



ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

00-676 Warszawa, ul. Marszałkowska 68/70 lok.. 30
<http://www.zmid.org.pl>

tel./fax (22) 628 37 43
e-mail: biuro@zmid.org.pl

Warszawa, dnia 23.09.2008r.

STANOWISKO ZWIĄZKU MAKLERÓW I DORADCÓW W SPRAWIE POZYCJI MAKLERÓW I DORADCÓW INWESTYCYJNYCH W ŚWIETLE DYREKTYW MIFID I MIFID II

Związek Maklerów i Doradców („Związek”) przedstawia stanowisko w sprawie: (i) zgodności obecnego uregulowania pozycji maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych z postanowieniami Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych („MiFID”) oraz z Dyrektywy Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającej 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 („MiFID II”) oraz (ii) zgodności postulowanego przez Związek uregulowania pozycji maklerów z MiFID i MiFID II.

1. WPROWADZENIE

W toku prac nad ustawą o zmianie Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538, „Ustawa o obrocie”), dostosowującą ją do wymogów MiFID i MiFID II, pojawiła się opinia, że wymóg zatrudniania licencjonowanych maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych przez domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, powszechne towarzystwa emerytalne oraz zakłady ubezpieczeń jest niezgodny z MiFID II. Opinia ta jest w głównej mierze oparta na twierdzeniu, że MiFID II jest dyrektywą ścisłej implementacji, zatem zapisy w niej nie zawarte nie mogą pojawić się w prawie krajowym. Wobec tego obecny obowiązek zatrudniania licencjonowanych maklerów i doradców byłby uznany za niezgodny z MiFID i MiFID II, a co za tym idzie funkcjonowanie zawodów maklera i doradcy jako zawodów regulowanych, licencjonowanych przez organy państwowe, miałyby być niedopuszczalne przez prawo unijne. Związek stoi na stanowisku, że taka opinia jest nadinterpretacją, zwłaszcza w świetle istnienia licencjonowanych maklerów i doradców na innych rynkach europejskich.

Związek zwraca uwagę, że obecne uregulowanie obowiązku zatrudniania licencjonowanych maklerów i doradców nie realizuje celów, dla których zostało wprowadzone. Obecny wymóg zatrudnienia odpowiedniej ilości osób z licencjami nie spełnia swojej roli ochrony rynku i inwestorów. W opinii Związku, zapewnienie, iż newralgiczne czynności (np. wprowadzanie zleceń do systemu WARSET, czy też zarządzanie funduszami) powinny być wykonywane przez osoby posiadające odpowiednią licencję, lub też przynajmniej nadzorowane przez takie osoby, nie jest wystarczającą gwarancją ochrony rynku.

Związek postuluje wprowadzenie rozwiązania obecnego na rynku brytyjskim, gdzie licencjonowaniu podlegają poszczególne czynności (*regulated activity*) np. zarządzanie portfelem, czy obrót papierami wartościowymi. Czynności te mogą być wykonywane wyłącznie przez dopuszczone przez brytyjski organ nadzoru, *Financial Services Authority*, osoby, które wcześniej zdały właściwe egzaminy (*appropriate exam(s)*). Poniżej Związek przedstawia swoją analizę dotyczącą zbadania, czy takie rozwiązanie, w którym do wykonywania określonych (faktycznych) czynności uprawnieni byłoby wyłącznie maklerzy i/lub doradcy byłoby zgodne z MiFID i MiFID II.

2. ANALIZA

2.1 Wstęp

Analiza postawionego powyżej problemu przebiega w kilku etapach. W pierwszej kolejności należy ustalić, czy dyrektywy MiFID i MiFID II pozwalają na zawarcie w Ustawie o obrocie regulacji nakazującej podmiotom prowadzącym działalność maklerską zatrudnianie licencjonowanych¹ maklerów i/lub doradców inwestycyjnych². Ustalenie to odbywa się w drodze wykładni normy wymagającej zatrudniania osób o odpowiedniej wiedzy, kwalifikacjach i doświadczeniu oraz w drodze analizy implikacji płynących z charakteru MiFID II jako dyrektywy ścisłej implementacji. Następnie przeprowadzona zostaje analiza polskiej praktyki rynkowej i regulacji dotyczących rynku kapitałowego. W końcowej części opinii przedstawiono płynące z analizy wnioski.

2.2 Regulacja polska

Ustawa o obrocie reguluje obowiązki nałożone na podmioty wykonujące czynności maklerskie (wyliczone w ustawie). Podmioty te muszą uzyskać zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego („KNF”) na określone rodzaje działalności. Jednym z wymogów stawianych podmiotowi wykonującemu czynności maklerskie jest wymóg zatrudniania – w zależności od rodzaju podejmowanych czynności maklerskich – określonej w art. 83 Ustawy o obrocie, liczby maklerów papierów wartościowych i/lub doradców inwestycyjnych.

Ustawa o obrocie określa wymogi konieczne dla uzyskania tytułu zawodowego maklera. Są to:

1. pełna zdolność do czynności prawnych;
2. korzystanie z pełni praw publicznych;
3. brak uznania prawomocnym orzeczeniem za winnego przestępstwa skarbowego, przestępstwa przeciwko wiarygodności dokumentów, mieniu, obrotowi gospodarczemu, obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi, za przestępstwa określone w art. 305, 307 lub 308 ustawy z dnia 30 czerwca 2000 r. - Prawo własności przemysłowej, za przestępstwa określone w ustawie z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych lub za przestępstwa określone w Ustawie o obrocie;
4. złożenie egzaminu z wynikiem pozytywnym odpowiednio przed komisją egzaminacyjną dla maklerów.

Prawo wykonywania zawodu przysługuje po wpisie na listę maklerów, prowadzona przez KNF. Ustawa o obrocie przewiduje też prawo KNF do skreślenia z listy lub zawieszenia uprawnienia do wykonywania zawodu w przypadku naruszenia przepisów prawa lub regulaminów i innych przepisów wewnętrznych, do których przestrzegania makler lub doradca jest zobowiązany w związku z wykonywaniem zawodu.

2.3 Makler jako zawód regulowany, pozostający poza zakresem regulacji MiFID

¹ W obecnym brzmieniu Ustawy o obrocie, tytuły zawodowe maklera papierów wartościowych i doradcy inwestycyjnego podlegają ochronie prawnej i mogą być używane jedynie przez osoby wpisane na listę – odpowiednio – maklerów papierów wartościowych lub doradców inwestycyjnych (art. 126 Ustawy o obrocie). Zwracamy Państwu uwagę, że w niniejszej opinii używamy słowa „makler” na określenie maklerów papierów wartościowych i/lub doradców inwestycyjnych posiadających stosowną licencję. Użycie lub nie użycie przymiotnika „licencjonowany” nie wpływa na powyższe stwierdzenie.

² W dalszej części opinii określenie „makler” będzie się odnosiło do maklerów papierów wartościowych oraz doradców inwestycyjnych, chyba że zaznaczono inaczej.

MiFID ani MiFID II nie regulują ściśle rzecz biorąc problematyki związanej z funkcjonowaniem zawodu maklera. Istnienie tego zawodu podlega ogólnym regulacjom unijnym, w tym zasadzie swobody przepływu osób i usług.

Zawód maklera jest zawodem regulowanym, objętym systemem licencjonowania przez państwo. Przyczyną takiego uregulowania jest szczególny status osób wykonujących zawód maklera jako osób zaufania publicznego.

O dopuszczalności funkcjonowania na terenie Wspólnot Europejskich zawodów regulowanych świadczą postanowienia Dyrektywy 2005/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 7 września 2005 r. w sprawie uznawania kwalifikacji zawodowych³, u podstaw których leży przyzwolenie na funkcjonowanie w państwach członkowskich zawodów regulowanych. Przyzwolenie to można uzasadniać rozumieniem przez prawodawcę europejskiego potrzeby nadzoru państwa nad osobami pełniącymi określone funkcje o szczególnym znaczeniu dla dóbr chronionych przez państwo w interesie ogólnym. W przypadku zawodu maklera chronionym przez państwo dobrem jest bezpieczeństwo obrotu na rynku regulowanym oraz bezpieczeństwo i słuszny interes inwestora, ze szczególnym uwzględnieniem inwestora nieprofesjonalnego.

Zawody maklera papierów wartościowych i doradcy inwestycyjnego są w Polsce zawodami regulowanymi, to jest zawodami, których podjęcie wymaga, bezpośrednio bądź pośrednio, na mocy przepisów ustawowych, posiadania specjalnych kwalifikacji zawodowych. W szczególności, sposobem wykonywania działalności zawodowej jest używanie tytułu zawodowego zastrzeżonego na mocy przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dla osób posiadających odpowiednie kwalifikacje zawodowe⁴.

Dyrektywa pozwala państwom członkowskim zachować prawo do określania minimalnego poziomu kwalifikacji wymaganego dla zagwarantowania właściwej jakości usług świadczonych na ich terytorium. Stawia jednak warunek, aby państwo członkowskie, w którym dany zawód jest zawodem regulowanym, uwzględniło kwalifikacje zdobyte w innym państwie członkowskim oraz ustaliło, czy kwalifikacje te odpowiadają kwalifikacjom, których ono wymaga. Ogólny system uznawania kwalifikacji nie narusza prawa państw członkowskich do ustanowienia dla osób wykonujących dany zawód w tym państwie szczególnych wymogów wynikających z przepisów dotyczących wykonywania danego zawodu uzasadnionych interesem publicznym (zasady organizacji zawodu, standardy zawodowe, zasady etyczne, nadzór oraz odpowiedzialność).

Ustawa o obrocie, stawiając wymogi, które nie uzależniają prawa do wykonywania zawodu maklera od zdobycia kwalifikacji dostępnych jedynie w Polsce, ale od złożenia egzaminu⁵, **nie narusza postanowień Dyrektywy 2005/36/WE.**

Problem nie polega zatem na ustaleniu, czy istnienie zawodu maklera jako zawodu regulowanego i powiązanie z obowiązkiem uzyskania licencji jest, upraszczając, zgodne z prawem unijnym, ale czy w zakresie swobody państwa członkowskiego UE w toku implementacji MiFID i MiFID II mieści się zapisanie w prawie krajowym nakazu zatrudniania licencjonowanych maklerów przez określone ustawowo podmioty wykonujące czynności maklerskie.

2.4 Regulacja obowiązku zatrudniania osób o określonych kwalifikacjach w MiFID II

2.4.1 Regulacja

³ Dz. U. UE L z dnia 30 września 2005 r.

⁴ Por. art. 3 ust. 1 pkt (a) Dyrektywy 2005/36/WE

⁵ Dostęp do egzaminu nie jest warunkowany posiadaniem polskiego obywatelstwa ani inną cechą dostępną jedynie obywatelom polskim, a jedynie (w sferze praktycznej) znajomością języka polskiego, co jednak jest konieczne dla późniejszego prowadzenia czynności maklerskich w języku polskim

Dyrektywa MiFID II, w art. 5 ust. 1 pkt (d) określa, że jednym z obowiązków firmy inwestycyjnej w zakresie ogólnych wymogów organizacyjnych jest zatrudnianie „pracowników, którzy posiadają umiejętności, kwalifikacje i wiedzę fachową potrzebną do wypełnienia przydzielonych im obowiązków”. Regulacja ta jest jednym z elementów wdrożenia art. 13 MiFID, ustalającego ogólne wymogi organizacyjne dla firm inwestycyjnych⁶.

2.4.2 Reguła ścisłej implementacji dyrektywy

Dyrektywa MiFID II jest dyrektywą ścisłej implementacji, co oznacza, że efektem jej transpozycji do prawa krajowego ma być zupełna harmonizacja obszaru prawnego objętego regulacją dyrektywy. Celem harmonizacji zupełnej jest wyczerpująca regulacja danego obszaru, jednocześnie prowadząca do odebrania państwu członkowskim możliwości bardziej lub mniej restrykcyjnego uregulowania kwestii pozostających w obszarze uregulowanym dyrektywą⁷, a zatem – znacznie ograniczająca swobodę państw w zakresie implementacji.

Należy zatem postawić pytanie, czy okoliczność sformułowania w MiFID II artykułu 5 ust. 1 lit (d) wyklucza całkowicie jakąkolwiek regulację państwa członkowskiego odnoszącą się do osób zatrudnianych przez firmy inwestycyjne. Odpowiedź twierdząca oznaczałaby, że Ustawa o obrocie w części regulującej obowiązek zatrudniania licencjonowanych maklerów jest niezgodna z MiFID II i powinna zostać zmieniona.

W przypadku dyrektyw ścisłej implementacji, podstawowym elementem, jaki należy ustalić w toku transpozycji do prawa krajowego jest tzw. „pole” zajęte przez dyrektywę. Dyrektywa harmonizująca zupełnie „przejmuje pole”, które w jej braku byłoby wypełnione prawodawstwem krajowym, w efekcie czego państwo nie może samodzielnie regulować materii objętej zakresem dyrektywy. Kluczowe jest zatem określenie granic pola zajętego przez dyrektywę, bowiem poza jego granicami swoboda regulacji państwa członkowskiego ograniczona jest jedynie ogólnymi regułami prawa wspólnotowego⁸.

Wyznaczanie „zajętego pola” dokonuje się w drodze wykładni, zwłaszcza systemowej i celowościowej, z uwzględnieniem kontekstu wydania dyrektywy. Określenie „pola” jest bardzo istotne również dlatego, że zbyt szerokie określenie granic dla zakazu regulacji krajowej może skutkować zbyt szeroką, wadliwą implementacją dyrektywy⁹.

W przypadku analizowanego fragmentu MiFID II należy zauważyć, że artykuł 5 ust. 1 lit. (d) niewątpliwie „zakrywa pole” dotyczące obowiązku zatrudniania przez firmy inwestycyjne osób posiadających odpowiednie do powierzonych obowiązków „umiejętności, kwalifikacje i wiedzę fachową”, co oznacza, że państwa członkowskie nie mogą zezwolić na odejście od tego wymogu.

Jednocześnie, należy jednak zauważyć, że ani ten ani żaden inny przepis MiFID nie odnosi się w żaden sposób do sposobu badania i określania przywołanych kwalifikacji, umiejętności i wiedzy fachowej. Powstaje potrzeba właściwego wyłożenia pojęć nieprecyzyjnych i niezdefiniowanych w dyrektywie, co zgodnie z ogólnymi zasadami implementacji dyrektyw należy wykonać przez pryzmat celów konkretnej dyrektywy.

⁶ Firma inwestycyjna jest zdefiniowana w art. 4 ust. 1 MiFID i obejmuje między innymi „każdą osobę prawną, której regularna działalność zawodowa lub gospodarcza polega na świadczeniu jednej lub większej liczby usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich i/lub prowadzeniu jednego, lub większej liczby zakresów działalności inwestycyjnej”

⁷ Por. B. Kurcz, „Dyrektywa jako instrument harmonizacji praw państw członkowskich”, Zakamycze 2004, s. 86

⁸ Por. orzeczenie C-315/92 Clinique

⁹ Por. A. Kunkiel – Kryńska, „Implementacja dyrektyw opartych na zasadzie harmonizacji pełnej na przykładzie dyrektywy o nieuczciwych praktykach handlowych”, Monitor Prawniczy 18/2007, s. 991

Skoro prawodawca europejski nie przedstawił wspólnego, jednoznacznie zdefiniowanego, standardu dla rozumienia przymiotów osób, których zatrudnianie jest obowiązkiem firm inwestycyjnych, należy ustalić czy oznacza to, że w tym zakresie postanowił pozostawić im pełną dowolność, czy też – że pozostawił to pole „wolne”, do doregulowania przez państwa członkowskie.

Analiza celów dyrektywy oraz kontekstu powstania i umiejscowienia art. 5 ust. 1 lit. (d) wskazuje raczej tę drugą możliwość.

Po pierwsze należy zauważyć, że podstawowymi celami dyrektyw MiFID i MiFID II są ochrona inwestorów¹⁰, z uwzględnieniem ich charakteru i poziomu wiedzy o rynku, oraz ochrona bezpieczeństwa obrotu. Należy przy tym pamiętać, że MiFID po raz pierwszy kładzie silny akcent na ochronę inwestora, ze szczególnym uwzględnieniem inwestora nieprofesjonalnego.

Po drugie, prawodawca europejski nałożył na państwa członkowskie obowiązek zapewnienia realizacji przez firmy inwestycyjne określonego standardu w działaniach i organizacji, który ma zostać zrealizowany między innymi poprzez zatrudnienie pracowników o odpowiednim poziomie przygotowania zawodowego. Z realizacją wymogów nałożonych na firmy inwestycyjne łączy się obowiązek państw członkowskich wskazania sposobów, w jaki wymogi te są realizowane, a ich realizacja – prawidłowo i efektywnie nadzorowana.

Ogólne określenie zawarte w dyrektywie nie pozwala w zasadzie na określenie metod weryfikacji wypełniania przez firmy inwestycyjne obowiązku zatrudniania osób o odpowiednich kwalifikacjach, wiedzy fachowej i doświadczeniu. Nie jest możliwe, w oparciu jedynie o tekst dyrektywy, dokładne określenie jakich stanowisk, jakiego poziomu wiedzy, doświadczenia i kwalifikacji a także jakiej wielkości grupy pracowników dotyczy obowiązek.

Ponadto, wolność od nakazu nie może być jednoznacznie interpretowana jako całkowita dowolność działań. W obszarze regulacyjnym jednolitego rynku finansowego, wspólnym celem regulacji europejskich, szczególnie zaś MiFID jest osiągnięcie celów bezpieczeństwa obrotu i bezpieczeństwa inwestorów, zwłaszcza inwestorów nieprofesjonalnych. W obszarze nieokreślonym przez stanowczo opisany wspólny standard MiFID II, zastosowanie znajdują te właśnie cele dyrektywy pierwszego poziomu – MiFID.

Sposób realizacji przez poszczególne państwa członkowskie nakazu czuwania nad odpowiednim poziomem merytorycznym pracowników firm inwestycyjnych realizowany jest w różnorodny sposób. Dla przykładu, w Wielkiej Brytanii funkcjonuje rozbudowany system licencji uprawniających osoby fizyczne do podejmowania określonych kategorii czynności skorelowany z obowiązkiem zatrudniania licencjonowanych pracowników przez firmy inwestycyjne. System licencyjny podobny do polskiego funkcjonuje w Republice Czeskiej. Inne podejście prawodawcy reprezentowane jest na przykład w Holandii, gdzie w miejsce obowiązkowego uzyskania licencji wprowadzono obowiązek stałego szkolenia pracowników przez zatrudniającą ich firmę inwestycyjną. Ta różnorodność podejść, dostosowanych do potrzeb, możliwości i poziomu rozwoju określonych rynków narodowych obrazuje, że przygotowanie systemu nadzorowania kwalifikacji pracowników firm inwestycyjnych jest właściwie realizowany przez prawodawcę krajowego, który może ten system dopasować do specyficznych potrzeb rynku i poziomu jego zaawansowania.

Analiza charakteru MiFID II wskazuje, że w zakresie analizowanym w tej opinii **MiFID II nie zajęła „pola”**, pozostawiając państwom członkowskim pewną **swobodę**

¹⁰ Por. preambuła do MiFID, punkt (31).

w ramach celów, konstrukcji i sformułowań użytych w dyrektywach pierwszego i drugiego poziomu. W związku z tym, zarzut wadliwego przeprowadzenia procesu harmonizacji zupełnej należy uznać za bezpodstawny. Dla ustalenia, czy polska regulacja obowiązku zatrudniania maklerów jest zgodna z MiFID i MiFID II należy dokonać dalszej wykładni dyrektyw.

2.4.3 Wykładnia językowa pojęcia „kwalifikacje”

Pojęcie „kwalifikacji” jest, łącznie z pojęciami „wiedzy fachowej” i „doświadczenia” użyte w art. 5 ust. 1 lit (d) MiFID II dla określenia przymiotów osoby, której zatrudnienie przez firmę inwestycyjną jest jednym z wymogów organizacyjnych dla jej prawidłowego funkcjonowania.

W naszej opinii, kluczem dla wyznaczenia standardu oczekiwanego od państw członkowskich jest wyłożenie pojęcia „kwalifikacji”, ponieważ pojęcia „wiedzy fachowej” i „doświadczenia” dają się łatwo wyłożyć przez ich znaczenia potoczne.

Kwalifikacje to „wykształcenie i uzdolnienia potrzebne do pełnienia jakiejś funkcji lub wykonywania jakiegoś zawodu”, ale znaczenie tego słowa obejmuje też „zaliczenie kogoś lub czegoś do pewnej kategorii osób, rzeczy lub zjawisk po uprzednim dokonaniu oceny” (Słownik języka polskiego PWN). Określenie osoby jako posiadającej kwalifikacje immanentnie zakłada możliwość przeprowadzenia procesu weryfikacji jej wiedzy i umiejętności, jako wystarczających lub nie do zaliczenia jej do grupy osób wykwalifikowanych w danej dziedzinie.

Kwalifikacje są pojęciem odmiennym od doświadczenia zawodowego, ich zdobywanie wiąże się ze sformalizowanym postępowaniem¹¹. Można zatem w drodze ostrożnościowej wykładni przyjąć, że użycie tego sformułowania przez racjonalnego prawodawcę świadczy o jego dozwoleniu na istnienie postępowania kwalifikacyjnego, a zatem również systemu kwalifikowania określonych osób. W polskim porządku prawnym proces kwalifikacji odbywa się poprzez egzamin kwalifikujący, którego zdanie jest wymogiem koniecznym dla dokonania wpisu na listę maklerów.

Użycie przez prawodawcę europejskiego pojęcia kwalifikacji można uznać za jego **przyzwolenie na określenie na poziomie państwa członkowskiego sposobu badania kwalifikacji** osób zatrudnianych przez firmy inwestycyjne przy wykonywaniu czynności maklerskich.

2.4.4 Wykładnia systemowa

Art. 5 ust. 1 lit. (d) należy rozumieć w kontekście innych sformułowań odnoszących się do przymiotów osób związanych z firmą inwestycyjną. Pozwala to, poprzez porównanie z pozostałymi przypadkami odwołania się do doświadczenia osób pozostających w zawodowym powiązaniu z firmą inwestycyjną, wskazać na stopniowanie wymagań wobec osób pełniących różne funkcje w ramach firmy inwestycyjnej.

Przykładowo, art. 9 ust 1 MiFID (dyrektywy pierwszego poziomu) stawia osobom efektywnie zarządzającym firmą inwestycyjną jedynie wymóg „nieposzlakowanej opinii” i „doświadczenia wystarczającego do zapewnienia należytego i ostrożnego zarządzania”, co jest wymogiem niewątpliwie niższym niż wymóg posiadania „wiedzy fachowej”, „kwalifikacji” i „doświadczenia”.

¹¹ O tym, że dla prawodawcy europejskiego pojęcie kwalifikacji łączy się naturalnie z procesem kwalifikacji i jest jednoznacznie odróżnialne od pojęcia „doświadczenia” może świadczyć np. sformułowanie występujące w rozporządzeniu Komisji (WE) nr 307/2008 z dnia 2 kwietnia 2008 r. (Dz. U. UE L z dnia 3 kwietnia 2008 r.), które mówi w punkcie 1 preambuły: „personel przeszkolony w ramach obecnie istniejącego systemu zdobywania kwalifikacji lub posiadający odpowiednie doświadczenie zawodowe”

Gdyby uznać, że regulacja MiFID II oznacza niemożność stawiania osobom z art. 5 wymogu aby ich wiedza i umiejętności zostały zbadane w określonym postępowaniu i potwierdzone licencją nadaną przez organ państwowy, różnica pomiędzy maklerem (osobą podejmującą czynności niewralgiczne dla obrotu), a osobą odpowiedzialną jedynie za sprawne zarządzanie firmą inwestycyjną uległaby znacznemu spłaszczeniu, którego nie sposób uzasadnić w świetle całościowej regulacji MiFID i MiFID II.

Można zaryzykować stwierdzenie, że sposób, w jaki prawodawca europejski różnicuje nazywanie przmiotów określonych kategorii osób, świadczy o jego woli odróżniania poziomów stawianych im wymagań, a zatem – że jego wolą było, aby wymagania stawiane osobom pracującym bezpośrednio przy czynnościach wywierających wpływ na obrót i bezpieczeństwo inwestorów były wyraźnie wyższe.

Kontekst, w jakim znajdują się sformułowania opisujące cechy wymagane od osób zatrudnionych przez firmy inwestycyjne wskazuje, że **wolą prawodawcy europejskiego było, aby osoby te były wyraźnie wyżej wykwalifikowane niż profesjonaliści zatrudniani na innych stanowiskach** w ramach firm inwestycyjnych. Znajduje to odzwierciedlenie w polskiej regulacji dotyczącej zatrudniania maklerów (art. 83 Ustawy o obrocie) oraz cech osób kierujących podmiotami prowadzącymi działalność maklerską (art. 82 ust. 1 pkt. 1 Ustawy o obrocie).

2.4.5 Wykładnia celu regulacji

Podstawą dla regulacji art. 5 MiFID II jest art. 13 MiFID nakładający w ust. 1 na państwa członkowskie obowiązek, aby wymagały od firm inwestycyjnych spełnienia określonych wymogów organizacyjnych, opisanych w ust. 2-8. Wymogi te są opisane poprzez wskazanie środków do zapewnienia, że firmy inwestycyjne realizują cele MiFID. Celem wymogów, które postawić przed firmami inwestycyjnymi jest zapewnienie bezpieczeństwa obrotu i zapewnienie ochrony inwestora, ze szczególnym uwzględnieniem inwestora nieprofesjonalnego.

Wymogi organizacyjne określone w artykule 13 MiFID obejmują fundamentalne elementy organizacji¹² firmy inwestycyjnej zapewniające jej właściwe funkcjonowanie. W tym kontekście, „wymogi organizacyjne” oznaczają nie tylko techniczne zasady organizacji firm inwestycyjnych i ich przestrzeni, ale także wymogi dotyczące pracowników i procedur, których łączna realizacja zapewnia dostosowanie firmy do celów stawianych przez MiFID firmom operującym na wspólnym rynku finansowym.

Wśród implementujących te elementy artykułów dyrektywy 2 poziomu MiFID II, artykuł 5 zawiera „*high level principles*” – „zasady wysokiego poziomu”¹³.

Celem regulacji art. 5 ust. 1 lit (d) jest osiągnięcie zatrudnienia przez firmę inwestycyjną osób o poziomie „wiedzy, kwalifikacji i umiejętności” odpowiednim dla spełniania swoich czynności w sposób realizujący powyższe wytyczne. **Odpowiedzialność za osiągnięcie tego efektu spoczywa na państwach członkowskich**, a skoro na nich spoczywa odpowiedzialność, mają prawo w granicach dopuszczonych przez regułę zupełnej (ściślej) implementacji dyrektywy zapewnić sobie możliwość monitorowania i dyscyplinowania osób, których odpowiedni poziom działań mają obowiązek zapewnić. Jest to bardzo istotne zarówno na rynkach rozwiniętych, charakteryzujących się wysokim poziomem skomplikowania systemu instrumentów finansowych i związanych z nimi usług, jak i na rynkach rozwijających

¹² Porównaj: “Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive. Background Note.”

¹³ j.w.

się, gdzie wobec niedoświadczenia uczestników rynku potrzeba występowania w charakterze pośredników osób wysoko wykwalifikowanych jest szczególnie silna.

Można zauważyć również, że w punkcie 13 preambuły MiFID II znajduje się zapis: „Wymogi organizacyjne ustanowione na mocy dyrektywy 2004/39/WE nie mają wpływu na ustanowione na mocy ustawodawstwa krajowego systemy rejestrowania (ang. *registration*) osób fizycznych pracujących w firmach inwestycyjnych”. Można więc zaryzykować stwierdzenie, że prawo państwa do rejestrowania osób podejmujących się działania w dziedzinach należących do firm inwestycyjnych jest nadal dopuszczone, a sama problematyka utrzymania systemu rejestracji osób pracujących w firmach inwestycyjnych została zidentyfikowana przez prawodawcę europejskiego i nie spotkała się z jego sprzeciwem.

Dla osiągnięcia celów dyrektyw MiFID i MiFID II państwo może określić sformalizowaną procedurę badania poziomu kwalifikacji osób, których zatrudnianie przez firmy inwestycyjne jest obowiązkowe.

2.4.6 Wykładnia historyczna

Nie można pominąć okoliczności, że wprowadzenie regulacji dla osób wykonujących zawód maklera na w systemie opartym na dyrektywie 1993/22/WE („**Dyrektywa ISD**”) nie budziło wątpliwości, pomimo że sama Dyrektywa ISD nie odnosiła się do zagadnień związanych z licencjonowaniem maklerów. Dyrektywa MiFID, zastępująca Dyrektywę ISD, uchylila wprawdzie Dyrektywę ISD, jednak zastąpienie Dyrektywy ISD przez MiFID zostało przeprowadzone nie ze względu na potrzebę odejścia od standardów wypracowanych na jej podstawie, ale ze względu na potrzebę „zapewnienia poziomu ujednoczenia niezbędnego do zaoferowania inwestorom wyższego poziomu ochrony”¹⁴ oraz umożliwienie firmom inwestycyjnym prowadzenia działalności na całym obszarze wspólnego rynku.

Nie można zatem przyjąć, że wprowadzenie MiFID skutkuje usunięciem, „wyzerowaniem”, systemu wykreowanego przez zespół przepisów wprowadzonych dla transpozycji Dyrektywy ISD. Wręcz przeciwnie, zadaniem MiFID jest wzmocnienie dotychczasowych standardów na rynku europejskim w duchu tworzenia jednolitego rynku dla inwestorów z całej Europy, gwarantującego im wspólny, wysoki poziom ochrony i bezpieczeństwa. W rezultacie, regulację art. 5 MiFID II można uznać za zbudowaną na wcześniejszych wymogach, w tym na wymogu wprowadzenia regulacji zawodów uprawniających do podejmowania określonego rodzaju czynności. W przeciwnym przypadku, należałoby uznać ją za obniżającą wymogi wypracowane jako wspólny standard europejski.

2.5 Praktyka polskiego rynku kapitałowego

Dotychczasowa analiza wykazała, że państwa członkowskie zachowały po uchwaleniu MiFID i MiFID II pewną swobodę w zakresie regulacji wymogów stawianych osobom, które mają być zatrudniane przez firmy inwestycyjne. Swoboda ta jest ograniczona poprzez cel, do którego mają dążyć państwa członkowskie to jest zachowanie bezpieczeństwa obrotu na rynku regulowanym oraz ochrona inwestorów. Wprowadzenie w MiFID podziału inwestorów na kategorie i zróżnicowanie ich uprawnień wskazuje, że szczególną intencją prawodawcy europejskiego jest ochrona inwestorów nieprofesjonalnych jako bardziej narażonych na ryzyka związane z inwestowaniem na rynku kapitałowym.

Należy zatem ustalić, czy dla osiągnięcia tych celów niezbędne jest utrzymanie w Polsce wymogu zatrudniania maklerów przez firmy inwestycyjne.

¹⁴ Por. preambuła do MiFID, punkt (2)

Związek wskazuje, że potrzeba zapewnienia wysokiego poziomu profesjonalizmu u osób podejmujących czynności na rynku jest tym większa im wyższy jest poziom komplikacji dokonywanych czynności i im niższy jest poziom fachowości podmiotów, wobec których osoby te pełnią funkcję pośredników i doradców.

Na polskim rynku funkcjonowanie licencjonowanego maklera, jako obowiązkowo zatrudnionego w domu maklerskim, jest obecne od dawna, a przekonanie drobnych inwestorów o obecności w domach maklerskich wykwalifikowanych maklerów można uznać za powszechne. Zapewne przekonanie o fachowości osób zatrudnionych w domach maklerskich i o sprawowanym nad ich działaniami nadzorze jest jednym z czynników implikujących stosunkowo dużą aktywność drobnych inwestorów na młodym, ale bardzo dynamicznie rozwijającym się i komplikującym rynku polskim.

Szybkość rozwoju polskiego rynku kapitałowego jest znaczna i wymaga od profesjonalnych podmiotów operujących na nim wysokiego poziomu profesjonalizmu. Potrzeba ta stanie się jeszcze silniejsza wobec perspektywy powstania jednolitego rynku europejskiego, na którym operują giełdy rozwijające się od dawna.

Ustawa o obrocie nie wymaga zatrudniania jedynie wykwalifikowanych maklerów, wskazuje jedynie ich liczbę, w zależności od poziomu skomplikowania podejmowanych czynności i stawia wymóg aby czynności maklerskie podejmowane przez osoby niewykwalifikowane były nadzorowane przez maklerów. Jest to jeden z wielu wymogów stawianych domom maklerskim, który trudno uznać za szczególnie dolegliwy w świetle stawianych tym instytucjom surowych wymogów kapitałowych i proceduralnych.

3. PODSUMOWANIE

W opinii Związku, wymóg zatrudniania przez domy maklerskie wykwalifikowanych, licencjonowanych maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych nie jest sprzeczny z MiFID ani MiFID II. Po przeprowadzeniu analizy, Związek stoi na stanowisku, że dyrektywa MiFID II pozostawiła poziom kompetencji osób zatrudnianych przez m.in. domy maklerskie poza swoją regulacją, pozostawiając ustawodawcy krajowemu niezajęte „pole”. Staranna wykładnia obu dyrektyw prowadzi do wniosku, że **obecna regulacja Ustawy o obrocie realizuje cele stawiane przez MiFID przed państwami członkowskimi i jako taka – powinna po transpozycji MiFID i MiFID II do prawa krajowego pozostać bez zmian.**

W praktyce, liczba zatrudnionych w domu maklerskim maklerów jest niewielka i zajmuje się głównie nadzorowaniem czynności wykonywanych przez pozostały personel, osobiście podejmując nieliczne czynności, wskazywane rekomendacjami KNF. Wydaje się, że w relacji do oczekiwanych celów, wymogi stawiane przez polskiego ustawodawcę są niedolegliwe, proporcjonalne do chronionych wartości i konieczne na polskim rynku.

* * *