześnie w sposób uczciwy i wyraźny nie wskazują wszelkich zagrożeń, jakie związane są z daną usługą lub instrumentem. Mogą zawierać porównania usług maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną, instrumentów finansowych bądź osób świadczących usługi maklerskie, pod warunkiem że: porównanie jest miarodajne i przedstawione w sposób rzetelny i zrównoważony;

<sup>26</sup> § 7 rozporządzenia MF.

<sup>27</sup> Firma inwestycyjna może uznać, z własnej inicjatywy, uprawnionego kontrahenta za klienta detalicznego lub profesjonalnego. W takim przypadku firma inwestycyjna stosuje wobec tego klienta przepisy rozporządzenia określające zasady traktowania przez firmy inwestycyjne klientów odpowiednio detalicznych lub profesjonalnych.

<sup>28</sup> § 8.1 rozporządzenia MF.

wskazane są źródła informacji wykorzystanych do porównania oraz wskazane są główne fakty i założenia wykorzystane przy dokonywaniu porównania. Pod pewnymi warunkami<sup>29</sup> mogą także zawierać wskazanie wyników osiągniętych w przeszłości w związku z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub w związku z określonym indeksem finansowym, lub ze świadczeniem określonej usługi maklerskiej.

Informacje, które firmy inwestycyjne kierują do klientów detalicznych lub potencjalnych klientów detalicznych, mogą zawierać odniesienie do symulacji wyników osiągniętych w przeszłości, o ile odnoszą się do określonego instrumentu finansowego lub indeksu finansowego<sup>30</sup>. Mogą także odnosić się do wyników przyszłych, pod warunkiem że: nie są oparte na symulacji wyników w przeszłości ani nie odwołują się do takiej symulacji; są oparte na uzasadnionych założeniach wynikających z obiektywnych danych; jeżeli oparte zostały na wynikach brutto – ujawniają wpływ, jaki na te wyniki będą miały prowizje, opłaty i inne obciążenia związane z danym instrumentem finansowym lub usługą maklerską, oraz zawierają wyraźne ostrzeżenie, że przedstawiane prognozy nie stanowią gwarancji przyszłych wyników.

Informacje kierowane do klientów detalicznych lub potencjalnych klientów detalicznych, mogą odnosić się do konkretnego przypadku opodatkowania, pod warunkiem zawarcia w nich wyraźnego wskazania, że opodatkowanie takie zależy od indywidualnej sytuacji klienta i może ulec zmianie w przyszłości. Nie mogą wykorzystywać nazwy żadnego organu nadzoru w sposób, który wskazywałby lub sugerował, że taki organ nadzoru zatwierdził lub zaaprobował produkty lub usługi firmy inwestycyjnej.

W przypadku gdy informacje zawierają wskazanie korzyści możliwych do osiągnięcia w sytuacji skorzystania z usług maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną, powinny one zawierać również wskazanie poziomu ryzyka inwestycyjnego związanego z danymi usługami.

Firma inwestycyjna w ramach świadczenia usług maklerskich może udzielać klientowi porad inwestycyjnych o charakterze ogólnym dotyczących inwestowania w instrumenty

---

<sup>29</sup> Pod warunkiem że wskazania takie: nie są przedstawione jako najważniejszy element informacji; są rzetelne i obejmują dane za okres ostatnich 5 lat lub za cały okres, w którym oferowano dany instrument finansowy, ustalano dany indeks finansowy lub świadczone daną usługę maklerską, o ile jest to okres krótszy niż 5 lat lub też okres dłuższy, wybrany według uznania firmy inwestycyjnej; w każdym przypadku jednak takie informacje o wynikach muszą być oparte na pełnych okresach dwunastomiesięcznych; w sposób wyraźny wskazują okres, za jaki przedstawiane są dane, oraz źródło tych danych; zawierają wyraźne ostrzeżenie, że przedstawione dane odnoszą się do przeszłości i że wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości; jeżeli opierają się na kwotach wyrażonych w walucie obcej – wskazują tę walutę wraz z ostrzeżeniem, że ewentualne zyski mogą ulec zwiększeniu lub zmniejszeniu wskutek zmian kursu walutowego, oraz jeżeli opierają się na wynikach brutto – opisany jest wpływ, jaki na ten wynik mają prowizje, opłaty i inne obciążenia związane z danym instrumentem finansowym lub usługą maklerską.

<sup>30</sup> Pod warunkiem, że: symulacja wyników osiągniętych w przeszłości opiera się na rzeczywistych wynikach osiągniętych w przeszłości w związku z inwestowaniem w jeden lub w kilka instrumentów finansowych, lub w związku z indeksami finansowymi, które są identyczne lub stanowią podstawę instrumentu finansowego, którego informacje dotyczą; w stosunku do rzeczywistych wyników w przeszłości spełnione są warunki wskazane wyżej, zawierają wyraźne ostrzeżenie, że dane odnoszą się do symulacji wyników z przeszłości i że wyniki te nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości.

finansowe. Sposób udzielania porad inwestycyjnych określa regulamin świadczenia usługi maklerskiej, przy wykonywaniu której udzielana jest porada inwestycyjna.

## **6. Przedkontraktowe obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych**

Firma inwestycyjna przed zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich z potencjalnym klientem detalicznym przekazuje mu, przy użyciu trwałego nośnika informacji lub poprzez zamieszczenie na stronie internetowej firmy inwestycyjnej, szczegółowe informacje dotyczące tej firmy inwestycyjnej oraz usługi, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy (§ 10 ust. 1 rozporządzenia MF).

Zgodnie z § 11 ust. 1 rozporządzenia MF, w przypadku gdy firma inwestycyjna jest zobowiązana do przekazywania klientom informacji przy użyciu trwałego nośnika informacji, informacje te mogą być przekazywane na trwałym nośniku informacji innym niż papier, pod warunkiem że: przekazywanie informacji w taki sposób jest uzasadnione ze względu na potrzeby świadczenia usług maklerskich; klient, mając wybór między informacjami przekazywanymi w formie papierowej lub przy użyciu trwałego nośnika, wskazuje wyraźnie na tę drugą możliwość.

W przypadku gdy firma inwestycyjna przekazuje klientom informacje za pośrednictwem strony internetowej, a informacje takie nie są adresowane indywidualnie do klienta, warunkiem korzystania z takiej formy przekazywania informacji jest: posiadanie przez klienta regularnego dostępu do Internetu, przy czym podanie przez klienta swojego adresu poczty elektronicznej na potrzeby świadczenia usług maklerskich traktuje się jako spełnienie warunku posiadania regularnego dostępu do Internetu; wyraźna zgoda klienta na przekazywanie informacji w takiej formie; uzyskanie przez klienta powiadomienia w formie elektronicznej zawierającego adres strony internetowej firmy inwestycyjnej oraz wskazanie miejsca na tej stronie, gdzie można znaleźć informacje; aktualność informacji; dostępność informacji na stronie internetowej firmy inwestycyjnej tak długo, jak jest to potrzebne, aby klient mógł się z nimi zapoznać.

Jeśli idzie o zakres przedmiotowy przekazywanych informacji klientowi detalicznemu, to zawierają one w szczególności: firmę lub nazwę firmy inwestycyjnej; dane pozwalające na bezpośredni kontakt klienta z firmą inwestycyjną; wskazanie języków, w których klient może kontaktować się z firmą inwestycyjną i w których sporządzane będą dokumenty oraz przekazywane informacje; sposoby komunikowania się klienta z firmą inwestycyjną, a w przypadku gdy na podstawie umowy ma być świadczona usługa polegająca na przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, ich wykonywaniu na rachunek dającego zlecenie – sposoby przekazywania zleceń do firmy inwestycyjnej; oświadczenie potwierdzające, że firma inwestycyjna posiada zezwolenie oraz nazwę organu nadzoru, który udzielił jej zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej; jeżeli firma inwestycyjna przechowuje lub rejestruje

instrumenty finansowe lub prowadzi rachunek pieniężny klienta – skrócony opis działań podejmowanych w celu zapewnienia ochrony takich aktywów, w tym podstawowe informacje dotyczące systemów gwarantujących bezpieczeństwo aktywów klientów tej firmy inwestycyjnej; wskazanie szczegółowych zasad świadczenia usługi maklerskiej, na podstawie zawieranej umowy; jeżeli firma inwestycyjna działa za pośrednictwem agenta firmy inwestycyjnej – wskazanie tego faktu; w przypadku klientów detalicznych – wskazanie podstawowych zasad wnoszenia i załatwiania przez firmę inwestycyjną skarg klientów składanych w związku ze świadczonymi przez tę firmę inwestycyjną usługami maklerskimi; wskazanie podstawowych zasad postępowania firmy inwestycyjnej w przypadku powstania konfliktu interesów<sup>31</sup> oraz informację, że na żądanie klienta przekazane mogą mu zostać, przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej firmy inwestycyjnej, szczegółowe informacje dotyczące tych zasad; wskazanie zakresu, częstotliwości i terminów raportów ze świadczenia usługi maklerskiej, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy, przekazywanych klientowi przez firmę inwestycyjną; wskazanie kosztów i opłat związanych z usługami maklerskimi świadczonymi przez firmę inwestycyjną.

Przed zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich firma inwestycyjna informuje klienta, przy użyciu trwałego nośnika informacji, o istniejących konfliktach interesów<sup>32</sup> związanych ze świadczeniem danej usługi maklerskiej na rzecz tego klienta, o ile organizacja oraz regulacje wewnętrzne firmy inwestycyjnej nie zapewniają, że w przypadku powstania konfliktu interesów nie dojdzie do naruszenia interesu klienta. Informacja zawiera dane pozwalające klientowi na podjęcie świadomej decyzji co do zawarcia umowy, przy czym zakres i sposób przedstawiania danych powinien być dostosowany do kategorii, do której należy klient (§ 23 ust. 1 rozporządzenia MF).

W przypadku wystąpienia konfliktu interesów, umowa o świadczenie danej usługi maklerskiej może zostać zawarta wyłącznie pod warunkiem, że klient potwierdzi otrzymanie

---

<sup>31</sup> § 23 ust. 2 rozporządzenia MF. Szerzej na temat konfliktu interesów patrz: M. Korpalski, *Obowiązek informacyjny banku przy oferowaniu...*, s. 75–76.

<sup>32</sup> Przez konflikt interesów rozumie się znane firmie inwestycyjnej okoliczności mogące doprowadzić do powstania sprzeczności między interesem firmy inwestycyjnej, osoby powiązanej z firmą inwestycyjną i obowiązkiem działania przez tę firmę inwestycyjną w sposób rzetelny, z uwzględnieniem najlepiej pojętego interesu klienta tej firmy inwestycyjnej, jak również znane firmie inwestycyjnej okoliczności mogące doprowadzić do powstania sprzeczności między interesami kilku klientów tej firmy inwestycyjnej. Może on powstać w szczególności, gdy: firma inwestycyjna lub osoba powiązana z firmą inwestycyjną może uzyskać korzyść lub uniknąć straty wskutek poniesienia straty lub nieuzyskania korzyści przez klienta lub klientów tej firmy inwestycyjnej; firma inwestycyjna lub osoba powiązana z firmą inwestycyjną posiada powody natury finansowej lub innej, aby preferować klienta lub grupę klientów w stosunku do innego klienta lub grupy klientów tej firmy inwestycyjnej; firma inwestycyjna lub osoba powiązana z firmą inwestycyjną ma interes w określonym wyniku usługi świadczonej na rzecz klienta albo transakcji przeprowadzanej w imieniu klienta i jest on rozbieżny z interesem klienta; firma inwestycyjna lub osoba powiązana z firmą inwestycyjną prowadzi taką samą działalność jak działalność prowadzona przez klienta; firma inwestycyjna lub osoba powiązana z firmą inwestycyjną otrzyma od osoby innej niż klient korzyść majątkową inną niż standardowe prowizje i opłaty, w związku z usługą świadczoną na rzecz klienta.

informacji o jego istnieniu oraz wyraźnie potwierdzi wolę zawarcia umowy z firmą inwestycyjną o świadczenie danej usługi maklerskiej<sup>33</sup>.

Wśród informacji dostarczanych klientowi detalicznemu istotną rolę odgrywają informacje o kosztach związanych ze świadczoną usługą maklerską. Ustawodawca szczegółowo wskazuje zakres tych informacji. Powinny one zawierać: wskazanie łącznej ceny, którą klient ma zapłacić, z wyszczególnieniem opłat, kosztów i wydatków oraz wszelkich podatków płatnych za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, lub, jeśli nie można określić dokładnej ceny, podstawę jej obliczenia, tak aby klient mógł ją zweryfikować, przy czym prowizje pobierane przez firmę inwestycyjną przedstawia się w rozbiciu na poszczególne pozycje; wskazanie waluty obcej oraz kosztów wymiany, oraz przyjętych przez firmę inwestycyjną zasad ustalania kursów wymiany – w przypadku gdy cena lub jej część jest wyrażona w walucie obcej, oraz informacje o możliwości wystąpienia innych kosztów, w tym podatków, związanych z transakcjami zawartymi w związku z danym instrumentem finansowym lub usługą maklerską, którymi może być obciążony klient, a które nie są płatne firmie inwestycyjnej ani za jej pośrednictwem.

Wyjątkowo firma inwestycyjna może przekazać klientowi detalicznemu wymagane informacje po zawarciu umowy o świadczenie usług maklerskich. Jest to możliwe i dopuszczalne wówczas, gdy nie była w stanie przekazać informacji przed zawarciem umowy, gdyż na wniosek klienta została ona zawarta przy użyciu środków porozumiewania się na odległość oraz w przypadku, w którym nie stosuje się art. 16b<sup>34</sup> ust. 2 ustawy z dnia 2 marca 2000 r. o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny<sup>35</sup> oraz firma inwestycyjna przestrzega wymogów określonych w art. 16b ust. 1 tej ustawy, w odniesieniu do klienta detalicznego lub potencjalnego klienta detalicznego.

W przypadku gdy informacje te są zamieszczone w regulaminie świadczenia danej usługi<sup>36</sup> lub w skrócie prospektu informacyjnego, przekazanie klientowi lub potencjalnemu

<sup>33</sup> W przypadku powstania konfliktu interesów po zawarciu z klientem umowy o świadczenie usług maklerskich przepisy te stosuje się odpowiednio, a firma inwestycyjna jest obowiązana poinformować klienta o konflikcie interesów niezwłocznie po jego stwierdzeniu oraz powstrzymać się od świadczenia usługi maklerskiej do czasu otrzymania wyraźnego oświadczenia klienta o kontynuacji lub rozwiązaniu umowy.

<sup>34</sup> Przepis ten nakłada obowiązki informacyjne związane ze świadczeniem usług finansowych na odległość. Nie stosuje się go jednak do wszystkich umów o świadczenie usług finansowych świadczonych na odległość. Szerzej na temat zakresu tego obowiązku informacyjnego i wyjątków patrz: E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013, s. 366–371 oraz E. Rutkowska-Tomaszewska, A. Kołodziej, *Ustawa o ochronie niektórych praw konsumentów. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa 2012, wydanie elektroniczne.

<sup>35</sup> *Ustawa z dnia 2 marca 2000 r. o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 1225 ze zm.)*.

<sup>36</sup> Zgodnie z § 24 ust. 1 rozporządzenia MF, firma inwestycyjna świadczy usługę maklerską na podstawie regulaminu oraz umowy o świadczenie tej usługi zawartej z klientem. Wymogu tego nie stosuje się w przypadku, gdy umowa zawierana jest z: klientem profesjonalnym, chyba że klient profesjonalny zażądał od firmy inwestycyjnej traktowania go jak klienta detalicznego, a firma inwestycyjna wyraziła na to zgodę; klientem profesjonalnym, chyba że jest on przez firmę inwestycyjną traktowany jak klient detaliczny; klientem detalicznym, w związku z prowadzoną przez niego działalnością gospodarczą; uprawnionym kontrahentem. Rozporządzenie MF określa także treść Regulaminu usługi maklerskiej,

klientowi regulaminu lub skrótu prospektu informacyjnego przed zawarciem umowy stanowi wykonanie obowiązku informacyjnego<sup>37</sup>.

Firma inwestycyjna, świadcząc usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, ustala sposób oceny efektywności świadczonej usługi uwzględniający cele inwestycyjne klienta oraz rodzaje instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela, tak aby klient, na rzecz którego świadczona jest usługa, mógł ocenić wyniki osiągnięte przez firmę inwestycyjną w związku z jej świadczeniem<sup>38</sup>. Zobowiązana jest ona dodatkowo przekazać klientowi detalicznemu lub potencjalnemu klientowi detalicznemu informacje obejmujące: wskazanie metod oraz częstotliwości wyceny instrumentów finansowych znajdujących się w portfelu klienta; wskazanie szczegółowych zasad przekazywania zarządzania częścią lub całością portfela klienta; wskazanie wszelkich obiektywnych wskaźników finansowych, do których porównywane będą wyniki portfela klienta; wskazanie rodzajów instrumentów finansowych, które mogą wchodzić w skład portfela klienta, oraz rodzajów transakcji, które mogą być przeprowadzane z wykorzystaniem tych instrumentów, w tym również wszelkich limitów; określenie celów zarządzania, poziomu ryzyka przyjętego na potrzeby zarządzania danym portfelem oraz zasad podejmowania decyzji inwestycyjnych w ramach zarządzania portfelem.

Firma inwestycyjna przedstawia klientom lub potencjalnym klientom ogólny opis istoty instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w te instrumenty finansowe<sup>39</sup>, w sposób umożliwiający klientowi podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych, dostosowując zakres tej informacji do rodzaju instrumentu finansowego oraz kategorii, do której należy klient<sup>40</sup>.

Firma inwestycyjna, która przechowuje lub rejestruje instrumenty finansowe lub prowadzi rachunki pieniężne na rzecz klienta detalicznego, przekazuje temu klientowi

---

m.in. tryb i warunki zawierania umowy, tryb, warunki i formę ustanawiania pełnomocnictw przez klienta; zakres i sposób wykonywania usługi maklerskiej, która wykonywana będzie na podstawie umowy, sposoby i terminy wnoszenia przez klienta opłat i prowizji związanych z usługą maklerską wykonywaną na rzecz klienta w związku z umową, oraz sposób i tryb określania ich wysokości.

<sup>37</sup> W przypadku instrumentu finansowego, który jest przedmiotem trwającej oferty publicznej i w związku z tą ofertą opublikowany został prospekt emisyjny zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej lub stosownymi przepisami prawa innego państwa członkowskiego, firma inwestycyjna informuje klienta detalicznego lub potencjalnego klienta detalicznego o miejscu udostępnienia tego prospektu emisyjnego.

<sup>38</sup> § 12 ust. 1 rozporządzenia MF.

<sup>39</sup> W zależności od istoty danego instrumentu finansowego opis ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe zawiera: wskazanie ryzyka związanego z danym rodzajem instrumentów finansowych, w tym wyjaśnienie mechanizmu dźwigni finansowej i jego wpływu na ryzyko utraty inwestycji; wskazanie zmienności ceny danych instrumentów finansowych lub ograniczeń dotyczących dostępności rynku danych instrumentów; wskazanie możliwości zaciągnięcia przez klienta w wyniku transakcji na danych instrumentach finansowych zobowiązań finansowych oraz ewentualnych zobowiązań dodatkowych, w tym zobowiązań związanych z dostawą instrumentu bazowego, które są obowiązkami dodatkowymi w stosunku do kosztów nabycia instrumentu finansowego; opis wymogów związanych z utrzymaniem i uzupełnianiem zabezpieczenia lub podobnych zobowiązań, koniecznych w przypadku inwestowania w dany rodzaj instrumentów finansowych.

<sup>40</sup> § 13 ust. 1 rozporządzenia MF.

lub potencjalnemu klientowi detaliczemu informacje obejmujące<sup>41</sup>: powiadomienie, że instrumenty finansowe lub środki pieniężne klienta mogą być lub będą przekazane przez firmę inwestycyjną innemu podmiotowi do przechowywania oraz informację o odpowiedzialności, jaką z tego tytułu ponosi firma inwestycyjna za działania lub zaniechania tego podmiotu, jak również o możliwych konsekwencjach niewypłacalności tego podmiotu; informację o możliwości przechowywania lub zamiarze przechowywania instrumentów finansowych klienta na rachunku, na którym zbiorczo przechowywane są instrumenty finansowe, oraz o związanych z tym zagrożeniach; informację o przechowywaniu instrumentów finansowych lub środków pieniężnych klienta na terytorium innego państwa oraz o wynikających z tego skutkach dla praw klienta do należących do niego instrumentów finansowych i środków pieniężnych; informacje o wszelkich prawach do instrumentów finansowych lub środków pieniężnych klienta przysługujących lub mogących przysługiwać firmie inwestycyjnej lub podmiotom przechowującym te instrumenty finansowe lub środki pieniężne, w tym w szczególności o prawie do zaspokojenia roszczeń firmy inwestycyjnej lub podmiotu przechowującego z oznaczonych instrumentów finansowych lub środków pieniężnych.

## **7. Obowiązek uzyskiwania informacji od klienta przez firmę inwestycyjną (informacje, które firma inwestycyjna jest zobowiązana uzyskać od klienta)**

Firma inwestycyjna powinna uzyskać niezbędne informacje dotyczące wiedzy i doświadczenia klienta (istniejącego albo potencjalnego), tak aby mogła zarekomendować takiemu klientowi usługę inwestycyjną lub instrumenty finansowe, które są dla niego odpowiednie<sup>42</sup>. Uzyskane informacje winny odnosić się do wiedzy i doświadczenia klienta w dziedzinie inwestycji, jakie są istotne dla: określonego rodzaju produktu lub usługi (w szczególności rodzaju inwestycji, którą można zaproponować klientowi); sytuacji finansowej klienta (w tym wielkości majątku, jego struktury z uwzględnieniem poziomu płynności, wysokości przychodów); celów inwestycyjnych klienta (m.in. oczekiwanego zwrotu z inwestycji, jej horyzontu czasowego, maksymalnego poziomu ryzyka, stopnia łatwości wycofania się z inwestycji)<sup>43</sup>.

Obowiązek ten obejmuje zarówno klientów będących konsumentami, jak i klientów posiadających status przedsiębiorcy (w tym zakwalifikowanych jako „uprawnieni

---

<sup>41</sup> § 14 ust. 1 rozporządzenia MF.

<sup>42</sup> Art. 19 ust. 4 dyrektywy 2004/39.

<sup>43</sup> T. Czech, *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej...*, s. 20.



kontrahenci”). Należy jednak podkreślić, że dotyczy on tylko usługi doradztwa inwestycyjnego<sup>44</sup> albo zarządzania portfelem<sup>45</sup>.

Zalecenie, prośbę lub poradę ze strony zarządzającego portfelem skierowane do klienta traktuje się jako rekomendację (w rozumieniu art. 19 ust. 4 dyrektywy 2004/39), jeżeli w ich rezultacie klient przyznaje lub zmienia upoważnienie określające zakres swobody, jaką dysponuje zarządzający przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych (pkt 60 preambuły dyrektywy 2006/73).

Obowiązek, aby firma inwestycyjna uzyskała niezbędne informacje dotyczące wiedzy i doświadczenia klienta w dziedzinie inwestycji, przybiera postać obowiązku rezultatu. Oznacza to, że firma inwestycyjna musi informacje rzeczywiście posiadać – nie wystarczy, że tylko zwróci się o takie dane do swojego klienta. Przemawia za tym charakter usług doradztwa inwestycyjnego i zarządzania portfelem, dla których należytego wykonania kluczową rolę odgrywają wiadomości o indywidualnej sytuacji oraz preferencjach inwestycyjnych klienta. Może ona pozyskać wymagane informacje bezpośrednio od klienta (np. za pomocą wystandaryzowanego formularza) albo z innych źródeł, zarówno publicznych, jak i poufnych (np. na podstawie badań statystycznych czy danych zebranych przy okazji świadczenia innego rodzaju usług inwestycyjnych).

Wiadomości na temat wiedzy i doświadczenia klienta w dziedzinie inwestycji należy zdobyć w sposób uprzedni, tzn. przed rozpoczęciem świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego albo zarządzania portfelem. Przepisy MiFID nie definiują jednak okresu pomiędzy uzyskaniem informacji a rozpoczęciem świadczenia usługi. Okres ten trzeba oceniać przez pryzmat okoliczności konkretnej transakcji (przykładowo: z reguły poziom wykształcenia osoby fizycznej nie ulega istotnej zmianie, podczas gdy jej sytuacja finansowa lub wycena instrumentów finansowych mogą zmieniać się w sposób dynamiczny). Jeżeli okoliczności te uzasadniają podejrzenie, że posiadane przez firmę inwestycyjną wiadomości stały się nieaktualne, powinna ona np. zwrócić się do klienta z prośbą o potwierdzenie, czy posiadane informacje są wciąż zgodne z rzeczywistością.

W razie propozycji zmiany zakresu zlecenia konieczne może się okazać przeprowadzenie dodatkowego badania, czy zmienione zlecenie ma dla klienta nadal odpowiedni

---

<sup>44</sup> W MiFID doradztwo inwestycyjne definiuje się jako świadczenie na rzecz klienta indywidualnych (osobistych) rekomendacji, zarówno na zlecenie klienta, jak i z inicjatywy firmy inwestycyjnej, w odniesieniu do przynajmniej jednej transakcji dotyczącej instrumentów finansowych. Chodzi tu o rekomendacje zindywidualizowane, tj. skierowane do określonego inwestora lub określonej grupy inwestorów wyróżnionych według wybranych kryteriów (wyłączywszy zatem zalecenia o charakterze ogólnym lub przekazy czysto informacyjne). Na podstawie takich rekomendacji klient sam podejmuje decyzję inwestycyjną. Warto zauważyć, że w Polsce niezbyt często zawiera się odrębną umowę o świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego, a usługa ta zazwyczaj stanowi część świadczenia w ramach złożonej umowy między inwestorem a firmą inwestycyjną (np. umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych).

<sup>45</sup> Zarządzanie portfelem oznacza czynności wykonywane przez firmę inwestycyjną zgodnie ze zleceniem klienta na zasadzie indywidualnej, gdy portfel inwestycyjny, którego dotyczą takie czynności, obejmuje przynajmniej jeden rodzaj instrumentów finansowych. W ramach zlecenia firma inwestycyjna podejmuje wówczas i realizuje decyzje inwestycyjne na rachunek klienta, zarządzając powierzonymi jej środkami pieniężnymi lub instrumentami finansowymi.

charakter. Przed akceptacją takiej zmiany firma inwestycyjna musi wówczas zdobyć właściwe wiadomości na temat wiedzy i doświadczenia klienta w dziedzinie inwestycji, jakie są niezbędne do takiej analizy.

Należy podkreślić, że art. 35 ust. 5 dyrektywy 2006/73/WE nie stoi na przeszkodzie, aby firma inwestycyjna podjęła się wykonania zlecenia złożonego przez klienta, który samodzielnie podejmuje decyzję inwestycyjną bez rekomendacji tej firmy (z zastrzeżeniem przepisów MiFID o obowiązku realizacji zlecenia na warunkach najbardziej korzystnych na klienta oraz o ocenie adekwatnego charakteru usługi lub instrumentów finansowych).

Firma inwestycyjna ma prawo polegać na informacjach przedstawionych przez klientów, chyba że wie lub powinna wiedzieć o tym, iż informacje takie są wyraźnie (w sposób oczywisty) nieaktualne, niedokładne lub niepełne (art. 37 ust. 3 dyrektywy 2006/73). Innymi słowy, firma inwestycyjna generalnie nie ma obowiązku, aby badać, czy podane przez klienta dane są pełne, precyzyjne oraz zgodne z rzeczywistością. Nie może jednak zaakceptować otrzymanych informacji, które wyraźnie (czyli „na pierwszy rzut oka”, bez podejmowania pogłębionych badań) nie są aktualne, dokładne lub pełne. W takim przypadku zobowiązana jest zwrócić się do klienta o dodatkowe wiadomości lub uzyskać je z innego źródła, aby zadośćuczynić nakazowi, o którym mowa w art. 19 ust. 4 dyrektywy 2004/39. Dotyczy to zwłaszcza usługi zarządzania portfelem oraz usługi doradztwa inwestycyjnego o charakterze ciągłym, gdy firma inwestycyjna powinna systematycznie badać aktualność posiadanych informacji.

Każdorazowo takie informacje powinny podlegać szczegółowej weryfikacji, z uwzględnieniem wymagań należytej staranności (zob. art. 355 § 2 k.c.).

Warto podkreślić, że w myśl art. 37 ust. 2 dyrektywy 2006/73/WE, firma inwestycyjna nie może zachęcać klientów do niepodawania danych, które ma obowiązek od nich uzyskać. Działanie takie przeczyłoby też nakazowi lojalności, prowadząc do istotnego naderwania zaufania pomiędzy firmą inwestycyjną, a jej klientem.

Przed zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich, firma inwestycyjna zwraca się do klienta lub potencjalnego klienta o przedstawienie podstawowych informacji dotyczących poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych oraz doświadczenia inwestycyjnego, niezbędnych do dokonania oceny, czy instrument finansowy będący przedmiotem oferowanej usługi maklerskiej lub usługa maklerska, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy, są odpowiednie dla danego klienta, biorąc pod uwagę jego indywidualną sytuację (§ 15 ust. 1 rozporządzenia MF)<sup>46</sup>.

Informacje te dotyczą: rodzajów usług maklerskich, transakcji i instrumentów finansowych, które są znane klientowi; charakteru, wielkości i częstotliwości transakcji instrumentami finansowymi dokonywanych przez klienta oraz okresu, w którym były

---

<sup>46</sup> Szerzej na ten temat T. Czech, *op. cit.*, s. 22–23.

dokonywane; poziomu wykształcenia, wykonywanego obecnie zawodu lub wykonywanego poprzednio, jeśli jest to istotne dla dokonania oceny.

Zgodnie z § 16 ust. 1 rozporządzenia MF, przed zawarciem umowy o ich świadczenie, usług doradztwa inwestycyjnego oraz zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, firma inwestycyjna zwraca się do klienta lub potencjalnego klienta o przedstawienie podstawowych informacji dotyczących poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego, jego sytuacji finansowej<sup>47</sup> oraz celów inwestycyjnych<sup>48</sup> niezbędnych do dokonania oceny, czy instrument finansowy będący przedmiotem oferowanej usługi maklerskiej lub usługi maklerska, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy, są odpowiednie dla danego klienta, biorąc pod uwagę jego indywidualną sytuację.

Firma inwestycyjna zwraca się do klienta lub potencjalnego klienta o przedstawienie informacji niezbędnych dla ustalenia, że przy należyтым uwzględnieniu charakteru i zakresu świadczonej usługi określona transakcja, rekomendowana lub zawierana w toku świadczenia usługi: realizuje cele inwestycyjne danego klienta; nie jest związana z ryzykiem, którego poziom przekraczałby możliwości inwestycyjne klienta, oraz ma charakter pozwalający na jej zrozumienie i dokonanie oceny ryzyka z nią związanego przez klienta, biorąc pod uwagę posiadane przez niego doświadczenie i wiedzę.

Firma inwestycyjna nie może świadczyć na rzecz klienta usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, jeśli nie uzyska informacji dotyczących: wiedzy i doświadczenia klienta lub potencjalnego klienta w dziedzinie inwestycji odpowiedniej do określonego rodzaju instrumentu finansowego lub usługi maklerskiej; sytuacji finansowej klienta lub potencjalnego klienta; celów inwestycyjnych klienta lub potencjalnego klienta.

Jeżeli firma inwestycyjna nie uzyska wymaganych informacji, nie może rekomendować klientowi usług inwestycyjnych lub instrumentów finansowych ani podejmować na jego rzecz decyzji inwestycyjnych w ramach zarządzania portfelem (art. 35 ust. 5 dyrektywy 2006/73/WE). W takim przypadku ciąży na niej prawny obowiązek, aby odmówić wydania rekomendacji lub podjęcia decyzji inwestycyjnej, chyba że w konkretnym przypadku możliwa jest czynność o charakterze cząstkowym (np. w odniesieniu do części portfela klienta). Wydaje się, że jest to obowiązek o charakterze bezwzględny, a więc strony w tej kwestii nie mogą umówić się odmiennie.

Dyskusyjne pozostaje zagadnienie, czy umowa zawarta z naruszeniem tego zakazu jest ważna. Wydaje się, że ze względu na cel regulacji (tj. ochronę interesów inwestora) sankcja nieważności nie znajduje tu zastosowania, a firma inwestycyjna ponosi odpowiedzialność

---

<sup>47</sup> Informacje dotyczące sytuacji finansowej klienta lub potencjalnego klienta muszą, stosownie do potrzeb, zawierać wskazanie źródła i wysokości stałych dochodów, posiadanych aktywów, w tym aktywów płynnych, inwestycji, nieruchomości oraz stałych zobowiązań finansowych.

<sup>48</sup> Informacje dotyczące celów inwestycyjnych klienta lub potencjalnego klienta muszą, stosownie do potrzeb, zawierać informacje na temat długości okresu, w którym klient chciałby prowadzić inwestycje, jego preferencji co do poziomu ryzyka, profilu ryzyka oraz celu inwestycji.

względem klienta za powstałe szkody związane z naruszeniem obowiązku dokonania rzeczywistej oceny, czy usługa inwestycyjna lub instrumenty finansowe mają dla tego klienta odpowiedni charakter.

W celu wykonania obowiązków uzyskania informacji od klienta detalicznego celem określenia jej odpowiedniości, firma inwestycyjna jest uprawniona do wykorzystania informacji dotyczących klienta lub potencjalnego klienta, które pozostają w jej posiadaniu, o ile informacje te są aktualne<sup>49</sup>.

W przypadku klienta profesjonalnego, firma inwestycyjna może nie zwracać się o przedstawienie informacji dotyczących poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych oraz doświadczenia inwestycyjnego<sup>50</sup>. Jeśli świadczy na jego rzecz usługę doradztwa inwestycyjnego, może uznać, że jest on w stanie ponieść związane z tą usługą ryzyko inwestycyjne, zgodne z jego celami inwestycyjnymi.

W przypadku gdy na podstawie informacji otrzymanych od klienta lub potencjalnego klienta firma inwestycyjna świadcząca usługi maklerskie w innym zakresie niż doradztwo inwestycyjne lub zarządzanie portfelem oceni, że instrument finansowy lub usługa nie są odpowiednie dla klienta, ostrzega go o tym (§ 19 rozporządzenia MF).

W przypadku gdy klient lub potencjalny klient nie przedstawia tych informacji lub jeżeli przedstawia informacje niewystarczające, firma inwestycyjna ostrzega klienta, że uniemożliwia jej to dokonanie oceny, czy przewidziana usługa lub instrument finansowy są dla niego odpowiednie.

Firma inwestycyjna nie przeprowadza oceny odpowiedniości usługi oraz badania wiedzy klienta, gdy klient zawiera umowę o wykonywanie zleceń lub umowę o przyjmowanie i przekazywanie zleceń, w przypadku gdy są spełnione łącznie następujące warunki: przedmiotem zleceń będą wyłącznie nieskomplikowane instrumenty finansowe<sup>51</sup>; umowa jest zawierana z inicjatywy klienta lub potencjalnego klienta<sup>52</sup>; klient lub potencjalny klient został ostrzeżony przez firmę inwestycyjną, że zawarcie umowy nie jest związane z tym obowiązkiem badania wiedzy klienta i że nie będzie korzystał

<sup>49</sup> § 17 rozporządzenia MF.

<sup>50</sup> § 18 rozporządzenia MF.

<sup>51</sup> Przez nieskomplikowane instrumenty finansowe rozumie się: akcje dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub na równoważnym rynku w państwie, które nie jest państwem członkowskim; obligacje lub inne dłużne papiery wartościowe, które nie mają wbudowanego instrumentu pochodnego; jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych i tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach należących do EOG, oraz funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach należących do OECD innych niż państwo członkowskie lub państwo należące do EOG oraz instrumenty finansowe inne niż wymienione w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c-i u.o.i.f., wobec których istnieje, w sposób ciągły, możliwość zbycia, wykupu lub zrealizowania w inny sposób wartości instrumentu po cenie, która jest ogólnie dostępna dla uczestników rynku i która jest ceną rynkową lub ceną podaną, lub zatwierdzoną przez system wyceny niezależny od emitenta danych instrumentów finansowych, z którymi nie są związane rzeczywiste lub potencjalne zobowiązania klienta, przekraczające koszt nabycia tych instrumentów, co do których powszechnie dostępne są informacje wyjaśniające ich charakterystykę w sposób zrozumiały dla klienta (§ 20 ust. 2 rozporządzenia MF).

<sup>52</sup> Umowa nie jest zawierana z inicjatywy klienta lub potencjalnego klienta, jeżeli do jej zawarcia dochodzi w wyniku skierowania do klienta lub potencjalnego klienta zindywidualizowanych informacji o firmie inwestycyjnej, instrumentach finansowych, usłudze lub transakcji (§ 20 ust. 3 rozporządzenia MF).

z ochrony, jaką zapewnia klientowi wypełnienie przez firmę inwestycyjną tego obowiązku; firma inwestycyjna wypełnia wymogi związane z przeciwdziałaniem powstawaniu konfliktów interesów.

Firma inwestycyjna nie może bezpośrednio lub pośrednio podejmować działań zachęcających klienta lub potencjalnego klienta do nieprzedstawiania informacji niezbędnych do oceny jej odpowiedniości (§ 21 ust. 1 rozporządzenia MF).

Firma inwestycyjna, dokonując oceny, czy usługa maklerska jest odpowiednia dla danego klienta, opiera się na informacjach przekazanych przez klienta lub potencjalnego klienta, o ile nie istnieją obiektywne podstawy dla uznania, że informacje te są nieaktualne, nierzetelne lub niepełne.

Znaczna część obowiązków nałożonych na firmę inwestycyjną w zakresie uzyskania informacji od klienta ma na celu zmniejszenie niepożądanego asymetrii informacyjnej między firmą inwestycyjną a jej klientem (inwestorem), a w konsekwencji redukcję kosztów związanych z generalnym deficytem informacji po stronie inwestora. Jak się wydaje w części przyczynić się to może do zmniejszenia kosztów transakcyjnych związanych z ogólnym deficytem specjalistycznej wiedzy po stronie klienta, w szczególności w drodze poprawy jakości oraz zindywidualizowania rekomendacji udzielanych klientowi przez firmę inwestycyjną, tak aby decyzja inwestycyjna klienta jak najbardziej zbliżyła się do poziomu optymalnego<sup>53</sup>.

Rozpatrując natomiast to zagadnienie pod kątem ekonomicznej analizy prawa, można uznać, że firma inwestycyjna z reguły jest podmiotem, który najmniejszym kosztem może doprowadzić do zmniejszenia generalnego deficytu informacyjnego po stronie klienta. Przesłanka ta uzasadnia nałożenie na firmę obowiązków prawnych, żeby podjęła stosowne działania w celu uzyskania od inwestora potrzebnych informacji albo przekazania inwestorowi brakujących mu danych, tak aby był on w stanie zdefiniować swoje oczekiwania, uzyskać właściwe rekomendacje oraz podjąć najefektywniejszą decyzję inwestycyjną i służy także utrzymaniu zaufania między firmą inwestycyjną a jej klientem, co także jest czynnikiem, który pośrednio prowadzi do redukcji kosztów transakcyjnych na rynku finansowym, a więc – w świetle postulatów ekonomicznej analizy prawa – wymaga ochrony normatywnej<sup>54</sup>.

## **8. Skutki niedochowania obowiązków informacyjnych przez firmy inwestycyjne**

Niedochowanie przez firmę inwestycyjną (w tym bank) obowiązków informacyjnych może nie tylko wpływać na ocenę jego relacji z klientami (np. jako instytucji przyjaznej dla klientów), co jest istotne dla kształtowania jej wizerunku i możliwości

---

<sup>53</sup> T. Czech, *op. cit.*, s. 19.

<sup>54</sup> Por. *ibidem*.

konkurowania na rynku, ale też rodzić negatywne konsekwencje dla niej, wynikające z możliwości zastosowania różnego rodzaju sankcji – począwszy od podjęcia działań przez Komisję Nadzoru Finansowego (organu nadzoru nad rynkiem finansowym), przez stosowanie sankcji pieniężnych przez Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z tytułu naruszenia zbiorowych interesów konsumentów, skończywszy na sankcjach wynikających z przepisów kodeksu cywilnego (np. o odpowiedzialności odszkodowawczej).

Aby sankcja zmuszała podmioty naruszające obowiązki do zmiany zachowań, powinna być odpowiednio surowa i musi być świadomość nieuchronności sankcji. Dopiero gdy przedsiębiorcy będą przekonani, że sankcja jest surowa i jej wystąpienie może w istotnym stopniu godzić w ich interesy, oraz że prawdopodobieństwo wystąpienia sankcji i jej wyegzekwowania jest znaczne, będzie duża szansa, iż zaczną przestrzegać przepisów w tym zakresie.

Firma inwestycyjna za niedochowanie obowiązków informacyjnych ponosi odpowiedzialność odszkodowawczą wobec klienta, jeżeli naruszając je wyrządziła mu szkodę. Może ona odpowiadać na etapie przedkontraktowym, gdy niewłaściwie oceniając indywidualną sytuację klienta, odmówiła mu świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego albo zarządzania portfelem. W takim przypadku wydaje się, że odpowiedzialność firmy inwestycyjnej ma charakter deliktowy i jest ograniczona do ujemnego interesu umowy. Pozostaje to w zgodzie z dominującym w literaturze polskiej poglądem<sup>55</sup>, który łączy kwestię odpowiedzialności odszkodowawczej za nieprawidłowości w sferze przedkontraktowej z konstrukcją czynu niedozwolonego.

Naruszenie obowiązków informacyjnych na etapie przedkontraktowym, co do zasady, rodzi odpowiedzialność odszkodowawczą (łac. *culpa in contrahendo*)<sup>56</sup>. Nie oznacza jednak automatycznie możliwości uchylenia się od skutków prawnych złożonego oświadczenia woli ze względu na błąd. Naruszenie obowiązków informacyjnych nie jest równoznaczne z wystąpieniem błędu prawnie relewantnego<sup>57</sup>. Jeśli idzie o przesłanki odpowiedzialności za naruszenie przedkontraktowych obowiązków informacyjnych, nie należy ich utożsamiać. Niepoinformowanie lub niedostateczne poinformowanie kontrahenta o rodzaju i skali ponoszonego ryzyka nie uprawnia go automatycznie do uchylenia się od skutków prawnych oświadczenia woli w ramach umowy opcyjnej ze względu na błąd, ponieważ okoliczność ta nie jest objęta treścią zawartej umowy. Gdy naruszono obowiązki informacyjne na etapie przedkontraktowym, teoretycznie jest możliwe spełnienie przesłanek podstepu (art. 86 § 1 k.c.). W takim przypadku błąd, w którym pozostaje

<sup>55</sup> *Ibidem*, s. 23; Por. np. W. Czachórski, A. Brzozowski, M. Safjan, E. Skowrońska-Bocian, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Warszawa 2002, s. 169–170; A. Olejniczak, *Problematyka culpa in contrahendo na tle europejskiego prawa umów*, [w:] M. Pazdan (red.), W. Popiołek, E. Rott-Pietrzyk, M. Szpunar, *Europeizacja prawa prywatnego*, t. II, Warszawa 2008, s. 89.

<sup>56</sup> Por. w szczególności W. J. Kocot, *Odpowiedzialność przedkontraktowa*, Warszawa 2013, s. 55.

<sup>57</sup> Szczegółowa analiza tego problemu w związku z głosowanym orzeczeniem SN z 5.10.2012 (IV CSK 166/12) patrz T. Czech, *Błąd co do treści umowy opcji walutowej*, „Glosa” 2013, nr 4, s. 65–72.

kontrahent, nie musi dotyczyć treści czynności prawnej. Należy jednak zwrócić uwagę, że przesłanką podstępu jest celowe (świadome i ukierunkowane) działanie lub – w wyjątkowych przypadkach – zaniechanie danej strony na niekorzyść kontrahenta. Wymagane jest zatem wykazanie umyślności, a ciężar dowodu co do tej okoliczności spoczywa na kontrahencie powołującym się na błąd (art. 6 k.c.). W prawie polskim nie wystarczy wykazanie braku należytej staranności w dopełnieniu obowiązków informacyjnych, aby uzasadnić podstępne zachowanie drugiej strony<sup>58</sup>.

Jeżeli doszło do zawarcia umowy w sprawie świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego albo zarządzania portfelem, a klient poniósł szkodę w wyniku naruszenia przez firmę inwestycyjną obowiązku dokonania właściwej oceny, czy usługa inwestycyjna lub instrumenty finansowe mają dla niego odpowiedni charakter, odpowiedzialność firmy inwestycyjnej ma charakter kontraktowy i obejmuje dodatni interes umowy<sup>59</sup>. Odpowiedzialność ta w szczególności może się zaktualizować, gdy firma inwestycyjna nie zadbała o uzyskanie wymaganych informacji na temat indywidualnej sytuacji klienta i mimo to podjęła się wykonania usługi doradztwa inwestycyjnego albo zarządzania portfelem.

Stosownie do okoliczności nie można też wykluczyć po stronie firmy inwestycyjnej równoległej odpowiedzialności o charakterze deliktowym (zob. art. 443 k.c.). W każdej sytuacji należy oceniać, czy i w jakim stopniu klient przyczynił się do powstania lub zwiększenia szkody, np. podając firmie inwestycyjnej niepełne, niedokładne lub nieaktualne informacje (art. 362 k.c.).

Od czasu rozpoczęcia kryzysu finansowego w 2008 r. przez sądy polskie przetacza się fala procesów<sup>60</sup>, dotyczących transakcji terminowych i pochodnych<sup>61</sup>, które także mają związek z naruszaniem obowiązków informacyjnych przez firmy inwestycyjne.

<sup>58</sup> *Ibidem*, s. 71.

<sup>59</sup> M. Korpalski, *Obowiązek informacyjny banku przy oferowaniu transakcji pochodnej przedsiębiorcy*, „Glosa” 2011, nr 4, s. 71–77.

<sup>60</sup> Zob. też wyroki SN: z 16.02.2012 r. (IV CSK 225/11), „Monitor Prawa Bankowego” 2012, nr 10, s. 25; z 27.04.2012 r. (V CSK 193/11), „Monitor Prawa Bankowego” 2013, nr 1, s. 32; z 9.11.2012 r. (IV CSK 284/12), LEX nr 1286343; z 31.01.2013 r. (II CSK 330/12), LEX nr 1311773; z 19.06.2013 r. (I CSK 392/12), niepubl.; z 19.09.2013 r. (I CSK 651/12), niepubl.; Wyrok SN z 5.10.2012 r. (IV CSK 166/12), „Monitor Prawa Bankowego” 2013, nr 3, s. 30.

<sup>61</sup> W niniejszym artykule, z uwagi na jego przedmiot zasadniczy, pominięte zostają kwestie związane z istotą tych transakcji. Patrz szerzej: m.in. M. Korpalski, *Premia opcyjna jako element istotny umowy opcji – glosa do wyroku Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 28.06.2012 r. (VI ACa 169/12)*, „Glosa” 2013, nr 1, s. 119–122; M. Gutowski, *Umowa opcji*, Kraków 2003, s. 132–133; A. Jakubiec, *Charakter prawny i zmiany podmiotowe w umowie opcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 4; L. Sobolewski, *Umowa opcji zbycia lub nabycia instrumentów finansowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1998, nr 1; T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe*, Warszawa 2004, G. Wiaderek, *Umowa opcyjna – konstrukcja prawna*, „Glosa” 1999, nr 3; A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe: zagadnienia prawne*, Warszawa 2001; M. Romanowski, *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 5; A. Jakubiec, *Charakter prawny i zmiany podmiotowe w umowie opcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 4; A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Warszawa 2005.

Ciekawy w tym zakresie może być także wyrok sądu niemieckiego<sup>62</sup> dotyczący zakresu obowiązków informacyjnych i lojalnościowych banku wobec klienta w związku z zawieraniem transakcji pochodnych, w którym określono, że bank powinien: odpytać klienta na okoliczność ryzyka inwestycyjnego, które jest w stanie podjąć – niezależnie od wykształcenia ekonomicznego klienta, wyjaśnić ryzyko „produktu”, tak by klient w zakresie tego „produktu” miał zasadniczo ten sam poziom wiedzy, co bank, uświadomić klientowi negatywną dla klienta, inicjalną wycenę „produktu”, gdyż taka wycena sama w sobie wskazuje na poważny konflikt interesów banku i klienta, uświadomić klientowi konflikt interesów, jeżeli struktura ryzyka „produktu” jest przez bank celowo przesunięta na niekorzyść klienta<sup>63</sup>.

Tezy wyroku, wprowadzając sąd niemiecki, dotyczą wprost obowiązków banku, jednak jego motywy dają się rozumieć szerzej, jako odnoszące się też do wszelkich firm inwestycyjnych w zakresie instrumentów pochodnych, a nawet (z pewną ostrożnością) do wszelkich firm finansowych w umowach z klientami niefinansowymi, ale także mogą posłużyć sądom polskim. Trudno przenosić go wprost na grunt prawa polskiego, niemniej jednak wyrok ten ma walor uniwersalny, służący ustaleniu intensywności obowiązków banku wobec klienta na etapie kontraktowania. W szczególności może służyć jako wskazówka dla oceny, czy i w jakim zakresie banki w Polsce były zobowiązane do informowania klienta o ryzykach wynikających z transakcji pochodnych oraz o konflikcie interesów jeszcze przed pełną, formalną implementacją MiFID 17.12.2009 r.<sup>64</sup>

Niezależnie od odpowiedzialności odszkodowawczej, na firmie inwestycyjnej może ciążyć odpowiedzialność publicznoprawna (zob. art. 167 u.o.i.f.)<sup>65</sup>. Artykuł 167 u.o.i.f. wraz z art. 169 u.o.i.f. stanowią ogólną regulację odpowiedzialności firm inwestycyjnych<sup>66</sup>.

<sup>62</sup> Wyrok niemieckiego Trybunału Federalnego (Bundesgerichtshof) z 22.03.2011 r. (XI ZR 33/10), por. <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&n-r=27677&pos=0&anz=1> za: M. Korpalski, *Obowiązek informacyjny...*, s. 71.

<sup>63</sup> Por. M. Korpalski, *Obowiązek informacyjny banku...*, s. 71.

<sup>64</sup> Patrz także: T. Czech, *Błąd co do treści umowy opeji walutowej*, „Głosa” 2013, nr 4, s. 71–72 i powoływana tam literatura i orzecznictwo.

<sup>65</sup> Zgodnie z art. 167 u.o.i.f., KNF może cofnąć zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej albo ograniczyć zakres wykonywanej działalności maklerskiej, w przypadku gdy firma inwestycyjna: istotnie narusza przepisy prawa, w szczególności przepisy wydane na podstawie art. 94 ust. 1 pkt 1, 2, 4 i 5 (a więc także rozporządzenie MF); nie przestrzega zasad uczciwego obrotu; narusza interesy zleceniodawcy; przez okres co najmniej 6 miesięcy nie prowadziła działalności objętej zezwoleniem; przestała spełniać warunki, które były podstawą udzielenia zezwolenia, otrzymała zezwolenie na podstawie fałszywych oświadczeń lub dokumentów zaświadczających nieprawdę. W przypadkach, o których mowa w ust. 1 pkt 13 lub 6, Komisja może również: nałożyć na firmę inwestycyjną karę pieniężną w wysokości do 10% przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym, a w przypadku braku takiego sprawozdania – karę pieniężną w wysokości do 10% prognozowanego przychodu określonego w przedłożonej Komisji analizie ekonomiczno-finansowej (art. 82 ust. 1 pkt 9 u.o.i.f.), albo w sprawozdaniu finansowym, nie większą jednak niż 10.000.000 zł, albo zastosować jedną z sankcji określonych w ust. 1 i jednocześnie nałożyć karę pieniężną, o której mowa w pkt 1, jeżeli uzasadnia to charakter naruszeń, których dopuściła się firma inwestycyjna. Szerzej na temat środków nadzorczych: E. Rutkowska, P. Zawadzka, *Zadania Komisji Nadzoru Finansowego a sytuacja prawna inwestora na rynku kapitałowym*, „Prawo Bankowe” 2008, nr 5, s. 68–84; A. Michór, *Komentarz do niektórych przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, eLEX 2010.

<sup>66</sup> Szerzej na temat odpowiedzialności administracyjnej firm inwestycyjnych zob. A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009.



Naruszenie obowiązków informacyjnych przez firmy inwestycyjne, gdy klientami będą konsumenci może zostać także zakwalifikowane jako praktyka naruszająca zbiorowe interesy konsumentów wskazana w art. 24 ust. 2 u.o.k.k.<sup>67</sup>. Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów przewiduje ochronę publicznoprawną konsumenta, warunkiem jej zastosowania jest więc naruszenie interesu publicznego (art. 1 ust. 1 u.o.k.k.)<sup>68</sup>. Różnica między naruszeniem interesów indywidualnych konsumentów a ich interesów zbiorowych polega na tym, że przy tych pierwszych bezprawne działania podejmowane przez przedsiębiorcę są skierowane przeciwko konkretnemu adresatowi i jedynie w stosunku do niego wywołują skutek prawny, nie obejmując „innych niezindywidualizowanych podmiotów”<sup>69</sup>.

Prezes UOKiK, kończąc postępowanie dotyczące stosowania praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów, wydaje decyzję (art. 26–28 u.o.k.k.). Najczęściej jest to decyzja stwierdzająca stosowanie praktyki naruszającej zbiorowe interesy konsumentów oraz nakazująca jej zaniechanie. Wydając ją, Prezes UOKiK może określić środki właściwe do usunięcia trwających skutków naruszenia zbiorowych interesów konsumentów – w celu zapewnienia wykonania jego nakazu – a w szczególności zobowiązać przedsiębiorcę do złożenia jednokrotnego lub wielokrotnego oświadczenia o treści i formie określonych w decyzji. Może również nakazać publikację decyzji w całości lub w części na koszt przedsiębiorcy. Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów przewiduje możliwość zastosowania jej art. 27 ust. 2 (tj. wydania decyzji o uznaniu praktyki za naruszającą zbiorowe interesy konsumentów i stwierdzeniu zaniechania jej stosowania) do sytuacji określonych w art. 28 u.o.k.k., czyli gdy przedsiębiorca stosował zakazaną praktykę, ale zaniechał jej przed wydaniem decyzji. Takie rozwiązanie ma na celu ochronę interesów konsumentów pokrzywdzonych wskutek stosowania praktyki, której przedsiębiorca już zaprzestał. Prezes UOKiK może nałożyć kary pieniężne na przedsiębiorców

<sup>67</sup> Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz. U. Nr 50, poz. 331 z późn. zm.), zwana dalej: u.o.k.k.

<sup>68</sup> Odnośnie do pojęcia „publicznego interesu” należy wskazać jeden z dawniejszych wyroków Sądu Antymonopolowego, w którym orzekł, że „interes publiczny w danej sprawie występuje, gdy skutkami działań sprzecznych z przepisami prawa antymonopolowego dotknięty jest szerszy krąg uczestników rynku, względnie działania te wywołują na rynku niekorzystne zjawiska” (wyrok z dnia 24 stycznia 1991 r., XV Amr 8/90, „Orzecznictwo Gospodarcze” 1991, nr 2, s. 49). Także M. Szydło, *Publicznoprawna ochrona zbiorowych interesów konsumentów*, „Monitor Prawniczy” 2004, nr 17, s. 795. W jednym ze swoich orzeczeń SOKiK zaznaczył, że: „Prezes UOKiK wszczyna postępowania w przypadku naruszenia (lub podejrzenia naruszenia) interesu publicznoprawnego. Słowo «publiczny» według Sądu oznacza «dotyczący ogółu», a nie indywidualnej osoby czy określonej grupy. Pojęcie zbiorowego interesu konsumentów należy uznać za pokrywające się z pojęciem interesu publicznoprawnego” – uzasadnienie wyroku z dnia 28 stycznia 2004 r., XVII Ama 36/03, w uzasadnieniu wyroku SOKiK z dnia 10 maja 2004 r. Szerzej na temat publicznej ochrony konsumentów zob.: J. Bazylińska, *Ochrona zbiorowych interesów konsumentów w prawie Unii Europejskiej i w wybranych porządkach prawnych państw członkowskich*, Toruń 2012; R. Stefanicki, A. Wędrzychowska-Karpińska, *Komentarz do art. 24 [w:] A. Stawicki (red.), Komentarz do ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów*, Warszawa 2011, s. 527 i n.; M. Sieradzka, *Komentarz do art. 24 [w:] K. Kohutek, M. Sieradzka, Komentarz do ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów*, Warszawa 2008, s. 583 i n.

<sup>69</sup> Zob. M. Szydło, *op. cit.*, s. 794.

stosujących praktyki naruszające zbiorowe interesy konsumentów<sup>70</sup> w maksymalnej wysokości 10% przychodu przedsiębiorcy w roku poprzedzającym rok wydawania decyzji (art. 106 u.o.k.k.).

W przypadku niewypełnienia obowiązków informacyjnych przez firmy inwestycyjne wobec klientów będących konsumentami można także zastosować sankcje o charakterze cywilnoprawnym wskazane w art. 12 u.p.n.p.r.<sup>71</sup> z tytułu stosowania wobec nich nieuczciwych praktyk rynkowych. Praktyka rynkowa<sup>72</sup> stosowana przez przedsiębiorców wobec konsumentów jest nieuczciwa (art. 4 ust. 1 u.p.n.p.r.) jeżeli jest sprzeczna z dobrymi obyczajami (z wymaganiami staranności zawodowej) i w istotny sposób zniekształca lub może zniekształcać zachowania rynkowe przeciętnego konsumenta przed zawarciem umowy dotyczącej produktu, w trakcie jej zawierania lub po jej zawarciu.

Ustawa o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym oparta została na konstrukcji: ogólnego zakazu stosowania nieuczciwych praktyk rynkowych (art. 3), przykładowego zestawu stypizowanych praktyk (art. 4 ust. 2), klauzuli generalnej (art. 4 ust. 1), zamkniętego katalogu praktyk uznawanych za nieuczciwe w każdych okolicznościach (art. 7 obejmuje zakazy *ex lege* praktyk wprowadzających w błąd, art. 9 – zakazy praktyk agresywnych).

Z punktu widzenia naruszania obowiązków informacyjnych istotne znaczenie mają nieuczciwe praktyki rynkowe wprowadzające w błąd, za które uznaje się zarówno działania (art. 5 ust. 1 u.p.n.p.r.)<sup>73</sup>, jak i zaniechanie wprowadzające w błąd konsumentów

<sup>70</sup> Do momentu wejścia w życie nowej ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów możliwe było nakładanie kar na przedsiębiorców jedynie wtedy, gdy podejmowali działania ograniczające konkurencję oraz gdy nie wykonywali decyzji Prezesa UOKiK wydawanych w ramach postępowań dotyczących naruszenia zbiorowych interesów konsumentów.

<sup>71</sup> Ustawa z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (Dz. U. Nr 171, poz. 1206), zwana dalej: u.p.n.p.r. Ustawa o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym znowelizowała ustawę o ochronie konkurencji i konsumentów, rozszerzając katalog praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów – w celu stworzenia najpełniejszego z możliwych systemu ochrony konsumentów przed nieuczciwymi praktykami rynkowymi, które mogą być skierowane zarówno do indywidualnych konsumentów, jak i do nieoznaczonego kręgu konsumentów. Tym samym nieuczciwa praktyka rynkowa może zostać uznana za praktykę naruszającą zbiorowe interesy konsumentów (i w konsekwencji stać się przedmiotem postępowania w sprawie praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów).

<sup>72</sup> Praktyką rynkową natomiast, zgodnie z art. 2 pkt 4 u.p.n.p.r., jest działanie lub zaniechanie przedsiębiorcy, sposób postępowania, oświadczenie lub informacja handlowa, w szczególności reklama i marketing, bezpośrednio związane z promocją lub nabyciem produktu (jest nim każdy towar lub usługa, w tym także nieruchomości, prawa i obowiązki wynikające ze stosunków cywilnoprawnych) przez konsumenta; oznacza to każde działanie lub zaniechanie przedsiębiorcy bez względu na charakter prawny takiego działania lub zaniechania. Praktyka rynkowa może przybrać zatem formę działania faktycznego, np. spammingu, reklamy, informacji o produkcie, ale też formę prawną, np. wprowadzającej w błąd oferty, wzorców umownych, regulaminów promocji lub konkursu. Należy więc zwrócić uwagę, że praktyka rynkowa może zaistnieć, zanim stosunek prawny z konsumentem zostanie nawiązany, jak również w trakcie jego trwania lub nawet po zakończeniu trwania danego stosunku prawnego.

<sup>73</sup> Art. 5 ust. 2 u.p.n.p.r. zawiera katalog działań przedsiębiorcy, które mogą zostać uznane za praktyki rynkowe wprowadzające w błąd. Należą do nich w szczególności: rozpowszechnianie nieprawdziwych informacji, rozpowszechnianie prawdziwych informacji w sposób mogący wprowadzić w błąd, działanie związane z wprowadzeniem produktu na rynek, które może wprowadzać w błąd w zakresie produktów lub ich opakowań, znaków towarowych, nazw handlowych lub innych oznaczeń indywidualizujących

(art. 6 ust. 1 u.p.n.p.r.)<sup>74</sup>. Jako nieuczciwe praktyki rynkowe w odniesieniu do informacji obligatoryjnych można zakwalifikować podanie przez przedsiębiorcę informacji błędnej lub niepełnej, a także pominięcie (czyli nienależyte wykonanie lub niewykonanie obowiązku informacyjnego). Należy zauważyć, że nie każde działanie lub zaniechanie, które narusza obowiązki informacyjne, jest nieuczciwą praktyką rynkową, ponieważ musi jeszcze być spełniona dodatkowa przesłanka, jaką jest wywarcie wpływu na decyzję konsumenta, której dotyczy umowa<sup>75</sup>. Za nieuczciwe praktyki rynkowe mogą zostać uznane informacje, które wprowadzają w błąd w fazie poprzedzającej zawarcie umowy, która dotyczy nabycia produktu, jeżeli jej pominięcie może wpłynąć na podjęcie decyzji przez przeciętnego konsumenta. Sfera przedkontraktowa została uznana za samodzielny obszar ochrony interesów przeciętnego konsumenta.

Praktyką istotnie zniekształcającą rynkowe zachowanie konsumenta jest takie działanie, które znacząco osłabia zdolność konsumenta do podjęcia decyzji w warunkach niedostatecznej wiedzy i przez to powoduje, że konsument podejmuje decyzję dotyczącą określonej umowy, której w innym przypadku by nie podjął<sup>76</sup>.

Odpowiedzialność cywilna za stosowanie nieuczciwych praktyk rynkowych (ochrona cywilnoprawna) została oparta na konstrukcji roszczeń, które przysługują konsumentowi<sup>77</sup> w razie stosowania przez przedsiębiorcę nieuczciwej praktyki rynkowej.

---

przedsiębiorcę bądź jego produkty, nieprzestrzeganie kodeksu dobrych praktyk, do którego przedsiębiorca dobrowolnie przystąpił, jeżeli przedsiębiorca ten informuje w ramach praktyki rynkowej, że jest związany kodeksem dobrych praktyk. Na podstawie art. 5 ust. 2 pkt 1–6 u.p.n.p.r. wprowadzające w błąd działanie może w szczególności dotyczyć: istnienia produktu, jego rodzaju lub dostępności, cech produktu, obowiązków przedsiębiorcy związanych z produktem, w tym usług serwisowych i procedury reklamacyjnej, praw konsumenta, w szczególności prawa do obniżenia ceny lub odstąpienia od umowy, ceny, sposobu obliczania ceny lub istnienia szczególnej korzyści cenowej, rodzaju sprzedaży, powodów stosowania przez przedsiębiorcę praktyki rynkowej. Są to obowiązki informacyjne przewidziane w ustawach konsumenckich.

<sup>74</sup> Zgodnie z art. 6 ust. 1 u.p.n.p.r. zaniechanie przedsiębiorcy wprowadzające w błąd uznaje się za praktykę rynkową, jeżeli pomija on istotne informacje (zgodnie z ust. 2 art. 6 u.p.n.p.r. za istotne informacje uważa się w szczególności takie informacje, które przedsiębiorca stosujący praktykę rynkową jest zobowiązany podać konsumentom na podstawie odrębnych przepisów), potrzebne przeciętnemu konsumentowi do podjęcia decyzji dotyczącej umowy i tym samym powoduje lub może powodować podjęcie przez przeciętnego konsumenta decyzji dotyczącej umowy, której inaczej by nie podjął. Ustawodawca uznał, że zaniechanie wprowadzające w błąd może przybierać różnorodne formy, a w szczególności polegać na: zatajeniu lub przekazaniu w sposób niejasny, wieloznaczny lub z opóźnieniem istotnych informacji dotyczących produktu, nieujawnieniu handlowego celu praktyki, jeżeli nie wynika on jednoznacznie z okoliczności i jeżeli powoduje to lub może spowodować podjęcie przez przeciętnego konsumenta decyzji dotyczącej umowy, której inaczej by nie podjął. Zob. też art. 6 ust. 4 u.p.n.p.r. odnoszący się do pojęcia istotnych informacji w przypadku propozycji nabycia produktu. Za istotne informacje uznaje się w szczególności: istotne cechy produktu w takim zakresie, w jakim jest to właściwe dla danego środka komunikacji handlowej i produktu, imię, nazwisko (nazwę) i adres przedsiębiorcy (siedzibę) oraz przedsiębiorcy, na rzecz którego działa; cenę uwzględniającą podatki, uzgodnienia dotyczące sposobu płatności, dostawy lub wykonania produktu oraz procedury rozpatrywania reklamacji, informacje o istnieniu prawa do odstąpienia od umowy lub rozwiązania umowy, jeżeli prawo takie wynika z ustawy lub umowy.

<sup>75</sup> K. Włodarska-Dziurzyńska, *Sankcje w prawie konsumenckim na przykładzie wybranych umów*, Warszawa 2009, s. 86–87.

<sup>76</sup> Wyrok SOKiK z 23 lutego 2006, XVII Ama 118/04, Dz. Urz. UOKiK nr 2, poz. 31.

<sup>77</sup> Przepisy ustawy o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym służą bowiem ochronie proceduralnej indywidualnych interesów konsumentów.

Konsument, którego interes prawny został naruszony lub zagrożony wskutek zastosowania nieuczciwej praktyki rynkowej, ma prawo wystąpienia z określonymi roszczeniami wskazanymi w art. 12 ust. 1 pkt 1–5 u.p.n.p.r. Katalog tych roszczeń nie ma charakteru zamkniętego, co oznacza, że uprawnione podmioty mają możliwość wystąpienia także z innymi roszczeniami, lecz nie na podstawie ustawy o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym, ale na podstawie kodeksu cywilnego. Konsument może żądać zgodnie z art. 12 ust. 1 u.p.n.p.r.<sup>78</sup>: zaniechania praktyki, usunięcia jej skutków, złożenia jednokrotnego lub wielokrotnego oświadczenia odpowiedniej treści i w odpowiedniej formie, naprawienia wyrządzonej szkody na zasadach ogólnych, w szczególności żądania unieważnienia umowy z obowiązkiem wzajemnego zwrotu świadczeń oraz zwrotu przez przedsiębiorcę kosztów związanych z nabyciem produktu, zasądzenia odpowiedniej sumy pieniężnej na określony cel społeczny związany ze wspieraniem kultury polskiej, ochroną dziedzictwa narodowego lub ochroną konsumentów. Konsument, który dochodzi roszczenia o zaniechanie niedozwolonych działań, powinien wykazać, że praktyka rynkowa stosowana przez przedsiębiorcę jest nieuczciwa<sup>79</sup>. W odniesieniu do działań wprowadzających w błąd odwrócono ciężar dowodu<sup>80</sup> na sprawcę danego czynu. Jest to sytuacja, która niewątpliwie działa na korzyść konsumenta. W ramach ochrony cywilnoprawnej konsumentów – lub inne podmioty w ich imieniu – mogą wytaczać powództwa indywidualne w celu dochodzenia roszczeń związanych także z naruszeniem ustaw konsumenckich<sup>81</sup>.

## 9. Podsumowanie

Powszechna znajomość praw i obowiązków – również wśród klientów firm inwestycyjnych (w tym konsumentów) – dzięki właściwemu przygotowaniu się do „procedury” kształtowania treści nawiązywanego stosunku umownego jest warunkiem skutecznej ochrony klientów usług maklerskich. Z uwagi na występującą asymetrię informacji między klientem a firmą inwestycyjną, jest to jednak w rzeczywistości sytuacja sporadyczna. Ze względu na złożoność usług inwestycyjnych i wysokie ryzyko dla usługobiorców

<sup>78</sup> Szerzej na temat szczegółowej charakterystyki tych roszczeń: A. Michalak, *Przeciwdziałanie nieuczciwym praktykom rynkowym. Komentarz*, Warszawa 2008, s. 252 i n.; R. Stefanicki, *Ustawa o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 485 i n.; M. Sieradzka, *Ustawa o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym. Komentarz*, Warszawa 2008, s. 253 in.; E. Rutkowska-Tomaszewska, *Nieuczciwe praktyki na rynku bankowych usług konsumenckich*, Warszawa 2011; E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013, s. 680 i n.

<sup>79</sup> Jedynie w odniesieniu do praktyk rynkowych wprowadzających w błąd (przez działanie lub zaniechanie) przewidziano odwrócony ciężar dowodu – w razie wniesienia przez konsumenta powództwa o zaniechanie praktyki rynkowej wprowadzającej w błąd, przedsiębiorca powinien udowodnić, że stosowana przez niego praktyka nie wprowadza w błąd.

<sup>80</sup> Odwrócenie ciężaru dowodu na przedsiębiorcę ma miejsce tylko wówczas, gdy z roszczeniem występuje konsument. Inaczej jest, gdy z roszczeniem występuje podmiot określony w art. 12 ust. 2 pkt 1–4 u.p.n.p.r.

<sup>81</sup> E. Rutkowska-Tomaszewska, *Nieuczciwe...*, s. 117.

niezbędne jest nałożenie na firmę inwestycyjną (w tym banki), obowiązków informacyjnych (są to tzw. pozytywne obowiązki). Zasadą jest, że informacje przekazane klientom przed zawarciem umowy powinny znaleźć odzwierciedlenie w umowie o świadczenie usługi maklerskiej. Firma inwestycyjna powinna zadbać o dowód potwierdzający wywiązanie się z nałożonego na nią obowiązku informacyjnego.

Firma inwestycyjna, wywiązując się z nałożonych obowiązków informacyjnych, musi dostosować sposób przekazywania informacji do ogólnego poziomu wiedzy klienta, różnicując zakres przekazywanych informacji w zależności od jego klasyfikacji jako klienta detalicznego czy profesjonalnego.

Dla zapewnienia skutecznej ochrony klienta istotne jest więc prowadzenie szeroko zakrojonej polityki informacyjnej dotyczącej obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych – obejmującej zakres tych przepisów i sankcje wiążące się z ich nieprzestrzeganiem. Tylko wtedy bowiem mogą one być rzeczywiście uruchamiane w razie niewywiązania się z obowiązków informacyjnych.

Dostęp do istotnych informacji, czyli transparentność informacyjna, jest fundamentalną zasadą obowiązującą na rynku kapitałowym, gwarantującą jego prawidłowe funkcjonowanie<sup>82</sup>, nie tylko na poziomie systemowym, ale także na poziomie relacji z klientem.

Klient detaliczny zwłaszcza w większości przypadków potrzebuje od firmy inwestycyjnej pomocy, aby móc dokładnie zdefiniować swoje oczekiwania, uzyskać właściwe rekomendacje oraz podjąć efektywne decyzje, potrzebuje, aby firma inwestycyjna nie tylko podzieliła się z nim już posiadanymi wiadomościami, ale także uzyskała dane na temat jego indywidualnej sytuacji (oczekiwań, preferencji), aby na podstawie takich danych dostosować do specyfiki klienta sposób wykonania zleconej usługi inwestycyjnej<sup>83</sup>.

Prawo klientów szeroko rozumianych instytucji finansowych (w tym także firm inwestycyjnych i banków) świadczących usługi maklerskie, zwłaszcza konsumenta, do uzyskania informacji o przedmiocie i warunkach świadczenia usługi finansowej, w tym także usługi maklerskiej które są podstawą do oceny sytuacji rynkowej i tym samym możliwie swobodnego podjęcia decyzji, to jedno z zasadniczych jego praw<sup>84</sup>. Jest także wyrazem kształtowanego przez unijne ustawodawstwo modelu ochrony konsumenta

---

<sup>82</sup> Szerzej na temat zakresu informacji, jakie spółki publiczne są zobowiązane przekazywać do publicznej wiadomości w związku z zawartymi umowami opcyjnymi – A. Romanowska-Zielonka, *Opcje walutowe a obowiązki informacyjne emitentów*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7, s. 11–16. Szerzej także T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 98.

<sup>83</sup> Por. T. Czech, *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej...*, s. 17.

<sup>84</sup> Konsument ma prawo do kompletnej i jednoznacznej informacji w sprawach mających istotne znaczenie dla zabezpieczenia jego interesu prawnego w warunkach globalizacji (masowości) obrotu prawnego i występowania na rynku wielu ofert, które nie zawsze posługują się prawdziwymi i pełnymi informacjami, a niekiedy wprowadzają w błąd lub w sposób ukryty godzą w indywidualny i zbiorowy interes konsumentów – wyrok SN z dnia 20 czerwca 2006 r., III SK 7/06, OSNP 2007, nr 13–14, poz. 207.

rozsądnego. Sprzyja także kształtowaniu przejrzystych i zrozumiałych relacji z klientami i zmniejsza ryzyko konfliktów.

Z perspektywy ochrony klienta bardzo ważna jest z pewnością także jasność i przejrzystość regulacji dotyczących obowiązków informacyjnych banków. Sprzyja ona ich należytej realizacji oraz umożliwia konsumentom sprawowanie kontroli nad tym, czy firmy inwestycyjne należycie wykonują swoje obowiązki względem nich. Nakaz przejrzystości przekazywanych informacji oznacza, że w każdym przypadku konieczności udostępnienia lub dostarczenia informacji powinien być spełniony wymóg sformułowania ich w sposób zrozumiały oraz w przejrzystej i czytelnej formie.

## **Materiały źródłowe**

### **Akty prawne:**

- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, (Dz.Urz UE L:145 z dnia 30/04/2004);
- Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz UE L:241/26 z dnia 02/09/2006) (akt wykonawczy);
- Rozporządzenie Komisji Europejskiej 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, dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L:241/1 z dnia 02/09/2006).
- Ustawa z dnia 2 marca 2000 r. o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny (t.j.: Dz. U. z 2012 r. poz. 1225 ze zm.);
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz. U. z 2010, nr 211, poz. 1384 ze zm.);
- Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz. U. Nr 50, poz. 331 z późn. zm.);
- Ustawa z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (Dz. U. Nr 171, poz. 1206);
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U.2012.1078);

### **Orzecznictwo:**

- Wyrok SN z 20.06. 2006 r., III SK 7/06, OSNP 2007, nr 13-14, poz. 207;
- Wyrok SN: z 16.02.2012 r. (IV CSK 225/11), „Monitor Prawa Bankowego” 2012, nr 10, s. 25;
- Wyrok SN z 27.04.2012 r. (V CSK 193/11), „Monitor Prawa Bankowego” 2013, nr 1, s. 32;
- Wyrok SN z 5.10.2012 r. (IV CSK 166/12), „Monitor Prawa Bankowego” 2013, nr 3, s. 30.
- Wyrok SN z 9.11.2012 r. (IV CSK 284/12), LEX nr 1286343;

Wyrok SN z 31.01.2013 r. (II CSK 330/12), LEX nr 1311773; z 19.06.2013 r. (I CSK 392/12), niepubl.;  
Wyrok SN z 19.09.2013 r. (I CSK 651/12), niepubl.;  
Wyrok SOKiK z 23.02. 2006, XVII Ama 118/04, Dz. Urz. UOKiK nr 2, poz. 31.  
Wyrok niemieckiego Trybunału Federalnego (Bundesgerichtshof) z 22.03.2011 r. (XI ZR 33/10), <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&n-r=27677&pos=0&anz=1>.

## Literatura:

- Aubry N., M. McKee, *MiFID: where did it come from, where is it taking us?*, „Journal of International Banking Law and Regulation” 2007/22(4).
- Bazylińska J., *Ochrona zbiorowych interesów konsumentów w prawie Unii Europejskiej i w wybranych porządkach prawnych państw członkowskich*, Toruń 2012.
- Beldowski J., K. Metelska-Szaniawska, *Law & Economics – geneza i charakterystyka ekonomicznej analizy prawa*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 10.
- Borowski A., *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Warszawa 2005.
- Chłopecki A., *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7.
- Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe: zagadnienia prawne*, Warszawa 2001.
- Chróścicki A., *Ochrona interesów inwestorów*, część I: „Gazeta Ubezpieczeniowa” 2007, nr 49, część II: „Gazeta Ubezpieczeniowa” 2007, nr 50, część III: „Gazeta Ubezpieczeniowa” 2007, nr 51.
- Czachórski W., A. Brzozowski, M. Safjan, E. Skowrońska-Bocian, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Warszawa 2002.
- Czech T., *Błąd co do treści umowy opcji walutowej*, „Glosa” 2013, nr 4.
- Czech T., *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej oraz instrumentów finansowych według MiFID*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7.
- Davies R.J., A. Dufour, B. Scott-Quinn, *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, Working Paper Series, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Elderfield M., *A Practitioner's Guide to MiFID*, City & Financial Publishing 2007.
- Giraud J.-R., C. D'Hondt, *MiFID: Convergence Towards a Unified European Capital Markets Industry*, Risk Books 2006.
- Fojcik-Mastalska E., *Instytucja finansowa i instytucja kredytowa w projekcie nowelizacji Prawa bankowego*, „Prawo Bankowe” 2001, nr 5.
- Gutowski M., *Umowa opcji*, Kraków 2003.
- Jakubiec A., *Charakter prawny i zmiany podmiotowe w umowie opcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 4.
- Kerkmeester H., *Methodology: General*, [w:] B. Bouckaert (red.), G. De Geest (red.), *Encyclopedia of Law and Economics. Volume I*.
- Kocot W. J., *Odpowiedzialność przedkontraktowa*, Warszawa 2013.
- Kohutek K., M. Sieradzka, *Komentarz do ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów*, Warszawa 2008.
- Korpalski M., *Obowiązek informacyjny banku przy oferowaniu transakcji pochodnej przedsiębiorcy*, „Glosa” 2011, nr 4.
- Korpalski M., *Premia opcyjna jako element istotny umowy opcji – glosa do wyroku Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 28.06.2012 r. (VI ACa 169/12)*, „Glosa” 2013, nr 1.
- Michalak A., *Przeciwdziałanie nieuczciwym praktykom rynkowym. Komentarz*, Warszawa 2008.
- Michór A., *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009.
- Michór A., *Komentarz do niektórych przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, eLEX 2010.

- Nelson P., *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID*, Cambridge University Press 2008.
- Nestoruk I.B., *Prezentacja przewodnika dla przedsiębiorców „Przeciwdziałanie nieuczciwym praktykom rynkowym”*. Potencjalne i rzeczywiste standardy ochrony prawnej konsumenta, Wrocław 2011.
- Nieborak T., *Pochodne instrumenty finansowe*, Warszawa 2004.
- The History and Methodology of Law and Economics*, Cheltenham Edward Elgar 2000.
- Olejniczak A., *Problematyka culpa in contrahendo na tle europejskiego prawa umów*, [w:] M. Pazdan (red.), W. Popiołek, E. Rott-Pietrzyk, M. Szpunar, *Europeizacja prawa prywatnego*, t. II, Warszawa 2008.
- Posner R.A., *Economic Analysis of Law*, Aspen Publishers 2003; S. Shavell, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press 2004.
- Romanowski M., *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 5.
- Romanowska-Zielonka A., *Opcje walutowe a obowiązki informacyjne emitentów*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 7.
- Rutkowska E., [w:] E. Fojcik-Mastalska (red.), *Prawo bankowe*, Wrocław 2009.
- Rutkowska E., P. Zawadzka, *Zadania Komisji Nadzoru Finansowego a sytuacja prawna inwestora na rynku kapitałowym*, „Prawo Bankowe” 2008, nr 5.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Nieuczciwe praktyki na rynku bankowych usług konsumenckich*, Warszawa 2011.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Ochrona konsumenta na rynku usług finansowych w prawie europejskim na przykładzie najnowszych dyrektyw unijnych*, [w:] H. Litwińczuk (red.), *Prawo europejskie – 5 lat doświadczeń w polskim prawie finansowym*, Warszawa 2011.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013.
- Rutkowska-Tomaszewska E., A. Kołodziej, *Ustawa o ochronie niektórych praw konsumentów. Komentarz*, Lexis Nexis, Warszawa 2012, wydanie elektroniczne.
- Sójka T., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008.
- Semczuk K., *Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych*, „Prawo Bankowe” 2007, nr 9.
- Semczuk K., *Zasada najlepszej realizacji zlecenia na rynku pozagieldowych instrumentów finansowych po wejściu w życie MIFID*, „Prawo Bankowe” 2008, nr 2.
- Sieradzka M., *Ustawa o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym. Komentarz*, Warszawa 2008.
- Stefanicki R., A. Wędrychowska-Karpińska, *Komentarz do art. 24*, [w:] A. Stawicki (red.), *Komentarz do ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów*, Warszawa 2011.
- Stefanicki R., *Ustawa o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym. Komentarz*, Warszawa 2009.
- Stelmach J., *Spór o ekonomiczną analizę prawa*, [w:] J. Stelmach (red.), M. Soniewicka (red.), *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawniczych*, Warszawa 2007.
- Stroiński R.T., *Ekonomiczna analiza prawa, czyli w poszukiwaniu efektywności*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2002, nr 3.
- Stroiński R.T., *Wprowadzenie do ekonomicznej analizy prawa (law and economics)*, [w:] M. Bednarski, J. Wilkin (red.), *Ekonomia dla prawników i nie tylko*, Warszawa 2005.
- Sobolewski L., *Umowa opcji zbycia lub nabycia instrumentów finansowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1998, nr 1.
- Szydło M., *Publicznoprawna ochrona zbiorowych interesów konsumentów*, „Monitor Prawniczy” 2004, nr 17.
- Wiaderek G., *Umowa opcyjna – konstrukcja prawna*, „Glosa” 1999, nr 3.