



You have downloaded a document from
RE-BUŚ
repository of the University of Silesia in Katowice

Title: Wybrane zagadnienia nadzoru nad rynkiem kapitałowym w świetle prawa wspólnotowego

Author: Rafał Blicharz

Citation style: Blicharz Rafał. (2009). Wybrane zagadnienia nadzoru nad rynkiem kapitałowym w świetle prawa wspólnotowego W: B. Mikołajczyk, J. Nowakowska-Małusecka (red.), "Prawo międzynarodowe, europejskie i krajowe - granice i wspólne obszary : księga jubileuszowa dedykowana Profesor Genowefie Grabowskiej" (s. 81-100). Katowice : Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego.



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersYTET ŚLĄSKI
W KATOWICACH



Biblioteka
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki
i Szkolnictwa Wyższego

Rafał Blicharz

Wybrane zagadnienia nadzoru nad rynkiem kapitałowym w świetle prawa wspólnotowego

Wprowadzenie

Dynamiczny rozwój rynków finansowych, przy jednocześnie postępującej globalizacji i unifikacji usług finansowych świadczonych na całym świecie, wymusza na państwach podejmowanie działań, mających na celu konsolidację zasad, metod i środków sprawowania nadzoru nad podmiotami świadczącymi tego rodzaju usługi. Potrzeba taka jest szczególnie wyraźna w tych regionach świata, w których na relatywnie dużym obszarze lub w stosunku do względnie wielu osób występuje, z uwagi na regulacje wewnętrzne, swoboda przepływu przede wszystkim usług i kapitału. Zniesienie barier w celu swobodnego przepływu usług lub kapitału na ogromną skalę¹ z reguły pociąga za sobą trudności w kontroli i nadzorze nad takimi przepływami. Sytuacja taka ma miejsce na przykład w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej czy w Unii Europejskiej. Swobody te bowiem, oprócz wolności alokacji środków finansowych, kapitału, niosą z sobą także zwiększone ryzyko nadużyć. Stąd w wielu państwach, nie wyłączając Polski², dokonuje się konsolidacji nadzoru nad poszczególnymi segmentami rynków finansowych, a w szerszej skali — ujednocila się wewnętrzne regulacje w tym zakresie,

¹ Np. samych obywateli Unii Europejskiej w 2005 r. było ok. 460 mln, co stanowiło ok. 7% ogółu ludności świata (dane za: Eurostatem: *Europe in figures — Eurostat years book 2006—2007*), a w USA ok. 302 mln (dane za: *U.S. Census Bureau*).

² Czego wyrazem jest ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym i utworzona na jej podstawie Komisja Nadzoru Finansowego.

jak również ułatwia się przepływy informacji pomiędzy organami właściwymi w sprawach nadzoru nad rynkami finansowymi poszczególnych państw, zwłaszcza tych, które tworzą struktury o charakterze międzynarodowym, umożliwiające swobodny przepływ kapitału lub usług.

W ostatnich latach, z coraz większym nasileniem, zauważalna jest naturalna tendencja zmierzania do ujednoczenia przepisów prawnych w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz państwach członkowskich Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Zasady swobodnego przepływu osób, towarów, usług i kapitału czy zniesienie granic na terytorium Unii Europejskiej w sposób niemal namacalny wskazują na postępującą integrację europejską. Zjawisko to znajduje swe odzwierciedlenie także w regulacjach rynków finansowych, w tym rynku kapitałowego. Sukcesywne otwieranie się finansowych rynków europejskich, w tym m.in. możliwość prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne bez konieczności uzyskiwania dodatkowych zezwoleń na terytoriach innych państw członkowskich (zasada *single passport*), ułatwia nie tylko prowadzenie działalności na terytorium całej Unii, ale także stwarza nowe możliwości finansowania podejmowanych przedsięwzięć oraz pomnażania zgromadzonego kapitału. Z uwagi jednak na masowość obrotu, ogromną skalę powiązań pomiędzy przedsiębiorcami a indywidualnymi osobami, rozszerzającą się swobodę inwestowania, transgraniczne przepływy kapitałów, rynki finansowe państw członkowskich Unii Europejskiej stają się coraz bardziej podatne na wykorzystywanie ich w nielegalnych celach. Stąd, oprócz tendencji liberalistycznej w prawie rynku finansowego, coraz większe znaczenia odgrywa drugi nurt, jakim jest dążenie do wzmocnienia nadzoru nad poszczególnymi segmentami tego rynku. Tendencja ta widoczna jest w dyrektywach Unii Europejskiej dotyczących prawa rynku finansowego, w tym głównie rynku kapitałowego, wydawanych przede wszystkim przez Parlament Europejski oraz Radę.

Ostatnie zmiany polskiego prawa rynku kapitałowego uwzględniają ten kierunek. Między innymi z powodu konieczności dostosowania krajowych rozwiązań do wzorców europejskich, w 2006 r. wprowadzono nowe regulacje w zakresie publicznego obrotu instrumentami finansowymi (ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym³, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi⁴, ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁵, ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym⁶). Nowe ustawy dostosowane zostały przede wszystkim do takich aktów prawa wspólnotowego, jak:

³ Ustawa z dn. 29 lipca 2005 r. Dz.U. nr 183, poz. 1537, dalej zwana unrk.

⁴ Ustawa z dn. 29 lipca 2005 r. Dz.U. nr 183, poz. 1538, dalej zwana u.obr.instr.fin.

⁵ Ustawa z dn. 29 lipca 2005 r. Dz.U. nr 184, poz. 1539, dalej zwana u.ofier.publ.

⁶ Ustawa z dn. 21 lipca 2006 r. Dz.U. nr 157, poz. 1119, dalej zwana unrf.

- Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużycia na rynku — *market abuse*)⁷,
- Dyrektywa Komisji 2003/124/WE z dn. 22 grudnia 2003 r. wykonująca Dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku⁸,
- Dyrektywa Komisji 2003/125/WE z dn. 22 grudnia 2003 r. wykonująca Dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie uczciwego przedstawiania zaleceń inwestycyjnych oraz ujawniania konfliktów interesów⁹,
- Dyrektywa Komisji 2004/72/WE z dn. 29 kwietnia 2004 r. wykonująca Dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach¹⁰,
- Dyrektywa 2001/34/WE z dn. 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji, które dotyczą papierów wartościowych podlegających publikacji¹¹,
- Dyrektywa 2003/71/WE z dn. 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych, zmieniająca Dyrektywę 2001/34/WE¹²,
- Dyrektywa 2004/39/WE z dn. 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych¹³,
- Dyrektywa Rady 93/6/EWG z dn. 15 marca 1993 r. w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych¹⁴,
- Dyrektywa Rady 93/22/EWG z dn. 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych¹⁵,

⁷ Dz.Urz. WE L 96 z dn. 12 kwietnia 2003 r., dalej zwana w skrócie dyrektywą *market abuse*.

⁸ Dz.Urz. WE L 339 z dn. 24 grudnia 2003 r.

⁹ Dz.Urz. WE L 339 z dn. 24 grudnia 2004 r.

¹⁰ Dz.Urz. WE L 162 z dn. 30 kwietnia 2004 r.

¹¹ Dz.Urz. WE L 184 z dn. 6 lipca 2001 r.

¹² Dz.Urz. WE L 345 z dn. 31 grudnia 2003 r.

¹³ Dz.Urz. WE L 145 z dn. 30 kwietnia 2004 r.

¹⁴ Dz.Urz. WE L 141 z dn. 11 czerwca 1993 r.

¹⁵ Dz.Urz. WE L 141 z dn. 11 czerwca 1993 r. Dz.Urz. WE L 168 z dn. 18 lipca 1995 r. Dz.Urz. WE L 290 z dn. 17 listopada 2000 r. i Dz.Urz. WE L 35 z dn. 11 lutego 2003 r.

- Dyrektywa 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów¹⁶,
- Dyrektywa 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 16 grudnia 2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego, zmieniająca Dyrektywy Rady 73/239/EWG, 79/267/EWG, 92/49/EWG, 92/96/EWG, 93/6/EWG i 93/22/EWG oraz Dyrektywy 98/78/WE i 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady¹⁷.

Pierwsze cztery z wymienionych dyrektyw uwzględnione zostały przede wszystkim w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, natomiast następne dwie — głównie w ustawie o ofercie publicznej. Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym w stosunku do poprzedniego unormowania nie wprowadziła zmian o charakterze zasadniczym. Jej celem było raczej uporządkowanie dotychczasowej regulacji niż stosowanie nowych rozwiązań¹⁸.

Wymienione dyrektywy nie wyczerpują całego katalogu europejskich aktów prawnych dotyczących regulacji prawa rynku finansowego, jednak mają zasadnicze znaczenie z punktu widzenia nadzoru nad rynkiem kapitałowym. W regulacji działalności każdego podmiotu nadzorującego szczególne znaczenie mają: ustalenie statusu organu nadzorującego, kryteria nadzoru, jakimi ten się posługuje, postępowanie kontrolne i nadzorcze oraz środki oddziaływania na podmioty nadzorowane. Zagadnienia te, choć nie wyczerpują wszystkich problemów związanych z nadzorem rynku kapitałowego, będą przedmiotem dalszych rozważań.

Organ nadzorujący oraz system nadzoru

Unijne dyrektywy co do zasady nie narzucają rozwiązań dotyczących organów nadzorujących rynki finansowe poszczególnych państw członkowskich. W zakresie organów sprawujących pieczę nad rynkami kapitałowymi dyrektywy jedynie podnoszą, że organy te powinny czuwać nad przestrzeganiem i stosowaniem obowiązujących przepisów. Zgodnie z dyrektywą *market abuse*, każde państwo członkowskie zobowiązane zostało do wyznaczenia jednego organu administracyjnego, mającego za zadanie zapewnienie stosowania przepisów tej dyrektywy (art. 11). Podobnie kwestię tę reguluje dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych, która dodatko-

¹⁶ Dz.Urz. WE L 84 z dn. 26 marca 1997 r.

¹⁷ Dz.Urz. WE L 35 z dn. 11 lutego 2003 r.

¹⁸ Zob. uzasadnienie do ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, s. 1.

wo podnosi, że organem nadzorczym powinien być organ władzy publicznej, niezależny od podmiotów aktywnych gospodarczo i niezależny od występujących powiązań gospodarczych (pkt 58).

Kwestia ustrojowej organizacji nadzoru nad krajowym rynkiem finansowym pozostawiona została gestii każdego państwa członkowskiego. W tym zakresie wykształciły się trzy podstawowe rozwiązania: nadzór segmentowy, nadzór segmentowy kooperacji oraz system nadzoru ujednoczonego (zintegrowanego). Pierwszy system polega na nadzorowaniu poszczególnych segmentów rynku finansowego przez oddzielne, niezależne instytucje — organy nadzorujące (*separate agencies system*). System nadzoru segmentowego kooperacji tym różni się od pierwszego systemu nadzoru, że występują w nim silne powiązania pomiędzy organami nadzorującymi poszczególne segmenty rynku finansowego. Powiązania te mogą wynikać z występowania wspólnego organu nadzorującego te organy nadzorujące, umów przewidujących obowiązek współpracy między organami nadzorującymi poszczególne rynki (segmenty rynku finansowego), obejmujący przede wszystkim wymianę informacji o podmiotach nadzorowanych oraz wspólnym stosowaniu określonych środków nadzorczych, lub polegać na tworzeniu swoistych grup nadzorczych, w których jeden z organów nadzorujących odgrywa rolę wiodącą w nadzorze nad danym podmiotem nadzorowanym (*coordinated lead regulator system*). Natomiast w systemie zintegrowanego nadzoru występuje jedna instytucja nadzorująca cały rynek finansowy (*integrated agency system*). Przyjęcie jednego z tych modelowych rozwiązań organizacji nadzoru nad rynkiem kapitałowym nie jest obojętne z punktu widzenia efektywności nadzoru. Z tych powodów, w dobie postępującej integracji rynków finansowych, zwłaszcza na jednolitym rynku europejskim, Unia Europejska zaleca „zbliżenie uprawnień” przysługujących organom nadzorującym poszczególne segmenty rynków finansowych w państwach członkowskich, tak aby stosować w miarę równorzędne rozwiązania w zakresie nadzoru (pkt 60 Dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych).

Europejskie kryteria nadzoru

Prawo Unii Europejskiej nie wskazuje wiążących kryteriów, jakimi powinny się kierować właściwe organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym w swej działalności w poszczególnych państwach członkowskich. Regulacje europejskie nie poświęcają szczególnej uwagi temu zagadnieniu, ograniczając się raczej do określania wymagań, jakie muszą spełniać dane podmioty lub jakim muszą sprostać państwa członkowskie. Ponieważ duża część prze-

pisów prawa wspólnotowego odnoszących się do prawa rynku kapitałowego ma charakter dyrektyw, ich charakter pozwala na stosowanie rozmaitych kryteriów nadzoru¹⁹. Postulowane stany, jakie powinny być osiągnięte w wyniku zastosowania konkretnych dyrektyw i rozporządzeń, w omawianym tu zakresie opisywane są za pomocą określeń niejednoznacznych. Używane przez europejskiego prawodawcę sformułowania cechuje daleko idąca ogólnikowość. Warunkiem przyjęcia rozwiązań wskazywanych w dyrektywach jest jednak osiągnięcie celów, dla jakich zostały one stworzone. Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych posługuje się na przykład kryterium uczciwej, sprawiedliwej i profesjonalnej działalności, zgodnej z najlepiej pojętymi interesami klientów (art. 19 ust. 1), rzetelnych, niebudzących wątpliwości i niewprowadzających w błąd informacji (art. 19 ust. 2), podjęcia wszelkich właściwych kroków w celu uzyskania, podczas realizacji zleceń, możliwie najlepszych dla klienta wyników (art. 21 ust. 1 — zasada tzw. możliwie najlepszej realizacji²⁰), uczciwej i należytej realizacji zleceń klienta (art. 22 ust. 1), uczciwości, rzetelności i profesjonalności oraz zapewnienia integralności rynku (art. 25 ust. 1), należytego i ostrożnego zarządzania rynkiem regulowanym, efektywności kierowania takim rynkiem, wystarczająco nieposzlakowanej opinii i odpowiedniego doświadczenia (art. 37 ust. 1), jasnych i wyraźnych podstaw domniemania (art. 62 ust. 1). Innym przykładem ogólnikowości postulowanych w dyrektywach kryteriów może być art. 38 wymienionej dyrektywy, zgodnie z którym państwa członkowskie wymagają, aby osoby, które mogą wywierać bezpośrednio lub pośrednio istotny wpływ na zarządzanie rynkiem regulowanym, były odpowiednie. Dyrektywa w sprawie usług inwestycyjnych w papiery wartościowe, zwana w skrócie ISD, posługiwała się podobnymi określeniami, a ponadto: najlepiej pojętym interesem klientów, właściwym wykonywaniem działalności, bezpieczeństwem rynku (art. 11 ust. 1), interesem dobra publicznego (art. 17 ust. 4). Z przykładowego katalogu terminów, jakimi posługują się dyrektywy, wynika, że polskie kryteria nadzoru nad rynkiem kapitałowym odpowiadają intencji europejskiego prawodawcy, a ponadto są bardziej jednolite, tzn. jest

¹⁹ Na temat charakteru prawnego dyrektyw zobacz: A. Przyborska-Klimczak, E. Skrzydło-Tefelska: *Dokumenty Wspólnot Europejskich*. Lublin 1994, s. 149; M. Michalski, L. Sobolewski: *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*. Warszawa 1999, s. 35; T. Kot: *Harmonizacja prawa w Unii Europejskiej*. „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 1995, z. 4, s. 557; także: *Dyrektywy Unii Europejskiej. Wybór dyrektyw Unii Europejskiej dotyczących ubezpieczeń i papierów wartościowych*. Warszawa 1998; A. Chłopecki, M. Dyl: *Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie. Rynek kapitałowy*. Warszawa 2000; M. Szpunar: *Źródła i pojęcie prawa wspólnotowego*. „Rejent” 1997, nr 4, s. 11. Więcej na temat prawa europejskiego zob.: C. Mik: *Europejskie prawo wspólnotowe. Zagadnienia teorii i praktyki*. Warszawa 2000.

²⁰ Zob. preambuła dyrektywy, pkt 33.

ich mniej i są najczęściej ujmowane syntetycznie, obejmując swym zakresem wymagania stawiane dyrektywami, choć nie są bardziej jednoznaczne. Jednocześnie trudno zarzucić polskiemu prawodawcy zbytnią niejednoznaczność w świetle konieczności dostosowania polskiego prawa do również niejednoznacznej regulacji w tym zakresie prawa europejskiego. Widząc poważne mankamenty niedookreśloności kryteriów nadzoru, nie można jednak zapominać o zaletach takiego rozwiązania. Klauzule generalne pozwalają bowiem na elastyczność stosowania prawa, dzięki czemu w przyszłości możliwe jest szersze obejmowanie regulacją pewnych zjawisk, których wystąpienia nie można przewidzieć obecnie.

Ius procedendi oraz środki nadzoru

Prawo wspólnotowe nie reguluje procedur, jakie powinny być stosowane przez organy właściwe do spraw związanych z prawem rynku kapitałowego. Kwestie te pozostawione zostały w gestii państw członkowskich. Akty prawa wspólnotowego wskazują jednak pewne standardy, jakie powinny być zachowane podczas realizowania zadań organów nadzorujących rynek. Zgodnie z art. 12 dyrektywy *market abuse*, organy właściwe do spraw związanych z nadzorem nad rynkiem finansowym powinny być wyposażone w uprawnienia nadzorcze i śledcze niezbędne do wypełniania swych funkcji. Dyrektywa wymienia przykładowe i minimalne zarazem uprawnienia, jakie powinny być przyznane organom nadzorującym rynki kapitałowe, tak aby mogła ona skutecznie wykonywać powierzone jej zadania. Należą do nich:

- prawo do posiadania dostępu do każdego dokumentu w jakiegokolwiek formie,
- prawo do otrzymywania kopii takich dokumentów,
- prawo do żądania informacji od każdej osoby, wraz z osobami, które biorą udział w przekazywaniu zleceń lub prowadzeniu określonych operacji, a także ich zwierzchników oraz, jeżeli jest to konieczne, wzywania i przesłuchiwania każdej z tych osób,
- prawo do dokonywania kontroli na miejscu,
- prawo do żądania wydania rejestrów połączeń telefonicznych i rejestrów przesyłu danych,
- prawo do żądania zaprzestania każdej praktyki niezgodnej z przepisami prawa przyjętymi w dyrektywie *market abuse*,
- prawo do zawieszania obrotu danymi instrumentami finansowymi,
- prawo do żądania zamrożenia lub sekwestracji (konfiskaty) aktywów,
- prawo do żądania czasowego zakazu wykonywania zawodu.

Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych, oprócz wymienionych, wskazuje między innymi także prawo do: żądania udzielania informacji przez uprawnionych audytorów przedsiębiorstw inwestycyjnych i rynków regulowanych, zastosowania wszelkiego rodzaju środków zapewniających permanentne spełnianie wymogów stawianych przedsiębiorstwom inwestycyjnym oraz rynkom regulowanym, przekazywania spraw organom ścigania czy umożliwienia audytorom lub innym biegłym przeprowadzania określonych czynności²¹.

Organy nadzorujące rynki kapitałowe w państwach członkowskich Unii Europejskiej mogą wykonywać swe uprawnienia bezpośrednio lub we współpracy z innymi organami bądź przedsiębiorstwami rynkowymi, lub na ich odpowiedzialność, w drodze delegacji do takich organów lub przedsiębiorstw rynkowych, a także przez składanie wniosków do właściwych organów sądowych. Kontrola czy — jak mówi dyrektywa — „czynności śledcze” mają na celu sprawdzenie, czy podmioty kontrolowane (nadzorowane) spełniają wymagania określone prawem, zgodnie z kryteriami przyjętymi przez prawodawstwa krajowe²². Dyrektywa odnosi się także do obowiązku zachowania tajemnicy zawodowej przez osoby, które uzyskały dostęp do pewnych informacji w wyniku prowadzonej działalności przez organy nadzorujące rynek finansowy danego państwa członkowskiego. Zgodnie z art. 13 dyrektywy *market abuse*, obowiązek zachowania tajemnicy zawodowej ma zastosowanie do wszystkich osób, które pracują lub pracowały dla właściwego organu bądź przedsiębiorstwa rynkowego, któremu właściwy organ powierzył swe uprawnienia, wraz z biegłymi rewidentami i biegłymi przeszkolonymi przez właściwy organ. Informacja objęta tajemnicą zawodową nie może być ujawniona żadnej innej osobie lub organowi, z wyjątkiem przypadków ustanowionych przepisami prawa.

W dobie dynamicznego rozwoju rynków finansowych oraz wyraźnie zauważalnej globalizacji występujących na nich zjawisk, szczególnego znaczenia nabiera współpraca międzynarodowa w zakresie monitoringu, tj. kontroli i nadzoru nad tymi rynkami. Procesy te w znacznym stopniu utrudniają coraz większa kompleksowość usług świadczonych przez instytucje finansowe oraz różnice w regulacji nadzoru w poszczególnych państwach. W tym zakresie rola wspólnotowych regulacji zmierzających do unifikacji uprawnień i procedur stosowanych przez organy nadzorujące rynki kapitałowe w państwach członkowskich Unii Europejskiej wydaje się nie do przecenienia. Dążąc do realizacji jednolitego rynku usług finansowych w ramach Unii Europejskiej, Parlament Europejski i Rada Unii Europejskiej za istotny element jednolitej regulacji prawa rynku usług finansowych uznały współ-

²¹ Zob. art. 50 dyrektywy.

²² Por. np. art. 9, 13, 16, 37—39 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych.

działanie organów nadzorujących takie rynki w poszczególnych państwach członkowskich. Zagadnieniu temu dyrektywa *market abuse* poświęca cały, wyraźnie rozbudowany w stosunku do innych artykułów, art. 16. Kwestia współpracy zagranicznych organów nadzoru nad rynkiem kapitałowym jest także przedmiotem regulacji Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych²³. Współpraca organów nadzorujących rynki finansowe w poszczególnych państwach członkowskich, w założeniu dyrektywy, powinna opierać się na wzajemnym udzielaniu sobie pomocy przez te organy, wymianie informacji oraz współdziałaniu przy czynnościach śledczych, tj. w ramach prowadzonych postępowań (w Polsce dotyczy to przede wszystkim postępowania wyjaśniającego i kontrolnego), jak również w trakcie wykonywania nadzoru²⁴. Współpraca winna mieć miejsce także w przypadku innych czynności, jeżeli tylko dotyczą one podmiotów zagranicznych (np.: zakładanie oddziałów przez podmioty zagraniczne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, podejrzenie naruszenia przepisów prawa przez podmioty zagraniczne za granicą, nawet jeżeli ich działania oddziałują na rynek państwa trzeciego, innego niż państwo macierzyste tych podmiotów²⁵). Współpraca organów nadzorujących rynki finansowe nie jest uzależniona od dobrej woli tych organów, lecz stanowi ich obowiązek (por. art. 16 ust. 2 dyrektywy *market abuse*). Stąd organy te zobowiązane są do niezwłocznego dostarczania informacji, o które wystąpi inny organ, a w razie braku możliwości ich przekazania — poinformowania o tym fakcie wraz ze wskazaniem przyczyn takiego stanu, z tym że sytuacje takie powinny stanowić raczej wyjątek od zasady przekazywania informacji niż regułę²⁶. Odmowa udzielenia żądanych informacji może mieć miejsce w trzech przypadkach:

- gdy przekazanie tych informacji mogłoby mieć niekorzystny wpływ na suwerenność, bezpieczeństwo lub porządek publiczny państwa członkowskiego, do którego skierowane jest żądanie udzielenia informacji,
- gdy zostało już wszczęte postępowanie sądowe w sprawie tych samych działań i przeciwko tym samym osobom przed organami państwa członkowskiego, do którego skierowane jest żądanie udzielenia informacji lub
- jeżeli w odniesieniu do tych działań został już wydany prawomocny wyrok w stosunku do tych osób przez organy państwa członkowskiego, do którego skierowane jest żądanie udzielenia informacji²⁷.

²³ Zob. zwłaszcza rozdz. II dyrektywy.

²⁴ Por. art. 56 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych, art. 96 u.obr.instr.fin.

²⁵ Zob. art. 16 ust. 3 dyrektywy *market abuse* oraz art. 57 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych.

²⁶ Por. art. 21 ust. 2 unkr.

²⁷ Por. także art. 60 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych. Implementacja postanowień dyrektyw w tym zakresie ma miejsce w art. 21 ust. 3 unkr.

Rozwiązania z przytoczonych dyrektyw oraz innych, które dotyczą współpracy między zagranicznymi organami nadzoru nad rynkami finansowymi, w tym przede wszystkim kapitałowymi, wprowadzone zostały do polskiego porządku prawnego w poszczególnych aktach prawnych regulujących prawo rynku kapitałowego oraz odnoszących się do działających także na rynku kapitałowym podmiotów. W sposób ogólny zasady przepływu informacji i zakres ich zastosowania²⁸ reguluje ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, natomiast szczegółowe zasady, warunki lub terminy konsultacji²⁹ bądź wymiany informacji znajdują się w przepisach szczególnych, odnoszących się do poszczególnych zagadnień lub sytuacji, w których współpraca międzynarodowa jest niezbędna.

Wybrane rozwiązania europejskie w świetle polskiego prawa

W celu stworzenia jednolitego rynku przepisy prawa wspólnotowego wymusiły na państwach członkowskich wprowadzenie w miarę jednolitych warunków w zakresie poszczególnych kwestii dotyczących rynku kapitałowego. Jednolite warunki, wymagane od poszczególnych podmiotów w zakresie podejmowania przez nie działalności w ramach rynku kapitałowego, znacznie uprościły pewne procedury, czyniąc niektóre z nich zupełnie zbędnymi. Szczególnie ważna stała się jednak współpraca organów nadzorujących rynki kapitałowe poszczególnych państw członkowskich. Z tych też powodów, w odniesieniu do podmiotów zagranicznych prowadzących działalność na polskim rynku kapitałowym, Komisja Nadzoru Finansowego najczęściej zobowiązana jest, zgodnie z zasadą „lokalizacji na rynku”, współpracować z właściwymi im zagranicznymi organami nadzoru, w tym przede wszystkim wymieniać się informacjami, w niektórych sytuacjach przekazywać także stosowne informacje Komisji Europejskiej (np. art. 110 u. obr. instr. fin.). Obowiązek współpracy z właściwymi organami nadzoru innego państwa członkowskiego dotyczy również podmiotów, które nie są podmiotami zagranicznymi, lecz zależą bezpośrednio lub pośrednio od zagranicznych firm inwestycyjnych albo od podmiotów prowadzących określoną działalność na terytorium innego państwa należącego do OECD lub WTO (np. art. 96 u. obr. instr. fin.). W pewnych przypadkach Komisja, oprócz uzyskania odpowiednich informacji od właściwego organu państwa macierzy-

²⁸ Por. art. 20 ust. 1, 3 unrk, art. 21 ust. 4, 5 unrk.

²⁹ Zob. art. 21 ust. 8 unrk.

stego, może wskazać warunki wykonywania działalności na terenie Polski przez podmioty zagraniczne pochodzące z tego państwa (np. art. 270 ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych³⁰)³¹.

Prospekt emisyjny

Ujednoczenie w skali europejskiej przepisów dotyczących treści i formy prospektu emisyjnego umożliwiło wprowadzenie zasady wzajemnego uznawania prospektów emisyjnych w państwach członkowskich (tzw. zasada *single passport*). Zgodnie z zasadą *single passport*, prospekt raz zatwierdzony przez właściwe władze dopuszczające papiery wartościowe do publicznego obrotu w państwie macierzystym emitenta jest ważny i uznawany w każdym innym państwie członkowskim³². W przypadku gdy prospekt przedstawiony przez emitenta zostanie zatwierdzony w jego państwie macierzystym, inne państwa członkowskie nie mogą przeprowadzać żadnej procedury zmierzającej do zatwierdzenia prospektu. Dotyczy to także raz zatwierdzonych aneksów (art. 17 dyrektywy 2003/71/EC)³³. Zgodnie z ustawą o ofercie publicznej, w takich przypadkach Komisja może jedynie zgłosić sprzeciw wobec dokonywania oferty publicznej lub ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, jeżeli uzna, że memorandum informacyjne nie odpowiada pod względem treści lub formy wymaganiom określonym w przepisach prawa³⁴. Gdy emitent ubiega się o dopuszczenie papierów wartościowych do publicznego obrotu w innym niż macierzyste państwie członkowskim, przeprowadzana jest jedynie procedura notyfikacji. Na wniosek emitenta władze jego państwa macierzystego, właściwe dla zatwierdzenia prospektu, po jego zatwierdzeniu mają obowiązek przekazać właściwym władzom państwa członkowskiego, w którym emitent ubiega się o dopuszczenie papierów wartościowych do publicznego obrotu, zaświadczenie o zatwierdzeniu prospektu, potwierdzające, iż spełnia on wymogi dyrektywy 2003/71/EC, oraz kopię prospektu. W ustawie o ofercie publicznej odpowiednikiem tego przepisu dyrektywy jest art. 37. W razie konieczności wraz z notyfikacją należy przekazać także tłumaczenie skrótu prospektu, za sporządzenie którego odpowiedzialny jest emitent. Władze państwa ma-

³⁰ Ustawa z dn. 27 maja 2004 r. Dz.U. nr 146, poz. 1546 z późn. zm., dalej zwana ufi.

³¹ Por. art. 3, 5, 14 Dyrektywy Rady Wspólnoty Europejskiej z dn. 10 maja 1993 r. o usługach inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (93/22/EEC).

³² Zob. L. O r ę z i a k: *Rynek finansowy Unii Europejskiej*. Warszawa 1999, s. 49–51.

³³ Zob. odpowiednio art. 37 i 38 u.ofer.publ.

³⁴ Zgłaszając sprzeciw, Komisja zakazuje przeprowadzenia oferty publicznej lub ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym — art. 38 u.ofer.publ.

cierzystego emitenta powinny dokonać takiej notyfikacji w terminie trzech dni roboczych od dnia złożenia przez emitenta wniosku w tej sprawie lub w terminie jednego dnia roboczego od dnia zatwierdzenia prospektu, jeżeli wniosek taki emitent przedłożył razem z prospektem (art. 18 ust. 1 dyrektywy 2003/71/EC).

Zasada współdziałania organów nadzorujących rynki kapitałowe poszczególnych państw członkowskich umożliwia także, jednak w drodze wyjątku, przekazywanie rozstrzygnięcia niektórych spraw organom nadzorującym w innych państwach członkowskich. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd na podstawie porozumienia z takim organem może przekazać mu rozpatrzenie wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego (niezależnie od jego postaci, tj. jednolitego dokumentu czy 3 dokumentów) złożonego Komisji przez emitenta, dla którego Polska jest państwem macierzystym, jeżeli Komisja uzna to za uzasadnione, w szczególności specyfiką tego emitenta, papierów wartościowych objętych prospektem emisyjnym albo charakterem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym (art. 35 ust. 1 i 2 u.ofer.publ.).

Niejednoznaczna regulacja dotyczy emitenta z siedzibą w państwie niebędącym członkiem UE lub stroną Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Zgodnie z art. 25 ust. 2 u.ofer.publ., emitent taki może sporządzać prospekt emisyjny na podstawie przepisów prawa ich siedziby, pod warunkiem, że został sporządzony zgodnie z właściwymi standardami opracowanymi przez Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO), oraz że informacje zamieszczone w prospekcie informacyjnym odpowiadają wymaganiom określonym w ustawie o ofercie publicznej (art. 21–24, art. 54 u.ofer.publ.) oraz Rozporządzeniu Komisji (WE) nr 809/2004 w sprawie implementacji Dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie do informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji przez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym³⁵ (art. 2–26, 28 i 35 rozporządzenia). Ogólne brzmienie przepisu nie pozwala bowiem jednoznacznie ustalić hierarchii ważności wymienionych w nim regulacji (wewnętrzna krajowa czy zewnętrzna — standardy IOSCO oraz rozporządzenie Komisji 809/2004, przepisy polskiej ustawy o ofercie publicznej), co z pewnością znacznie utrudnia zadanie Komisji w przypadku kolizji tych regulacji³⁶. Z tych względów unormowanie to powinno ulec zmianie w kierunku jego doprecyzowania.

³⁵ Dz.Urz. 2004, L 149, 30 kwietnia, s. 1, dalej zwane także rozporządzeniem Komisji 809/2004.

³⁶ Nie wiadomo bowiem, czy Komisja może uznać taki prospekt, jeśli jest on np. zgodny ze standardami oraz rozporządzeniem Komisji 809/2004, ale sprzeczny z prawem wewnętrznym.

Firmy inwestycyjne

W odniesieniu do działalności firm inwestycyjnych pierwszą dyrektywą, która regulowała ich działalność na terytorium różnych państw członkowskich, była Dyrektywa 93/22/EEC z dn. 10 maja 1993 r. o usługach inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych³⁷. Obecnie funkcjonowanie firm inwestycyjnych reguluje Dyrektywa 2004/39/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 21 kwietnia 2004 r. o rynkach instrumentów finansowych, wprowadzająca poprawki do Dyrektyw Rady 85/611/EEC oraz 93/6/EEC i Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2000/12/EC, a także uchylająca Dyrektywę Rady 93/22/EEC³⁸. Konieczność uchwalenia Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych wynikała ze zmian, które w ostatnich latach zaszły na rynku finansowym. Zwiększenie aktywności inwestorów na tym rynku oraz poszerzenie katalogu oferowanych im usług i instrumentów finansowych wymagało objęcia regulacjami prawa wspólnotowego całego zakresu czynności związanych z obsługą inwestorów. Konieczne okazało się także zapewnienie na poziomie wspólnotowym harmonizacji przepisów niezbędnej do zagwarantowania inwestorom wysokiego stopnia ochrony oraz umożliwienia firmom inwestycyjnym swobodnego działania na całym obszarze wspólnego rynku pod nadzorem państwa macierzystego. Z tego względu konieczne było zastąpienie Dyrektywy 93/22/EEC Dyrektywą o rynkach instrumentów finansowych. Dyrektywa ta wprowadza zasadę, w myśl której firmy inwestycyjne mogą prowadzić działalność na terytoriach innych państw członkowskich Unii Europejskiej po uzyskaniu zezwolenia odpowiednich władz kraju macierzystego. Na mocy postanowień dyrektywy, firmy te mogą prowadzić działalność w innych krajach Wspólnoty, tworząc oddziały albo korzystając ze swobody świadczenia usług. Prowadząc działalność na podstawie stosownych zezwoleń lub zgłoszeń właściwym organom nadzorczym w państwie macierzystym, podlegają jednocześnie nadzorowi organu państwa przyjmującego, który przed ewentualnym podjęciem określonych środków zobowiązany jest do wcześniejszej współpracy (notyfikacji) z właściwymi organami nadzorczymi państwa macierzystego podmiotu nadzorowanego. Podstawowymi celami regulacji przyjętych w dyrektywie o rynkach instrumentów finansowych jest zapewnienie wysokiego poziomu ochrony inwestorów oraz umożliwienie firmom inwestycyjnym świadczenia usług na całym terytorium Unii Europejskiej. Dlatego wprowadzony został

³⁷ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (O.J. nr L 141 z 11.06.1993 r.), dalej nazywana także Dyrektywą 93/22/EEC.

³⁸ Więcej na jej temat zob.: J. Bąk, K. Sajewski: *Nowa dyrektywa przejrzystości*. „Przeгляд Prawa Handlowego” 2005, nr 11; materiały konferencyjne nt. *Polski rynek kapitałowy w dwa lata po wejściu Polski do Unii Europejskiej* z dn. 26 kwietnia 2006 r., KPWiG.

podstawowy warunek świadczenia usług inwestycyjnych, jakim jest uzyskanie zezwolenia wydawanego przez kompetentne władze państwa macierzystego firmy inwestycyjnej (art. 5 ust. 1 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych). Odpowiednikiem tego rozwiązania w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi jest art. 115 w zw. z art. 117. Wprowadzenie jednolitych wymogów dla firm inwestycyjnych, od których spełnienia uzależnione jest wydanie zezwolenia, uczyniło zbędnym dublowanie czynności związanych z wydawaniem takich zezwoleń na terytoriach poszczególnych państw członkowskich, w których firmy chciałyby prowadzić działalność. Władze państwa członkowskiego będącego państwem macierzystym firmy inwestycyjnej, wydając zezwolenie na prowadzenie przez nią działalności, muszą w nim określić zakres wykonywanych usług i czynności inwestycyjnych. Zezwolenie może też obejmować jedną lub więcej usług zaliczanych do usług pomocniczych³⁹. Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych określa ponadto minimalne warunki, od spełnienia których uzależnione jest wydanie zezwolenia⁴⁰.

Zezwolenie na prowadzenie działalności, które firma inwestycyjna uzyskała w swym państwie macierzystym, jest ważne na terytorium całej Wspólnoty i umożliwia firmie inwestycyjnej świadczenie usług inwestycyjnych i wykonywanie czynności w nim wymienionych we wszystkich państwach członkowskich, zarówno przez utworzenie oddziału, jak i korzystając ze swobody świadczenia usług (art. 6 ust. 3 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych)⁴¹. Zasada ta, zwana zasadą jednolitego zezwolenia (*single passport*), jest niezwykle istotna dla tworzenia jednolitego rynku usług finansowych, gdyż wzajemne uznawanie przez państwa członkowskie uzyskanych przez firmy inwestycyjne zezwoleń powoduje, iż wystarczy otrzymać zezwolenie tylko raz, aby można było świadczyć usługi inwestycyjne na całym obszarze Wspólnoty, bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenia w każdym państwie członkowskim, pod warunkiem jednak, iż spełnione są minimalne, wskazane w dyrektywie, wymagania⁴². Należy także zaznaczyć, iż ważny jest zakres udzielonego zezwolenia, gdyż umożliwia ono świadczenie na terytorium innego państwa członkowskiego wyłącznie usług w nim wskazanych⁴³.

Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych reguluje także procedurę związaną z podejmowaniem przez firmę inwestycyjną działalności w innych państwach członkowskich. Zgodnie z jej postanowieniami, firma

³⁹ Por. art. 6 ust. 1 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych.

⁴⁰ Por. art. 7 ust. 2, art. 9 ust. 1, 4, art. 11, art. 12, art. 13 ust. 2—8 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych. Zob. też art. 115 ust. 4 u.obr.instr.fin.

⁴¹ Por. art. 104 u.obr.instr.fin.

⁴² L. Oręziak: *Rynek finansowy...*, s. 49.

⁴³ A. Chłopecki, M. Dyl: *Prawo Wspólnot Europejskich...*, s. 123.

inwestycyjna zamierzająca po raz pierwszy podjąć działalność w innym państwie członkowskim, zarówno przez założenie w nim oddziału, jak i korzystając ze swobody świadczenia usług, obowiązana jest do zgłoszenia swego zamiaru władzom kraju macierzystego. Zgłoszenie takie powinno wymieniać państwo członkowskie, w którym firma inwestycyjna zamierza świadczyć usługi, oraz planowany zakres działalności, uwzględniający zarówno usługi i czynności inwestycyjne, jak i usługi pomocnicze. Firma inwestycyjna powinna także poinformować właściwe władze państwa macierzystego o tym, czy będzie korzystać z usług agentów na terytorium państwa, w którym zamierza świadczyć usługi. W przypadku zamiaru otwarcia oddziału należy ponadto określić jego strukturę organizacyjną i podać, czy planuje on korzystać z usług agentów powiązanych oraz wskazać adres w państwie przyjmującym, z którego otrzymywane będą dokumenty, a także nazwiska osób, które będą odpowiedzialne za zarządzanie oddziałem⁴⁴. Jeżeli władze państwa macierzystego uznają, iż struktura administracyjna oraz sytuacja finansowa firmy inwestycyjnej są odpowiednie dla rodzaju planowanych usług, to powinny w ciągu trzech miesięcy powiadomić o planowanym otwarciu oddziału władze kraju, na obszarze którego ma być prowadzona działalność oddziału. Powinny też o tym poinformować firmę inwestycyjną. Do informacji przekazywanej władzom państwa przyjmującego powinny być dołączone dane systemu rekompensat dla inwestorów, którego członkiem jest firma inwestycyjna, zgodnie z postanowieniami dyrektywy 97/9/EC. W przypadku odmowy poinformowania władz państwa przyjmującego władze państwa macierzystego, w terminie trzech miesięcy od otrzymania wniosku, powinny podać firmie inwestycyjnej powody decyzji odmownej. W przypadku gdy firma inwestycyjna ma zamiar prowadzić działalność w innym państwie członkowskim, korzystając ze swobody prowadzenia działalności bez tworzenia oddziału, władze kraju macierzystego powinny w ciągu miesiąca od otrzymania informacji w tej sprawie przekazać je władzom kraju przyjmującego. W przypadku tworzenia oddziału termin ten wynosi 3 miesiące. Po jego upływie firma inwestycyjna może rozpocząć świadczenie usług w tym kraju (art. 31 ust. 2 i 3 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych)⁴⁵.

W zakresie nadzoru nad wykonywaniem działalności przez firmy inwestycyjne dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych wprowadza ogólną zasadę, iż nadzór nad przestrzeganiem przez firmę inwestycyjną wymogów określonych w przepisach tej dyrektywy sprawowany jest przez właściwe władze państwa członkowskiego, na terytorium którego firma inwestycyjna uzyskała zezwolenie (wprowadzenie, pkt 22, art. 16 i 17 Dyrek-

⁴⁴ Por. art. 104 u. obr. instr. fin.

⁴⁵ Por. art. 104 ust. 5 u. obr. instr. fin.

tywy o rynkach instrumentów finansowych). Jednak gdy firma inwestycyjna świadczy w innym państwie członkowskim usługi za pośrednictwem oddziału, państwo przyjmujące bierze na siebie odpowiedzialność za zapewnienie, że działalność oddziału na jego terytorium będzie odpowiadać wymogom dyrektywy zawartym w art. 19, 21, 22, 25, 27 i 28 (podstawowe wymogi dotyczące zasad wykonywania zleceń klientów oraz niezbędne dla zachowania przejrzystości rynku). W tym celu kompetentne władze państwa przyjmującego mają prawo kontrolowania organizacji oddziału i żądania wprowadzenia zmian niezbędnych do sprostania wymogom dyrektywy w odniesieniu do usług świadczonych przez oddział. Władze państwa przyjmującego powinny także zapewnić możliwość przeprowadzenia kontroli oddziału władzom państwa macierzystego firmy inwestycyjnej (art. 32 ust. 7 i 8 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych). Generalnym odpowiedzialnym ustaleń zawartych w dyrektywie w tym zakresie jest, oprócz przepisów szczególnych regulujących poszczególne zagadnienia, art. 118 u. ofer. publ. Zgodnie z nim, zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium RP podlega nadzorowi właściwego organu w innym państwie członkowskim, który udzielił jej zezwolenia na prowadzenia działalności maklerskiej, z tym zastrzeżeniem, że nadzór nad przestrzeganiem określonych w przepisach prawa polskiego zasad świadczenia usług maklerskich sprawuje Komisja.

W celu wzmocnienia nadzoru nad firmami inwestycyjnymi Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych wprowadza wiele przepisów dotyczących współpracy pomiędzy organami nadzorczymi państw członkowskich (art. 57—63 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych)⁴⁶. Wyposaża je także w szeroki zakres uprawnień o charakterze nadzorczym i śledczym oraz uprawnień do stosowania sankcji administracyjnych (art. 50 i 51 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych). Od wydanych w tym zakresie decyzji administracyjnych służy prawo wniesienia odwołania do sądu (art. 52 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych).

Dyrektywa 93/22/EEC wprowadziła podstawy działania firm inwestycyjnych na terytorium Wspólnoty, na zasadach analogicznych do tych, na podstawie których działają banki zgodnie z Drugą Dyrektywą Bankową — tzn. po uzyskaniu zezwolenia odpowiednich władz kraju macierzystego. Firmy te, podobnie jak banki, mogą świadczyć usługi w innych państwach członkowskich za pośrednictwem oddziału lub korzystając ze swobody świadczenia usług. Tym samym dyrektywa 93/22/EEC stworzyła podstawy do efektywnej konkurencji w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych na obszarze Wspólnoty. Firmy inwestycyjne niebędące instytucjami kredyto-

⁴⁶ Podobne regulacje zawiera większość dyrektyw dotyczących rynku kapitałowego. Zob. też art. 16 dyrektywy *market abuse*.

wymi mają taką samą swobodę, jak instytucje kredytowe, w otwieraniu oddziałów na terytoriach innych państw członkowskich i świadczeniu usług ponad granicami. Dyrektywa 93/22/EEC umożliwiła efektywne konkutowanie na obszarze UE pomiędzy bankami świadczącymi usługi inwestycyjne a firmami inwestycyjnymi. Brak tej dyrektywy oznaczałby, że banki uprawnione do świadczenia usług inwestycyjnych (na podstawie Drugiej Dyrektywy Bankowej) miałyby wyraźną przewagę konkurencyjną nad instytucjami niebankowymi. Te ostatnie nie mogłyby bowiem korzystać z zasady jednolitego zezwolenia⁴⁷.

Zagraniczne firmy inwestycyjne oraz zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO z siedzibą na terytorium tego państwa mogą także otworzyć przedstawicielstwo na terytorium Polski⁴⁸. Otwarcie przedstawicielstwa na terytorium RP podlega zgłoszeniu Komisji Nadzoru Finansowego.

Warto także zwrócić uwagę na to, że dom maklerski lub bank z siedzibą na terytorium RP może ubiegać się o prowadzenie działalności w formie oddziału lub w innej formie w kraju niebędącym państwem członkowskim, pod warunkiem uprzedniego zawarcia przez Komisję stosownych porozumień z organem nadzoru w kraju, w którym ma być prowadzona ta działalność, na podstawie których Komisja i odpowiedni organ nadzoru będą mogli przysyłać sobie stosowne informacje (art. 104 ust. 14, art. 114 w zw. z art. 104 u. ofer. publ. oraz art. 20 ust. 2 unrk).

Fundusze inwestycyjne

Polskie rozwiązania w zakresie prowadzenia działalności i nadzoru nad zagranicznymi funduszami inwestycyjnymi prowadzącymi działalność w Polsce odpowiadają regulacjom przewidzianym w dyrektywach UE. Wśród nich podstawowe znaczenie ma Dyrektywa wydana przez Radę Wspólnot Europejskich o harmonizacji praw, regulacji i środków administracyjnych dotyczących przedsięwzięć instytucji wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, zwana UCITS⁴⁹ (dn. 22 marca 1988 r. zmieniona Dy-

⁴⁷ L. Oręziak: *Rynek finansowy...*, s. 94—95; M. Andenas, S. Kenyon-Slade: *EC Financial Market Regulation and Company Law*. London 1993, s. 87.

⁴⁸ Przedstawicielstwo takie zdefiniowane zostało na wzór przedstawicielstwa w rozumieniu ustawy o swobodzie działalności gospodarczej i oznacza wyodrębnioną w strukturze zagranicznej firmy inwestycyjnej lub wymienionej osoby prawnej jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, która prowadzi działalność wyłącznie w zakresie reklamy i promocji tych podmiotów na terytorium RP (art. 116 u. obr. instr. fin.).

⁴⁹ Dyrektywa *undertakings for collective in transferable securities* z dn. 20 grudnia 1985 r., 85/611/EEC. Dz. Urz. WE 1985, L 375, 31/12/1985 P. 003—0018 z późn. zm.

rektywą o zasadach polityki inwestycyjnej prowadzonej przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania — 88/220/EEC), oraz Dyrektywa w sprawie usług inwestycyjnych w papiery wartościowe, zwana ISD⁵⁰. Dyrektywa o instrumentach rynków finansowych nie znajduje zastosowania do instytucji wspólnego inwestowania⁵¹. UCITS wprowadza wspólne standardy dla ograniczeń inwestycyjnych, struktury i formy przedsięwzięć, zasad zaciągania zobowiązań i udzielania kredytów, a także polityki marketingowej instytucji zbiorowego inwestowania. UCITS obejmuje działalność tylko otwartych funduszy inwestycyjnych. Natomiast Dyrektywa w sprawie usług inwestycyjnych w papiery wartościowe (ISD) zajmuje się szeroką regulacją publicznoprawnych aspektów działalności funduszy inwestycyjnych, w tym również ochroną inwestorów, którą wymienia jako jeden z głównych powodów jej ustanowienia⁵². Podmiot ubiegający się o zezwolenie na prowadzenie działalności w zakresie zbiorowego inwestowania musi wykazać, że spełnia wymogi kapitałowe określone w Dyrektywie 93/6/EEC w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych⁵³, przedstawić plan prowadzenia działalności, a ponadto zapewnić, aby osoby odpowiedzialne za decyzje inwestycyjne cieszyły się dobrą reputacją i dysponowały odpowiednim doświadczeniem⁵⁴. Dyrektywa ISD dużo miejsca poświęca zasadom prowadzenia działalności inwestycyjnej przez fundusze poza granicami kraju ich siedziby, która może przybierać formę albo tzw. usług pomocniczych (*non-core — services*), albo świadczenia usług transgranicznych, nie wykluczając jednocześnie możliwości zakładania oddziałów. W pierwszym przypadku fundusz inwestycyjny może prowadzić działalność tylko w pewnym zakresie, przede wszystkim świadczyć usługi typu: doradztwo inwestycyjne, usługi skarbcowe, udzielanie kredytów i pożyczek w celu realiza-

⁵⁰ Dyrektywa z dn. 10 maja 1993 r., 93/22/EEC. Dz.Urz. WE 1993, L 141, 1/06/1993 P.0027—0046.

⁵¹ Artykuł 2 pkt h Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych. Jednak zgodnie z art. 69 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych, dyrektywa ISD traci moc w terminie miesiąca od wejścia w życie Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych, a odniesienia do niej należy traktować jako odniesienia do Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych.

⁵² Zob. preambuła dyrektywy.

⁵³ Dyrektywa z dn. 15 marca 1993 r., 93/6/EEC, L. 141, 11.06.1993. O wymogach kapitałowych w prawie polskim na tle rozwiązań unijnych zob. także: A. Chłopecki, M. Dyl: *Prawo Wspólnot Europejskich...*, s. 121, 128 i nast.

⁵⁴ Więcej na temat spółek inwestycyjnych w Unii Europejskiej patrz: K.J. Hopt, E. Wymeersch: *European company and financial law: European community law — text collection*. Berlin—New York 1991, s. 150; zob. również: J. Głowacka: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych a dyrektywa UE o instytucjach zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe. Studia prawnoporównawcze z zakresu otwartych funduszy inwestycyjnych*. „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 1999, z. 2, s. 341 i nast.

cji inwestycji w instrumenty finansowe itp.⁵⁵ Natomiast świadczenie usług transgranicznych polega na umożliwieniu funduszowi prowadzenia działalności inwestorskiej w pełnym zakresie na terenie kraju goszczącego. Państwo goszczące ma prawo wprowadzić tzw. reguły ostrożnościowe względem funduszy świadczących usługi transgraniczne.

W odniesieniu do działalności zagranicznych funduszy inwestycyjnych w Polsce oraz działalności funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w Polsce, prowadzących działalność także za granicą, ustawodawca wprowadził do ustawy o funduszach inwestycyjnych, oprócz wybiórczych przepisów regulujących poszczególne sfery ich działalności, odrębny dział poświęcony takim funduszom inwestycyjnym⁵⁶. Podobnie jak w przypadku zagranicznych firm inwestycyjnych, zamiar podjęcia działalności przez zagraniczne fundusze inwestycyjne z siedzibą w państwach członkowskich UE lub w Polsce podlega zgłoszeniu Komisji⁵⁷, która prowadzi ich rejestr. Zagraniczny fundusz inwestycyjny w Polsce może prowadzić działalność m.in. w formie oddziału, co odpowiada regulacji art. 14 Dyrektywy ISD i odpowiednio art. 31 i 32 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych. Podjęcie działalności przez zagraniczny fundusz inwestycyjny w Polsce wymaga spełnienia tzw. obowiązków informacyjnych, czyli przekazania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd przez właściwy organ nadzoru państwa macierzystego informacji dotyczących tego funduszu⁵⁸, która to Komisja może w terminie 2 miesiące (w przypadku innej niż oddział formy — 1 miesiąca) od dnia ich otrzymania wskazać warunki prowadzenia działalności⁵⁹, a w pewnych przypadkach — nawet zakazać zagranicznemu funduszowi inwestycyjnemu zbywania na terytorium RP tytułów uczestnictwa (art. 270 ust. 6 ufi). Analogicznie do rozwiązań przyjętych w działalności zagranicznych firm inwestycyjnych, nadzór nad nimi sprawują właściwe organy państwa macierzystego⁶⁰ tych funduszy⁶¹. Zasadą jest, że tylko one mogą stosować środki nadzorcze względem zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Komisja Papierów Wartościowych w razie stwierdzenia naruszenia przez zagraniczny

⁵⁵ Zob. L. Oręziak: *Rynek finansowy...*, s. 89.

⁵⁶ Zob. art. 253—279 ufi.

⁵⁷ Obowiązek zawiadomienia ciąży na funduszu lub spółce nim zarządzającej.

⁵⁸ Informacje te obejmują dane wymienione — w przypadku oddziału: w art. 264 ust. 3 pkt 1—3, ust. 5 oraz art. 253 ust. 2 ufi, w pozostałych przypadkach: w art. 265 ust. 2 oraz informacje o obowiązującym w danym państwie systemie rekompensat. O obowiązkach informacyjnych stanowi także art. 17 i 18 dyrektywy ISD.

⁵⁹ Zob. art. 270 ust. 3, art. 271 ust. 3 ufi.

⁶⁰ Pojęcie „państwo macierzyste” w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych oznacza państwo członkowskie, na terytorium którego siedzibę ma fundusz zagraniczny lub spółka nim zarządzająca.

⁶¹ Por. art. 20 dyrektywy ISD i pkt 22 preambuły oraz art. 62 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych.

fundusz inwestycyjny przepisów prawa, regulaminu tego funduszu lub zasad uczciwego obrotu ma obowiązek jedynie poinformować właściwe organy państwa macierzystego⁶², a tylko w przypadku stwierdzenia takich naruszeń przy zbywaniu tytułów uczestnictwa (jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych) emitowanych na terytorium RP może podjąć określone ustawą środki nadzorcze. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, należą do nich zakazanie dalszego zbywania tytułów uczestnictwa lub nałożenie na zagraniczny fundusz inwestycyjny kary pieniężnej⁶³. Przed przekazaniem informacji właściwemu organowi nadzoru w państwie macierzystym Komisja wyznacza zagranicznemu funduszowi inwestycyjnemu lub spółce zarządzającej termin na usunięcie stwierdzonych naruszeń. Przekazanie informacji następuje po bezskutecznym upływie tego terminu. Jeżeli środki nadzorcze właściwego organu państwa macierzystego okażą się niewystarczające lub środki takie nie mogą być zastosowane na terytorium RP, a zagraniczny fundusz inwestycyjny lub spółka zarządzająca nadal narusza prawo, to Komisja Papierów Wartościowych może zastosować odpowiednie środki nadzorcze⁶⁴. Prawo stosowania środków (dyscyplinujących) nadzorczych przez właściwe organy nadzorcze państwa przyjmującego (goszczącego) przewidują także: art. 19 ust. 5—8, art. 23 ust. 3 Dyrektywy ISD i odpowiednio art. 62 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych. Komisja musi jednak zmienić lub uchylić decyzję nadzorczą, jeśli Komisja Europejska wyda decyzję nakazującą odpowiednio zmianę bądź uchylenie zastosowanych środków nadzorczych⁶⁵.

⁶² Por. art. 23 ust. 3 dyrektywy ISD, który przewiduje obowiązek współpracy właściwych organów nadzorczych i odpowiednio art. 56—63 Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych.

⁶³ Kara nie może być wyższa niż 500 000 zł.

⁶⁴ Zob. art. 273 ust. 2, 3.

⁶⁵ Analogiczne rozwiązania przyjęte zostały w odniesieniu do zbywania tytułów uczestnictwa przez fundusze inwestycyjne otwarte z siedzibą w państwie należących do OECD innym niż państwo członkowskie lub państwo należące do EEA, zob. art. 277—279 ufi.