

NOWE KATEGORIE PRAW I OBOWIĄZKÓW ZWIĄZANE Z INSTYTUCJĄ RACHUNKU DERYWATÓW

1. Wprowadzenie

Wraz z dniem 29 kwietnia 2017 r. do polskiego ustroju prawa rynku finansowego wprowadzona została nowa instytucja – rachunek derywatów. Wynika to z przyjętej ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw¹. Ustawa ta wprowadza, w ważnej z punktu widzenia funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego, ustawie o obrocie instrumentami finansowymi² dwie istotne zmiany:

- poprzez uchylene w art. 1 pkt 4 dotychczas obowiązującego art. 15 u.o.i.f., likwiduje dotychczas istniejący podział rynku regulowanego na rynek giełdowy i pozagiełdowy;
- w art. 1 pkt 2 wprowadza do polskiego systemu rynku kapitałowego, poprzez dodanie do u.o.i.f. art. 4a, instytucję rachunku derywatów.

Stworzenie nowej instytucji, która w niedalekiej perspektywie czasowej niewątpliwie ugruntuje swoje duże znaczenie dla funkcjonowania polskiego prawa rynku kapitałowego, zasługuje na omówienie ze względu na jej doniosłość dla podmiotów uczestniczących w polskim rynku finansowym. W niniejszym artykule opisane zostaną: pojęcia rachunku derywatów jak i samego derywatu oraz pozostałe pojęcia najistotniejsze w odniesieniu do zakresu tematycznego objętego niniejszym artykułem. Wskazane zostanie również *ratio legis* dokonanej nowelizacji. Celem artykułu jest zaś, oprócz analizy instytucji rachunku derywatów, próba

* Uniwersytet Rzeszowski, Wydział Prawa i Administracji, ul. Grunwaldzka 13, 35-068 Rzeszów, e-mail: s.podmiotko@gmail.com.

¹ Ustawa z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 791) – dalej: nowelizacja z dnia 9 marca 2017 r.

² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 1768 ze zm.) – dalej: u.o.i.f.

dokonania klasyfikacji kategorii praw i obowiązków związanych z nową instytucją w polskim systemie prawa rynku finansowego, a także oceny zasadności wprowadzenia takiej instytucji oraz tego, jak to zostało dokonane. Wyłączeniu w niniejszym artykule podlegają znane już dotychczasowemu porządkowi: prawa i obowiązki dotyczące rachunku papierów wartościowych, aspekty prawnopodatkowe związane z obrotem instrumentami pochodnymi, a także konsekwencje uchylecia podziału rynku regulowanego na rynek giełdowy i pozagiełdowy.

2. Najistotniejsze pojęcia związane z instytucją rachunku derywatów - ujęcie legalne i doktrynalne

Nowa instytucja, co jest w pełni uzasadnione, wymagała w pierwszej kolejności sformułowania legalnej definicji. Zgodnie z art. 4a ust. 1 u.o.i.f. rachunkami derywatów są rachunki, na których są zapisywane instrumenty pochodne dopuszczone do obrotu zorganizowanego, prowadzone wyłącznie przez domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską, banki powiernicze, zagraniczne firmy inwestycyjne i zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału, jeżeli oznaczenie tych rachunków pozwala na identyfikację osób, którym przysługują prawa z instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego. Powyższa definicja, dla klarownego jej wyjaśnienia, wymaga scharakteryzowania samego pojęcia derywatu. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie posługuje się *stricto* takim pojęciem, toteż na wstępie należy je odnieść do ustawowych pojęć instrumentu finansowego, prawa pochodnego oraz instrumentu pochodnego.

Pojęcie instrumentu finansowego jest, jak zauważa T. Sójka, jednym z centralnych w terminologii europejskiego i polskiego prawa rynku kapitałowego, gdyż wyznacza ono zakres zastosowania dyrektywy 2004/39/WE³, nieobowiązującej już dyrektywy 2003/6/WE⁴, a w konsekwencji

³ 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 uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. UE L 145, s. 1, ze zm.).

⁴ Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.Urz. UE L 96, s. 16,

także ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁵, oraz przytoczanej już ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁶. W polskim prawie rynku kapitałowego definicja instrumentu finansowego umieszczona została w art. 2 ust. 1 u.o.i.f. Pod pojęciem instrumentu finansowego rozumie się tutaj:

- 1) papiery wartościowe;
- 2) niebędące papierami wartościowymi:
 - a) tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania,
 - b) instrumenty rynku pieniężnego,
 - c) opcje, kontrakty terminowe, *swapy*, umowy *forward* na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne,
 - d) opcje, kontrakty terminowe, *swapy*, umowy *forward* na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron,
 - e) opcje, kontrakty terminowe, *swapy* oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez dostawę, pod warunkiem, że są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu,
 - f) niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym ani w alternatywnym systemie obrotu opcje, kontrakty terminowe, *swapy*,

ze zm.). Dyrektywę tę w dużej mierze zastąpiło obecnie rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173, s. 1, ze zm.).

⁵ Ustawa z dnia 28 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2018 r. poz. 512).

⁶ Por. T. Sójka [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Warszawa 2015, s. 678.

- umowy *forward* oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar, które mogą być wykonane przez dostawę, które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych,
- g) instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego,
- h) kontrakty na różnicę,
- i) opcje, kontrakty terminowe, *swapy*, umowy *forward* dotyczące stóp procentowych oraz inne instrumenty pochodne odnoszące się do zmian klimatycznych, stawek frachtowych, uprawnień do emisji oraz stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne albo mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron, a także wszelkiego rodzaju inne instrumenty pochodne odnoszące się do aktywów, praw, zobowiązań, indeksów oraz innych wskaźników, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych.

T. Sójka akcentuje tutaj bardzo szeroki charakter definicji instrumentu finansowego przyjętej przez polskiego ustawodawcę, co wynika głównie z konieczności dokonania transpozycji do polskiego porządku prawnego definicji instrumentu finansowego zawartych w dwóch właściwych w tym zakresie dyrektywach⁷. Inną ważną cechą takiego ujęcia pojęcia instrumentu finansowego jest jego nadrzędność względem pojęcia papieru wartościowego, przede wszystkim ze względu na to, że nie wszystkie instrumenty finansowe mogą całkowicie podlegać tzw. zasadzie zbywalności⁸. M. Mariański aprobeuje taki podział instrumentów finansowych, wskazując jego zupełność, rozłączność i bycie wystarczającym pod

⁷ Tamże, s. 678–679.

⁸ Tamże, s. 680. M. Romanowski wskazuje zbywalność papieru wartościowego jako jedną z podstawowych cech konstytutywnych papieru wartościowego, co odnosi się do tego, że dokument musi być powiązany ze zbywalnym prawem majątkowym oraz że posiadanie dokumentu stanowi niezbędną przesłankę zbywalności wyrażonego w nim prawa, gdyż do przeniesienia prawa majątkowego ucieleśnionego w dokumencie niezbędne jest wydanie dokumentu. M. Romanowski poprzez analizę tej cechy w świetle poglądów doktryny wnioskuje, że cecha ta nie jest kwestionowana z zastrzeżeniem, że pojęciu zbywalności papieru wartościowego przeciwstawia się jako szersze i bardziej adekwatne pojęcie obiegowości papieru wartościowego, która nie obejmuje jednak papierów wartościowych

kątem logicznym, choć jednocześnie zwraca uwagę na to, iż definiowanie instrumentu finansowego na podstawie ugruntowanego już w polskim prawie pojęcia papieru wartościowego może rodzić pewne zamieszanie terminologiczne polegające na oparciu definicji jednostki wyższego rzędu na definicji jednostki niższego rzędu, która tak naprawdę nie była dostosowana do swobodnego obrotu na rynku regulowanym⁹.

Pojęciem instrumentu finansowego posługuje się również ustawa o rachunkowości¹⁰. Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 23 tejże ustawy instrumentem finansowym jest kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron pod warunkiem, że z kontraktu zawartego między dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań wynikających z kontraktu ma charakter bezwarunkowy albo warunkowy. Definicja ta dokonuje również wyłączenia rodzajów kontraktów nie zaliczających się do instrumentów finansowych¹¹. W odniesieniu do tej definicji wskazać należy, iż definicja ta odnosi się *de facto* do skutków finansowych w postaci trzech podstawowych kategorii: aktywów (finansowych), zobowiązań (również finansowych) i kapitału własnego¹². Taka konstruk-

imiennych. Zob. M. Romanowski [w:] *System prawa prywatnego*, t. 18, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 41.

⁹ Por. M. Mariański, *Wpływ prawa międzynarodowego na ewolucję koncepcji instrumentu finansowego w wybranych państwach Unii Europejskiej*, Olsztyn 2014, s. 67.

¹⁰ Ustawa z dnia 12 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2018 r. poz. 395 ze zm.) – dalej: u.r.

¹¹ Są to: rezerwy i aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego, umowy o gwarancje finansowe, które ustalają wykonanie obowiązków z tytułu udzielonej gwarancji, w formie zapłacenia kwot odpowiadających stratom poniesionym przez beneficjenta na skutek niesplacenia wierzytelności przez dłużnika w wymaganym terminie, umowy o przeniesienie praw z papierów wartościowych w okresie pomiędzy terminem zawarcia i rozliczenia transakcji, gdy wykonanie tych umów wymaga wydania papierów wartościowych w określonym terminie, również wtedy, gdy przeniesienie tych praw następuje w formie zapisu na rachunku papierów wartościowych, prowadzonym przez podmiot upoważniony na podstawie odrębnych przepisów, aktywa i zobowiązania z tytułu programów, z których wynikają udziały pracowników oraz innych osób związanych z jednostką w jej kapitałach lub w kapitałach innej jednostki z grupy kapitałowej, do której należy jednostka, umowy połączenia spółek, z których wynikają obowiązki określone w art. 44b ust. 9 u.r. [obowiązek związany z rozliczeniem korekty ceny przy przejściu jednej spółki przez drugą w przypadku, gdy korekta ta jest w przyszłości prawdopodobna – przyp. aut.].

¹² P. Czajor [w:] *Ustawa o rachunkowości. Komentarz*, red. E. Walińska, Warszawa 2016, s. 96.

cja tej definicji służy bardziej prawu bilansowemu, aniżeli ustrojowi rynku kapitałowego, co oznacza, iż nie jest celowym czynienie dokładniejszych wyjaśnień jej poświęconym.

Kolejnym, wymagającym wskazania pojęciem jest pojęcie prawa pochodnego. Termin ten zawiera się w umieszczonej w art. 3 pkt 1 u.o.i.f. definicji papieru wartościowego, którym są:

- a) akcje, prawa poboru w rozumieniu przepisów Kodeksu spółek handlowych¹³, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego;
- b) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. a, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne).

Swoisty dualizm tej definicji odznacza się tym, że prawa pochodne stanowią szczególny podtyp instrumentów finansowych posiadających cechę w postaci zależności i oparcia instrumentów bazowych właśnie o papiery wartościowe zdefiniowane w art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f.¹⁴ Inną cechą takiego zdefiniowania praw pochodnych jest, zdaniem A. Chłopcickiego, chęć uznania przez ustawodawcę za papiery wartościowe będące prawami pochodnymi jedynie instrumentów posiadających charakter standaryzowany i w których przypadku istnieje jeden emitent, czyli jeden podmiot zobowiązany z danego papieru wartościowego¹⁵. Stwierdzenia te oznaczają, że prawo pochodne jest konstrukcją mogącą być potencjalnie powiązaną z instytucją instrumentu pochodnego, co rodzi konieczność opisaną jej w tym miejscu.

¹³ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2017 r. poz. 1577 ze zm.).

¹⁴ Por. A. Chłopcicki [w:] *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 833.

¹⁵ Tamże, s. 832.

Instrument pochodny również posiada w prawie polskim legalną definicję. Zgodnie bowiem z art. 3 pkt 28a u.o.i.f. poprzez pojęcie instrumentu pochodnego rozumie się: opcje, kontrakty terminowe, *swapy*, umowy *forward* oraz inne prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników (instrumentów bazowych) oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego. Definicja ta nie wyznacza *numerus clausus* instrumentów zaliczających się do kategorii instrumentów pochodnych, a także wprowadza inne pojęcie, jakim jest instrument bazowy, nie definiując go zarazem w ustawie. Fakt ten oznacza, że dla utrzymania przejrzystości przedstawionego tutaj aparatu pojęciowego należy przedstawić poprawną definicję instrumentu bazowego. Instrumentem bazowym są papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego lub inne prawa majątkowe stanowiące podstawę do ustalenia ceny instrumentu pochodnego¹⁶. T. Sójka dokonując w dużej mierze powtórzenia treści ww. przepisu zaznacza, że wśród instrumentów bazowych mogą być m.in. inne prawa majątkowe, indeksy, wskaźniki lub określone dane¹⁷. Wśród innych przykładów instrumentów bazowych wskazuje się m.in. akcje spółek giełdowych czy też indeksy giełdowe¹⁸.

Głównymi instrumentami pochodnymi wskazanymi w cytowanym przepisie są:

- opcje;
- kontrakty terminowe;
- *swapy*;

¹⁶ *Instrument bazowy*, <http://finansopedia.forsal.pl/encyklopedia/gielda/hasla/912300,instrument-bazowy.html>, 22.04.2018.

¹⁷ T. Sójka [w:] *Prawa...*, s. 694. Ciekawym, choć skomplikowanym rozwiązaniem jest tutaj zakwalifikowanie innych praw majątkowych zarówno do katalogu instrumentów pochodnych, jak i instrumentów bazowych.

¹⁸ *Instrument bazowy*, <http://finansopedia.forsal.pl/encyklopedia/gielda/hasla/912300,instrument-bazowy.html>, 22.04.2018.

- umowy *forward*;
- inne prawa majątkowe.

Żaden z ww. instrumentów pochodnych nie posiada w polskim prawie legalnej definicji. Oznacza to, że wyjaśnienie także i tych pojęć wymaga odwołania się do dorobku doktryny, a niekiedy i orzecznictwa sądów powszechnych.

Opcja (w prawie rynku terminowego) to umowa, która uprawnia, lecz nie zobowiązuje nabywcy, do kupna lub sprzedaży określonego instrumentu bazowego w ustalonym terminie i po ustalonej cenie¹⁹. Uprawnienie kupna lub sprzedaży opcji implikuje istnienie dwóch typów opcji:

- a) opcja kupna (ang. *call option*, niem. *Kaufoption*);
- b) opcja sprzedaży (ang. *put option*, niem. *Verkaufoption*)²⁰.

Kontraktem terminowym, określanym także jako *futures*, jest umowa zawarta między dwiema stronami, z których jedna zobowiązuje się do nabycia, a druga do sprzedaży, w określonym terminie po cenie oznaczonej w momencie zawarcia umowy, określonej ilości instrumentu bazowego lub dokonania równoważnego rozliczenia finansowego²¹. Pod pojęciem *swapu* określa się umowę, której przedmiotem jest wymiana przyszłych przepływów pieniężnych z określonych tytułów²². Z kolei kontraktem *forward* jest umowa, w której inwestor, który kupuje lub sprzedaje taki kontrakt zobowiązuje się kupić lub sprzedać jednostkę aktywów bazowych w określonym terminie, tj. w tzw. terminie zapadalności²³. Z kolei wśród przykładów innych praw majątkowych wskazać można m.in. utworzone przez ustawę o giełdach towarowych²⁴ derywaty

¹⁹ K. Oplustil, M. Porzycki, P.M. Woroniecki, *Rynek finansowy i kapitałowy* [w:] *Instytucje gospodarki rynkowej*, red. T. Wludyka, M. Smaga, Warszawa 2015, s. 336.

²⁰ Por. tamże; także: A. Chłopecki [w:] *System...*, s. 844.

²¹ K. Oplustil, M. Porzycki, P.M. Woroniecki, *Rynek...*, s. 337.

²² Tamże, s. 338. A. Świdorski, powołując się na dorobek polskiej cywilistyki podaje również polskie określenie umowy *swap*, jakim jest umowa zamiany. Zob. A. Świdorski, *Pochodne oraz strukturyzowane instrumenty finansowe – „sprawy” czy „ofiary” ostatniego kryzysu finansowego?* [w:] *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, red. E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2010, s. 109.

²³ S. Sundaresan, *Papiery wartościowe o stałym pochodzie i instrumenty pochodne*, przeł. M. Jania, Warszawa 2015, s. 426.

²⁴ Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (Dz.U. z 2018 r. poz. 622).

elektroenergetyczne i derywaty gazowe²⁵, czy też inne kreatywne formy instrumentów pochodnych²⁶.

Kwestią zastanawiającą jest tutaj wydzielenie przez polskiego ustawodawcę kontraktów *forward* jako osobnego finansowego instrumentu pochodnego. W literaturze, zarówno ekonomicznej jak i prawnej powszechnie wskazuje się, iż zarówno umowa *futures* jak i *forward*, które T. Nieborak tłumaczy kolejno jako umowę na czas przyszły oraz umowę przedterminową, zaliczają się do grupy kontraktów terminowych²⁷. Fakt ten może wynikać z funkcjonującego dotychczas podziału na rynek giełdowy i pozagiełdowy, który wyznaczał również ós podziału instrumentów pochodnych²⁸. K. Jajuga wskazuje, że do podstawowych giełdowych instrumentów pochodnych zalicza się opcje giełdowe oraz kontrakty *futures*, podczas gdy wśród podstawowych pozagiełdowych instrumentów pochodnych znajdują się opcje pozagiełdowe (tzw. opcje OTC), kontrakty *forward* i kontrakty *swap*²⁹. Zasadnym więc wydaje się w tym miejscu postawienie pytania o to, jak zniesienie rynku giełdowego i pozagiełdowego wpłynie na obrót pochodnymi instrumentami finansowymi. Dokonanie samej próby oceny tego obszaru nowelizacji nie jest jednak na obecnym etapie możliwe.

²⁵ Te rodzaje derywatów uregulowane zostały również w art. 3 pkt 47 i 48 ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 r. – Prawo energetyczne (Dz.U. z 2017 r. poz. 220 ze zm.).

²⁶ Przykładowo, A. Dmowski wskazuje tutaj pochodne instrumenty kredytowe takie jak np. CDO (ang. *collateralized debt obligation*) i CDO2 (ang. *collateralized debt obligation square*) oraz niektóre rodzaje instrumentów strukturyzowanych, takich jak np. R *Caps/Floors* (ang. *interest rate caps/floors*), czyli opcje na LIBOR/EURIBOR; *Inflation Caps/Floor*, będących opcjami na zrealizowaną inflację; *CMS Caps/Floors*, czyli opcje na ratę *swap* czy opcje *swap*owe (ang. *Swaptions*); zob. A. Dmowski, *Opodatkowanie pochodnych instrumentów finansowych podatkiem dochodowym od osób prawnych: aspekty prawne podatkowe i bilansowe*, Warszawa 2014, s. 116.

²⁷ T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004, s. 183; K. Jajuga, *Instrumenty pochodne*, Warszawa 2009, s. 10.

²⁸ Już w 2004 r. T. Nieborak zauważył, że cechy formalnego rynku giełdowego takie jak: konieczność rejestracji przeprowadzanych na nich transakcji derywatami, standaryzacja kontraktów, narzucanie zasad obrotu i procedur rozstrzygania sporów czy dokonywanie transakcji w miejscu siedziby giełdy doprowadziły do pozagiełdowego rynku derywatów, charakteryzującego się przede wszystkim bezpośredniością dokonywania transakcji pomiędzy stronami. T. Nieborak, *Pochodne...*, s. 119.

²⁹ K. Jajuga, *Instrumenty...*, s. 7.

Usytuowanie rynku terminowego (ryнку instrumentów pochodnych, rynku derywatów) w perspektywie całego rynku finansowego wymaga omówienia i usystematyzowania tych dwóch pojęć. Rynek finansowy nie posiada swojej legalnej definicji. Dominującym spojrzeniem na rynek finansowy w literaturze prawnej jest to biorące za kryterium wyróżnienia aspekt przedmiotowy i podmiotowy³⁰. Rynkiem finansowym w znaczeniu przedmiotowym jest miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał pieniężny³¹. Definicja ta jest ściśle powiązana z rozumieniem rynku finansowego przez nauki ekonomiczne. Wyróżnikiem rynku finansowego w znaczeniu podmiotowym jest zaś dokonywanie za pomocą transakcji przepływu pieniądza od podmiotów posiadających nadwyżki środków (oszczędności) do podmiotów chcących je zagospodarować, czyli zmieniać w aktywa realne³².

Podstawowym podziałem rynku finansowego jest ten ze względu na kryterium czasu dysponowania środkami przez podmiot je pozyskujący oraz kryterium celu, na jaki przeznaczane są te środki, na rynek pieniężny (bankowy), będący rynkiem instrumentów finansowych o terminie zapadalności nie przekraczającym jednego roku oraz kapitałowy, będący miejscem obrotu instrumentami finansowymi o dłuższym terminie zapadalności³³. Ten podstawowy, klasyczny podział rynku finansowego, z uwagi na ciągly rozwój tego rynku i pojawianie się na nim nowych instrumentów finansowych, wydaje się być współcześnie niewystarczający. Biorąc pod uwagę szeroką koncepcję rynku finansowego³⁴ uwzględnić należy

³⁰ A. Jurkowska-Zeidler, *Publicznoprawne formy oddziaływania państwa i Unii Europejskiej na instytucje kredytowe i finansowe* [w:] *System prawa finansowego*, t. 4, *Prawo walutowe, prawo dewizowe, prawo rynku finansowego*, red. J. Głuchowski, Warszawa 2010, s. 251–253; L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i w Polsce*, Warszawa 2011, s. 13–14.

³¹ A. Jurkowska-Zeidler, *Publicznoprawne...*, s. 252. C. Kosikowski stwierdza, że podstawowym towarem na rynku finansowym jest wolny pieniądz, podlegający regulom popytu i podaży. Zob. C. Kosikowski, *Prawo Unii Europejskiej w systemie polskiego prawa finansowego*, Białystok 2010, s. 94.

³² L. Góral, *Zintegrowany...*, s. 14; podobnie: D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, Warszawa 2013, s. 106.

³³ T. Nieborak, T. Sójka, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, Warszawa 2011, s. 22; K. Oplustil, M. Porzycki, P.M. Woroniecki, *Rynek...*, s. 329 i n.

³⁴ M. Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011, s. 223 i n.

jako najistotniejsze segmenty rynku finansowego również rynek walutowy i właśnie rynek terminowy (instrumentów pochodnych, derywatów), na którym prowadzony jest obrót derywatami. Określenie tego segmentu mianem terminowego związane jest zasadniczo z wspomnianym już wcześniej terminowym charakterem samych derywatów i transakcji dokonywanych nimi, w ramach których ich sprzedawcy i nabywcy mogą sobie zapewnić określoną dostawę w przyszłości w cenie uprzednio ustalonej z góry³⁵.

3. Tożsamość pojęć instrument pochodny i derywat

Pomimo faktu, iż omawiana w niniejszym artykule definicja odnosi się *de facto* do instrumentów pochodnych, to polski ustawodawca zdecydował się ją nazwać mianem rachunku derywatów. W tym miejscu powstaje więc wątpliwość dotycząca tego, czy pojęcia instrumentu pochodnego i derywatu można, a wręcz należy traktować tożsamo, szczególnie z tego względu, że ustawodawca określił rachunek derywatów jako służący zapisowi właśnie instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, a nie derywatów. A. Chłopecki pod pojęciem derywatu rozumie konstrukcje cywilnoprawne uzależniające wartość świadczenia od wartości instrumentu bazowego, które w obecnym stanie prawnym mieszczą się zarówno w kategorii papierów wartościowych (czyli praw pochodnych), jak i w kategorii instrumentów finansowych (czyli opcji i transakcji terminowych niebędących papierami wartościowymi)³⁶. Powołując się na literaturę anglosaską T. Nieborak przytacza definicję derywatu jako kontraktu wzajemnego, dwustronnego, którego wartość pochodzi od pewnego aktywa bazowego, stopy procentowej lub indeksu³⁷. W tej definicji rysują się więc trzy podstawowe cechy derywatu jakimi są: charakter

³⁵ P. Niczyporuk, A. Talecka, *Bankowość. Podstawowe zagadnienia*, Białystok 2011, s. 47.

³⁶ A. Chłopecki [w:] *Prawo...*, s. 842–843. Taki podział instrumentów finansowych wyznaczony został przez art. 2 u.o.i.f.

³⁷ T. Nieborak, *Pochodne...*, s. 111 [za:] C.L. Culp, *A primer on derivatives. Their mechanics, uses, risks, and regulation*, Competitive Enterprise Institute, Chicago 1994, s. 3; United States General Accounting Office, *Financial Derivatives, Actions Needed to protect the Financial System, Report to Congressional Requesters*, Waszyngton 1994, s. 31; Global Derivatives Study Group, *Derivatives: Practices and Principles*, Waszyngton 1993, s. 2.

umowy (o czym mowa była już w poprzednim punkcie), dwustronność oraz ustalenie jego wartości od aktywa bazowego, czyli instrumentu bazowego, których przykłady polski ustawodawca wymienił w art. 3 pkt 28a u.o.i.f. Wyjaśnienie pojęcia derywatu było także przedmiotem orzecznictwa. Zgodnie z przyjętą w tym zakresie linią orzecniczą Naczelnego Sądu Administracyjnego pod pojęciem instrumentu pochodnego (derywatu) należy rozumieć instrument finansowy, który „utworzony został od czegoś co już istnieje lub istniało, a z czym jest w wyraźnym związku. Jednocześnie oznacza wtórność oraz jednokierunkowy charakter pochodzenia. Instrumenty pochodne nie istnieją samoistnie jak akcje, obligacje czy dobra fizyczne. Aby się pojawiły, konieczne jest istnienie innych instrumentów stanowiących podstawę ich utworzenia. Te ostatnie noszą nazwę instrumentów bazowych”³⁸. Wskazana jurydyczna definicja derywatów potwierdza więc poglądy doktryny jak również nie stoi w sprzeczności z obecnym stanem prawnym. Cytowana tutaj linia orzecnicza potwierdza również zaliczanie się derywatów do instrumentów rynku terminowego.

Wszystkie wskazane wyżej definicje uzasadniają możliwość tożsamego traktowania pojęć instrumentu pochodnego oraz derywatu. Znak równości między tymi pojęciami stawiają także inni autorzy tacy jak np. T. Nieborak³⁹, A. Chłopecki⁴⁰, A. Świdorski⁴¹ czy M. Mariański⁴². Ostatni z tych autorów zaznacza jednak, iż transakcja derywatem, w tym również pochodnym instrumentem finansowym różni się od umowy sprzedaży dokonanej w „czasie rzeczywistym” przedmiotem będącym elementem transakcji oraz terminem jej wykonania⁴³. Co więcej, konstrukcja instytucji rachunku derywatów nie tyle uzasadnia, co wręcz nakłada

³⁸ Wyrok NSA z dnia 1 lutego 2011 r., II FSK 1724/09 (Lex nr 784880); wyrok NSA z dnia 29 maja 2012 r., II FSK 2330/10 (Lex nr 1167133); wyrok NSA z dnia 12 grudnia 2012 r., II FSK 848/11 (Lex nr 1306188); wyrok NSA z dnia 6 czerwca 2013 r., II FSK 1984/11 (Lex nr 1475211).

³⁹ T. Nieborak, *Pochodne...*, s. 112.

⁴⁰ A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”)*, PPH 2009, nr 7, s. 4. Autor ten podaje również inne sformułowanie odnoszące się zasadniczo do instrumentów pochodnych i derywatów, jakimi są terminowe operacje finansowe, wskazane w art. 5 ust. 2 pkt 4 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2017 r. poz. 1876 ze zm.).

⁴¹ A. Świdorski, *Pochodne...*, s. 106 i n.

⁴² M. Mariański, *Wpływ...*, s. 69.

⁴³ T. Nieborak, *Pochodne...*, s. 112.

konieczność tożsamesgo stosowania tych pojęć na gruncie znowelizowanej ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Pomimo rozbieżności w obecnym polskim porządku prawnym należy więc stwierdzić, że pojęcia instrument pochodny i derywat są tożsame.

4. Prawa i obowiązki podmiotów prowadzących rachunki derywatów i Komisji Nadzoru Finansowego związane z instytucją rachunku derywatów

Utworzenie nowej instytucji rachunku derywatów nie ograniczyło się wyłącznie do sformułowania jej legalnej definicji, wskazanej już w podrozdziale drugim. W tym zakresie, nowelizacja ustawy o obrocie instrumentami finansowymi spowodowała również powstanie nowych praw i obowiązków skierowanych do adresatów tejże ustawy, a także zmiany w dotychczas istniejących instytucjach. Pomimo, iż instytucja rachunku derywatów jest w istocie instytucją charakterystyczną dla prawa prywatnego (cywilnego), co wiąże się z przyjętą przez polskiego ustawodawcę jej cechą opartą na dwóch najistotniejszych dla tej gałęzi prawa właściwości, jakimi są przyznana adresatom takich regulacji autonomia woli, rozumiana jako możliwość stanowienia reguł dla samego siebie oraz formalnej równorzędności pozycji stron takiego stosunku prawnego⁴⁴. Jednakże, jak zaznacza C. Kosikowski, ze strony państwa rynek finansowy wymaga organizacji i nadzoru, a jego funkcjonowanie powinno odbywać się zgodnie z ustalonymi regułami, które przyjmują postać tzw. norm ostrożnościowych⁴⁵. Polski ustawodawca nie zrezygnował z uwzględnienia takiego rodzaju norm przy instytucji rachunku derywatów.

W zakresie regulacji dotyczących rynku finansowego państwu przysługuje możliwość uregulowania podejmowania i wykonywania przez poszczególne podmioty działalności gospodarczej na rynku finansowym. W odniesieniu do rachunku derywatów do polskiego systemu prawnego wprowadzone zostały następujące nowe kategorie obowiązków:

⁴⁴ P. Machnikowski [w:] *Zarys prawa cywilnego*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Warszawa 2016, s. 3 i n.

⁴⁵ C. Kosikowski, *Prawo...*, s. 95.

1. Art. 4a ust. 2 u.o.i.f. nakłada na podmioty prowadzące rachunek derywatów obowiązek dokonania zapisów na rachunku derywatów i rachunku pieniężnym klienta po rozliczeniu transakcji przez właściwy podmiot rozliczający, najpóźniej do końca dnia, w którym nastąpiło to rozliczenie, na podstawie zapisów dokonanych na kontach rozliczeniowych prowadzonych przez ten podmiot. Znaczenie regulacji odnoszącej się do zapisu na rachunku związane jest z możliwością wykonywania praw z tytułu posiadanych instrumentów pochodnych.
2. Następnym obowiązkiem mającym wpływ na ukształtowanie instytucji rachunku derywatów jest zmienione brzmienie art. 8 u.o.i.f. Ustawodawca zdecydował się tutaj na określenie terminu, w jakim powstają określone w art. 7 u.o.i.f. skutki prawne z tytułu zapisu na rachunku papierów wartościowych⁴⁶ instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, co na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej następować będzie z chwilą zapisania tych instrumentów na rachunku derywatów (art. 8 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f.). Takie rozwiązanie prawne jest w pełni uzasadnione, albowiem analogicznie przenosi ono moment powstania skutków prawnych z tytułu posiadania określonego instrumentu pochodnego wraz z chwilą zapisania go na rachunku derywatów, co stanowi przeniesienie rozwiązania stosowanego przy papierach wartościowych.
3. Kolejny nowy art. 57a u.o.i.f. określa czynność techniczną związaną z rejestracją instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, która jest prowadzona na: (1) kontach rozliczeniowych prowadzonych przez podmiot rozliczający; (2) rachunkach derywatów oraz w rejestrach prowadzonych przez uczestników podmiotów rozliczających, o których mowa w art. 4a ust. 3 u.o.i.f. Ze wskazaną tutaj czynnością wiążą się uregulowane w art. 57a ust. 2 i 3 obowiązki, które wskazują kolejno, iż stany na rachunkach derywatów

⁴⁶ T. Sójka zaznacza, że dokonanie wpisu na rachunku papierów wartościowych ma skutek konstytutywny w sensie konieczności i jest jednocześnie wystarczającym elementem identyfikacji uprawnionego z papierów wartościowych. Zob. T. Sójka [w:] *Prawo...*, s. 720. Wraz z wpisem zdematerializowanego papieru wartościowego na rachunek papierów wartościowych zastosowanie znajduje także reżim prawny odnoszący się do danego rodzaju papieru wartościowego.

i w rejestrach prowadzonych przez uczestników podmiotów rozliczających powinny być zgodne ze stanami na odpowiednich kontach rozliczeniowych prowadzonych przez dany podmiot rozliczający, zaś do środków znajdujących się na koncie rozliczeniowym, rachunku derywatów i w rejestrze prowadzonym przez uczestnika podmiotu rozliczającego przepis art. 45e u.o.i.f.⁴⁷ stosuje się odpowiednio.

4. Inną mającą znaczenie dla funkcjonowania dotychczas ustanowionych instytucji zmianą w aktach prawnych jest ta, jaka została dokonana w ustawie o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami⁴⁸, gdzie w art. 1 pkt 17 pojęcie rachunku rozliczeniowego poszerzone zostało właśnie o rachunek derywatów. Rachunek taki, zgodnie ze wskazaną tutaj ustawą, prowadzony jest przez agenta rozliczeniowego i przeznaczony jest do dokonywania rozrachunku pomiędzy uczestnikami systemu, czyli odpowiednio systemu płatności⁴⁹ i systemu rozrachunku papierów wartościowych⁵⁰.

⁴⁷ Czyli przepis, który jak wskazuje T. Sójka, dotyczy zapewnienia płynności rozrachunku w obrocie instrumentami finansowymi w sytuacjach, w których uczestnicy systemu rozliczeniowo-rozrachunkowego mogą nie być w stanie spełniać swoich świadczeń wynikających z umów zawieranych na rynku regulowanym, w ASO lub poza obrotem zorganizowanym (OTC). T. Sójka [w:] *Prawo...*, s. 816.

⁴⁸ Ustawa z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. z 2018 r. poz. 145) – dalej: u.o.s.p.

⁴⁹ Pod pojęciem systemu płatności, zgodnie z art. 1 pkt 1 u.o.s.p., rozumie się podlegające prawu polskiemu prawne powiązania pomiędzy co najmniej trzema instytucjami, w tym co najmniej jedną z następujących instytucji: Narodowym Bankiem Polskim, bankiem centralnym innego państwa, bankiem krajowym, oddziałem banku zagranicznego, instytucją kredytową, oddziałem instytucji kredytowej, spółdzielczą kasą oszczędnościowo-kredytową, Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową, firmą inwestycyjną i organem władzy publicznej, z wyłączeniem uczestnika pośredniego, w ramach których obowiązują wspólne dla tych uczestników zasady przeprowadzania rozliczeń lub realizacji ich zleceń rozrachunku, dotyczących przekazania kwoty pieniężnej na rachunek odbiorcy prowadzony przez agenta rozrachunkowego lub inne zlecenie, które powoduje wykonanie lub zwolnienie z zobowiązania pieniężnego, zgodnie z zasadami systemu płatności, z zastrzeżeniem uznania przez Prezesa Narodowego Banku Polskiego, że ze względu na ryzyko systemowe uczestnicy pośredni są uznani za uczestników, pod warunkiem że uczestnicy pośredni są znani systemowi.

⁵⁰ Pod pojęciem systemu rozrachunku papierów wartościowych, zgodnie z art. 1 pkt 2 u.o.s.p., rozumie się podlegające prawu polskiemu prawne powiązania pomiędzy co najmniej trzema instytucjami, w tym co najmniej jedną z następujących instytucji: Narodowym Bankiem Polskim, bankiem centralnym innego państwa, bankiem krajowym, oddziałem banku zagranicznego, instytucją kredytową, oddziałem instytucji

Ważnym oraz związanym również z obrotem na rynku wtórnym instrumentami pochodnymi i, w związku z tym, pośrednio dotyczącym nowej instytucji rachunku derywatów obszarem zmian są dodatkowe narzędzia nadzorcze, w jakie została wyposażona Komisja Nadzoru Finansowego w nowym art. 31 ust. 4 u.o.i.f. Zgodnie z brzmieniem tego przepisu „na żądanie Komisji [Nadzoru Finansowego – przyp. aut.] lub jej upoważnionego przedstawiciela, osoby uprawnione do reprezentowania zagranicznej firmy inwestycyjnej, o której mowa w ust. 1 pkt 2⁵¹, będącej stroną transakcji zawieranych na rynku regulowanym, lub wchodzące w skład jej statutowych organów albo pozostające z nią w stosunku pracy są obowiązane do niezwłocznego sporządzenia i przekazania, na koszt tej firmy inwestycyjnej, kopii dokumentów i innych nośników informacji oraz do udzielenia pisemnych lub ustnych wyjaśnień w zakresie transakcji zawieranych na rynku regulowanym”. W odniesieniu do tego nowego uprawnienia przyznanego Komisji ustawodawca przewidział w art. 31 ust. 5 u.o.i.f. obowiązek powiadomienia przez Komisję właściwego organu nadzoru takiej zagranicznej firmy inwestycyjnej o wystąpieniu z takim żądaniem oraz o każdym przypadku należytego albo nienależytego wykonania takiego obowiązku. Za niewykonanie lub nienależyte wykonanie takiego obowiązku informacyjnego Komisja będzie mogła, w celu zapewnienia prawidłowego funkcjonowania obrotu instrumentami finansowymi lub ochrony interesów inwestorów, po uprzednim poinformowaniu właściwego organu nadzoru, który udzielił takiej zagranicznej firmie inwestycyjnej zezwolenia na prowadzenie działalności, nałożyć na tę firmę inwestycyjną karę pieniężną do wysokości 500 000 zł (art. 31 ust. 6 u.o.i.f.). W tym miejscu zaznaczyć więc należy, że polski ustawodawca zdecydował się na wyposażenie Komisji Nadzoru Finansowego we

kredytowej, spółdzielczą kasą oszczędnościowo-kredytową, Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową, firmą inwestycyjną i organem władzy publicznej, z wyłączeniem uczestnika pośredniego, w ramach których obowiązują wspólne dla tych uczestników zasady przeprowadzania rozliczeń lub realizacji ich zleceń rozrachunku, dotyczących przeniesienia papierów wartościowych w drodze dokonania odpowiednich zapisów w prowadzonej ewidencji papierów wartościowych lub w inny sposób, z zastrzeżeniem uznania przez Komisję Nadzoru Finansowego, że ze względu na ryzyko systemowe uczestnicy pośredni są uznani za uczestników, pod warunkiem że uczestnicy pośredni są znani systemowi.

⁵¹ Czyli zagraniczne firmy inwestycyjne nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

władczy środek nadzoru nad rynkiem finansowym o charakterze następczym w postaci prawa do żądania informacji od podmiotów nadzorowanych, nie tylko w ramach prowadzonych przez nią postępowań sprawdzających⁵². W przypadku niewykonania takiego obowiązku informacyjnego Komisji Nadzoru Finansowego została przyznana możliwość wymierzenia kary pieniężnej, tj. środka charakterystycznego dla prawa karnego, w który wyposażony został organ administracji publicznej⁵³, po to aby zapewnić sprawne i niezakłócone funkcjonowanie rynku finansowego.

5. Inne istotne nowelizacje dokonane ustawą z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw

Nowelizacja z dnia 9 marca 2017 r. spowodowała również umieszczenie w niej dodatkowych przepisów, mających na celu niezakłócone funkcjonowanie instytucji rachunku derywatów. W tym zakresie należy początkowo wskazać na art. 4a ust. 3 u.o.i.f., który zakłada, iż przepis art. 4a ust. 1 u.o.i.f. nie ogranicza możliwości rejestrowania poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, będących przedmiotem transakcji zawieranych przez:

- 1) zagraniczne firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej bez otwierania oddziału lub
- 2) zagraniczne firmy inwestycyjne w ramach wykonywania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 3⁵⁴, w związku z realizacją zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, alternatywnego systemu obrotu lub zapewnieniem płynności obrotu instrumentami pochodnymi, lub
- 3) zagraniczne firmy inwestycyjne nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, lub

⁵² Por. R. Blicharz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Bydgoszcz–Katowice 2009, s. 163–165, 211–212.

⁵³ O sankcjach wymierzanych przez Komisję Nadzoru Finansowego zob. M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 270–275.

⁵⁴ Czyli działalności maklerskiej związanej z nabywaniem lub zbywaniem na własny rachunek instrumentów finansowych.

- 4) inne podmioty z siedzibą poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, o ile spełniają warunki określone w art. 31 ust. 2⁵⁵.

Nowy art. 45i u.o.i.f. wprowadza do polskiego porządku prawnego roszczenie o zawarcie umowy o uczestnictwo w podmiocie rozliczającym przysługujące właśnie temu podmiotowi uprawnionemu do prowadzenia rachunku derywatów oraz podmiotowi, który zamierza prowadzić takie rachunki na podstawie art. 117 u.o.i.f.⁵⁶ i spełniającemu wymogi określone w regulaminie podmiotu rozliczającego.

Nowe brzmienie art. 119 ust. 1 u.o.i.f. rozszerza katalog działalności możliwej do prowadzenia przez banki z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej za zezwoleniem Komisji Nadzoru Finansowego o rachunki derywatów. Od 29 kwietnia 2017 r. prowadzenie rachunku derywatów jest także umożliwiające na terytorium innego Państwa Członkowskiego Unii Europejskiej (art. 119 ust 2 u.o.i.f.). Rachunki derywatów zostały również umieszczone przy pozostałych podmiotach określonych w rozdziale 2 działu IV u.o.i.f. regulującym szczególne typy uczestnictwa w obrocie instrumentami finansowymi, czyli klubach inwestorów, maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych.

⁵⁵ Artykuł 31 ust. 2 u.o.i.f.: „Stronami transakcji zawieranych na rynku giełdowym mogą być również, na warunkach określonych w regulaminie giełdy, inne podmioty nabywające i zbywające instrumenty finansowe we własnym imieniu i na własny rachunek: 1) będące uczestnikami Krajowego Depozytu lub spółki, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1 lub 2 [prowadzenie depozytu papierów wartościowych i wykonywanie czynności w zakresie prowadzenia systemu rejestracji instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu – przyp. aut.], lub spółki prowadzącej izbę rozliczeniową i izbę rozrachunkową, o której mowa w art. 68a; 2) niebędące uczestnikami podmiotu, o którym mowa w pkt 1, pod warunkiem wskazania podmiotu będącego uczestnikiem podmiotu, o którym mowa w pkt 1, który zobowiązał się do wypełniania obowiązków w związku z rozliczaniem zawartych transakcji”.

⁵⁶ A. Michór zaznacza, że regulacja art. 117 u.o.i.f. stanowi odpowiednik art. 104 u.o.i.f. (przepisu umożliwiającego prowadzenie przez dom maklerski działalności w formie oddziału na terytorium wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej) w stosunku do zagranicznych firm inwestycyjnych w rozumieniu art. 3 pkt 32 u.o.i.f. Unormowanie tego przepisu stanowi wyraz nadzoru nad firmami inwestycyjnymi działającymi na rynku finansowym, czyli zasady nadzoru państwa macierzystego (ang. *home country supervision*), zasady wzajemnego uznawania przepisów narodowych (ang. *home country rule*) i zasady pojedynczej licencji, zwanej również zasadą jednolitego paszportu europejskiego. A. Michór [w:] *Prawo...*, s. 1113–1114.

Artykuł 15 nowelizacji z dnia 9 marca 2017 r. stanowi, że firmy inwestycyjne uprawnione do przechowywania lub rejestrowania instrumentów finansowych, w tym prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych, oraz prowadzenia rachunków pieniężnych oraz banki uprawnione do prowadzenia działalności powierniczej przed dniem wejścia w życie niniejszej ustawy są uprawnione do prowadzenia rachunków derywatów, o których mowa w art. 4a ust. 1 u.o.i.f.

Ostatnią istotną kwestią dotyczącą wprowadzonej instytucji rachunku derywatów jest dyspozycja art. 4a ust. 4 u.o.i.f., który zakłada odpowiednie stosowanie przepisów dotyczących rachunku papierów wartościowych do rachunków derywatów. Oznacza to, że w zakresie nieuregulowanym osobno zastosowanie znajdzie reżim prawny właściwy dla przepisów dotyczących rachunków papierów wartościowych, na którym opiera się szczególnie mechanizm zorganizowanego obrotu prawami majątkowymi na rynku kapitałowym, zwłaszcza w oparciu o zdematerializowane papiery wartościowe będące najbardziej tradycyjną kategorią praw objętych pojęciem instrumentu finansowego⁵⁷.

6. *Ratio legis* wprowadzonych nowelizacji

Przy omawianiu praw i obowiązków, jakie na adresatów nakłada polski ustawodawca wraz z ustanowieniem nowej instytucji rachunku derywatów, warto także wspomnieć o przesłankach przeprowadzenia nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w takim kształcie. W zakresie utworzenia tej instytucji celem nowelizacji było uzupełnienie luki prawnej w zakresie rejestrowania na rachunkach instrumentów pochodnych poprzez nowelizację ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przeprowadzonej ustawą z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw⁵⁸. Jak wskazuje ustawodawca⁵⁹ w uzasadnieniu do projektu ustawy z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finan-

⁵⁷ T. Sójka [w:] *Prawo...*, s. 726.

⁵⁸ Ustawa z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2015 r. poz. 73).

⁵⁹ Podmiotem wnioskującym był tutaj Minister Finansów.

sowymi oraz niektórych innych ustaw „wymóg rejestrowania instrumentów pochodnych w systemie depozytowym, służącym przede wszystkim do rejestracji papierów wartościowych oraz do przeprowadzania rozrachunku transakcji zawartych na rynku kasowym, stanowił specyfikę polskiego rynku kapitałowego”⁶⁰. Ustawodawca rozszerza tę tezę poprzez stwierdzenie, iż na „rozwinętych rynkach kapitałowych rozpoznawanym standardem jest zasadniczo rejestrowanie derywatów przez podmioty dokonujące rozliczeń kontraktów pochodnych (tj. izby rozliczeniowe, centralnych kontrahentów) bez konieczności prowadzenia dodatkowej ewidencji w systemach depozytów papierów wartościowych”⁶¹. Powyższe oznacza także, że zmiany mają na celu określenie zasad dokonywania rejestracji instrumentów pochodnych na rachunku derywatów⁶².

Innymi przesłankami przemawiającymi za stworzeniem takiej instytucji była chęć zagwarantowania bezpieczeństwa obrotu oraz skutecznego nadzoru nad rynkiem terminowym⁶³. Ustawodawca wskazuje, że przed zmianami, które weszły w polskim prawie z dniem 30 stycznia 2015 r. „Urząd Komisji Nadzoru Finansowego posiadał dostęp do informacji o wszystkich dopuszczonych do obrotu zorganizowanego derywatach oraz o aktywności poszczególnych inwestorów w zakresie obrotu tymi instrumentami finansowymi. Informacje te były pozyskiwane w szczególności od podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych. Z uwagi na fakt, iż instrumenty pochodne nie będą dalej rejestrowane na rachunkach papierów wartościowych, bez wprowadzenia obowiązku rejestracji tych instrumentów finansowych na rachunku derywatów [konsekwencją – przyp. aut.] byłby brak wiarygodnego zapisu aktywności inwestora na rynku instrumentów pochodnych. Podkreślenia również wymaga, iż informacji takich nie jest w stanie zapewnić izba rozliczeniowa, gdyż nie posiada ona informacji o inwestorach, których dotyczą zgłaszane transakcje, jak również nie występuje żadne rozwiązanie na poziomie nowelizowanej

⁶⁰ Uzasadnienie do projektu ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, VIII kadencja, druk sejm. nr 991, s. 2.

⁶¹ Tamże.

⁶² Tamże, s. 4.

⁶³ Tamże.

ustawy, które dawałoby gwarancje, że takie informacje będą znajdowały się w innym rejestrze⁶⁴. Oznacza to, iż ustawodawca chce tutaj zwiększyć zakres informacji uzyskiwanych przez Komisję Nadzoru Finansowego w zakresie obrotu instrumentami pochodnymi, co w zamierzeniu i teorii przyczynić się powinno do zwiększenia bezpieczeństwa obrotu nimi, a także efektywności informacyjnej i przeciwdziałania naruszaniu prawa. W tym zakresie szczególnie zaznaczają się art. 31 ust. 4–6 u.o.i.f.⁶⁵

7. Podsumowanie i wnioski

Instrumenty pochodne pełnią na rynku finansowym bardzo istotną rolę. Przypisuje się im zasadniczo trzy podstawowe cele zastosowania⁶⁶:

- a) arbitraż, polegający na jednoczesnym dokonaniu transakcji kupna i sprzedaży tego samego aktywu (w tym wypadku instrumentu) na różnych rynkach;
- b) spekulacja, polegająca na zajęciu określonej pozycji (zakupu lub sprzedaży) w instrumencie bazowym i osiągnięcie z tego tytułu zysków w przeszłości;
- c) zabezpieczenie (*hedging*), czyli zawarcie takiego instrumentu pochodnego, który zminimalizuje wpływ określonego rodzaju ryzyka na wyniki prowadzonej działalności finansowej.

Regulacje prawne rynku finansowego o charakterze publicznoprawnym, w tym te odnoszące się do instrumentów pochodnych powinny mieć na celu przede wszystkim zagwarantowanie stabilności tego rynku, rozumianej także jako bezpieczeństwo zarówno instytucji finansowych jak i ich klientów⁶⁷ m.in. poprzez jego organizację, zasady wykonywania

⁶⁴ Tamże, s. 4–5.

⁶⁵ Artykuł 31 ust. 1–3 u.o.i.f. wprowadza znaczne ograniczenia cywilnoprawnej zasady swobody umów o charakterze podmiotowym w odniesieniu do transakcji zawieranych na rynku giełdowym w postaci określenia *numerus clausus* podmiotów mogących dokonywać takich transakcji. Wprowadzenie tej regulacji wpływa na dodatkowe zwiększenie ograniczeń co do transakcji zawieranych na rynku giełdowym. O transakcjach zawieranych na rynku giełdowym zob. T. Sójka [w:] *Prawo...*, s. 779–780.

⁶⁶ P. Oźga, *Instrumenty pochodne w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, GN 2012, nr 4, s. 130.

⁶⁷ E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa* [w:] *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, red. A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, Warszawa 2016, s. 20.

działalności (nie tylko gospodarczej) przez jego uczestników czy ustanowienie nadzoru administracyjnego nad nim⁶⁸. W obrębie tego rodzaju przepisów prawa bardzo istotnym jest podkreślenie, że każda regulacja dotycząca w szczególności działalności organów państwowych powinna uwzględniać zasadę proporcjonalności, wiążącej się ze stosowaniem adekwatnych metod do osiągnięcia zakładanych celów⁶⁹.

Poczyniony opis nowej w polskim porządku prawnym instytucji rachunku derywatów prowadzi więc, oprócz już tych wyżej wskazanych, do następujących konkluzji:

1. Ustanowienie instytucji rachunku derywatów jest dobrym działaniem ze strony ustawodawcy. Wypełnienie luki prawnej w tym zakresie, podyktowane zapewnieniem bezpieczeństwa obrotu instrumentami pochodnymi i skutecznego nadzoru nad rynkiem terminowym było wręcz konieczne⁷⁰. Pozytywnie należy ocenić również sposób, w jaki ta instytucja, w tym prawa i obowiązki nałożone przepisami odnoszącymi się do rachunku derywatów, została wdrożona, albowiem nie wydaje się, że przystosowanie się do nich przez adresatów jest problematyczne lub nadmiernie długotrwałe. Obecnie jednak wciąż jest za wcześnie na przesądzenie o całkowitej adekwatności czy proporcjonalności tych przepisów.
2. W zakresie rachunku derywatów wskazać należy lukę prawną, jaka powstała poprzez zniesienie obowiązku zapisu instrumentów pochodnych na rachunkach papierów wartościowych wraz z ustawą z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, związaną z brakiem możliwości blokady rachunku, na których zapisane są niebędące papierami wartościowymi

⁶⁸ O celu nadzoru państwa nad rynkiem finansowym: A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Warszawa 2014, s. 191–197.

⁶⁹ M. Dyl, Środki..., s. 207.

⁷⁰ Już z końcem 2014 r. Związek Banków Polskich wskazywał, że wprowadzenie do polskiego porządku prawnego instytucji rachunku derywatów na poziomie ustawowym było pożądane ze względu na zapewnienie bezpieczeństwa obrotu i skutecznego nadzoru nad rynkiem terminowym. Zob. Związek Banków Polskich, *Pismo Jerzego Bańki – Wiceprezesa Związku Banków Polskich do senatora Kazimierza Kleiny – Przewodniczącego Komisji Budżetu i Finansów Publicznych Senatu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 13 listopada 2014 r.*, http://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/_public/k8/komisje/2014/kbfp/materialy/762_zbp.pdf, 2.05.2017.

instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego – w tym instrumenty pochodne⁷¹ polegającą na braku podstawy prawnej umożliwiającej blokadę rachunku w trybie art. 16–20c ustawy o przeciwdziałaniu praniu brudnych oraz finansowaniu terroryzmu⁷². W związku z tym, należy postulować więc *de lege ferenda* uzupełnienie tej luki poprzez dodanie w definicji rachunku zawartej w u.p.p.p. rachunku derywatów, co umożliwi efektywniejsze spełnienie jednego z celów zakładanej przez ustawodawcę nowelizacji u.o.i.f. czyli zapewnienia bezpieczeństwa obrotu instrumentami pochodnymi.

3. Kontrowersje może budzić także sama nazwa nowej instytucji. O ile w orzecznictwie i doktrynie, co już zostało wykazane, niemal równoznaczne rozumienie pojęć instrument pochodny i „derywat” jest powszechnie zaakceptowane, tak sama nazwa rachunek derywatów, przez wzgląd na niewystępowanie obecnie w polskich aktach prawnych pojęcia „derywat” jest kontrowersyjna⁷³. Wydaje się, że trafniejszym, a przede wszystkim nietworzącym niepotrzebnego nieporządku legislacyjnego byłoby nazwanie tej instytucji mianem rachunku instrumentów pochodnych.
4. Pojawienie się w polskim porządku prawnym instytucji rachunku derywatów powinno stać się impulsem do dyskusji i próby wprowadzenia doniosłych systemowo nowelizacji dotyczących samego pojęcia

⁷¹ A. Otto, *Wpływ nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi na proces blokady rachunku*, <https://forumcompliance.com/2017/02/wplyw-nowelizacji-ustawy-o-obrocie-instrumentami-finansowymi-na-proces-blokady-rachunku-2>, 28.02.2017.

⁷² Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o przeciwdziałaniu praniu brudnych oraz finansowaniu terroryzmu (Dz.U. z 2016 r. poz. 299 ze zm.) – dalej: u.p.p.p. A. Otto, specjalista w zakresie *compliance*, wskazuje na art. 2 pkt 4, gdzie wymienione są wszystkie rachunki w rozumieniu u.p.p.p. Nie ma wśród nich rachunku derywatów. Ciągły brak uwzględnienia wśród rachunków rachunku derywatów skutkuje właśnie brakiem możliwości blokady takiego rachunku, jak również nie ma obecnie podstaw do odmowy przeniesienia posiadania pochodnego instrumentu pochodnego pomiędzy rachunkami klientów za pomocą umowy cywilnoprawnej. A. Otto, *Wpływ...*

⁷³ Na tę sytuację zwracał już uwagę w 2009 r. A. Chłopecki stwierdzając: „system prawny, co do zasady, odwołuje się do apriorycznego, tj. wynikającego z języka finansów, pojęcia instrumentu finansowego (podobnie-instrumentu pochodnego czy opcji). Prawnik, definiując dany instrument finansowy, musi zatem posługiwać się zasadami, kryteriami i definicjami języka ekonomii i finansów. Sytuacja taka oznacza nie tylko bałagan legislacyjny, lecz może ona być potencjalnie przyczyną istotnych problemów prawnych”. Zob. A. Chłopecki, *Instrumenty...*, s. 5.

instrumentu finansowego. Rynek finansowy rozwija się w bardzo dynamicznym tempie, co pociąga za sobą powstawanie coraz bardziej złożonych i skomplikowanych instrumentów finansowych⁷⁴. Polski ustawodawca powinien więc zastanowić się nie tyle nad rozszerzeniem legalnej definicji instrumentów finansowych, w tym pochodnych o kolejne przykłady, lecz dokonać bardziej strukturalnej reformy, harmonizującej wszystkie przepisy z tego zakresu i umożliwiającej spójną wykładnię tego, co jest, a co nie jest instrumentem finansowym i usystematyzowanie ich w architekturze polskiego rynku finansowego.

Streszczenie

Wraz z ustawą z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 791) do polskiego porządku prawnego wprowadzona została nowa instytucja rachunku derywatów. Wprowadzenie jej ma na celu uzupełnienie luki w zakresie ewidencjonowania instrumentów pochodnych, a także nadzoru nad transakcjami nimi dokonywanymi, co ma przyczynić się do zapewnienia bezpieczeństwa obrotu nimi. Nowelizacja w tym zakresie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zaznacza również powstanie nowych kategorii praw i obowiązków podmiotów, których dotyczy utworzenie instytucji rachunku derywatów. O ile samo wdrożenie rachunku derywatów należy ocenić pozytywnie, tak bardziej widocznymi stały się luki prawne dotyczące niektórych aspektów bezpieczeństwa związanego z blokadą rachunku w przypadku podejrzenia popełnienia przestępstwa, czy też brak spójności w wykładni podstawowych pojęć w tym zakresie, szczególnie instrumentu finansowego.

Słowa kluczowe: rachunek derywatów, derywat, instrument pochodny, instrument finansowy, informacja na rynku finansowym

⁷⁴ A. Świdorski w tym obszarze wskazuje na funkcjonującą w polskim prawie rynku kapitałowego otwartą definicję papieru wartościowego skutkującą utrudnionym ustaleniem, czy dany produkt finansowy jest papierem wartościowym, czy jedynie instrumentem finansowym. A. Świdorski, *Pochodne...*, s. 116.

New categories of rights and duties related to the institution of derivatives account

S u m m a r y

Along with the Act of 9 March 2017 amending the Act on Trading of Financial Instruments and certain other acts (Journal of Laws, item 791), a new institution called derivatives account was introduced to the Polish legal system. Its purpose is to address the legal loophole concerning the accounting of derivatives and to reinforce the supervision of derivatives transactions in order to contribute to the security of trading. This amendment also introduces the new rights and duties addressed towards the entities concerned by the implementation of the institution of the derivatives account to the Polish law. While the implementation itself should be assessed positively, there exists legal loopholes concerning certain aspects of security related to the account lockout in case of suspicion of the crime or the lack of coherence of interpretation of the basic terms in this scope, especially of the financial instrument.

Keywords: derivatives account, derivative, financial instrument, securities, information on the financial market

Sebastian Podmiotko,

University of Rzeszow, Faculty of Law and Administration,
ul. Grunwaldzka 13, 35-068 Rzeszów,
e-mail: s.podmiotko@gmail.com.