

**Ewelina Idziak**

**MiFID II (*Markets in Financial  
Instruments Directive II*)  
jako przykład regulacji  
zwiększającej bezpieczeństwo  
na rynku finansowym**

**Wstęp**

Zmienność gospodarcza, skomplikowanie i spekulacyjny charakter niektórych produktów i usług finansowych sprawiają, że zadbanie o komfort i bezpieczeństwo klientów, zarówno dotyczące klienta indywidualnego, jak i działalności gospodarczej na rynku finansowym, stało się koniecznością. Stopniowe wdrażanie dyrektywy MiFID pozwoliło na wymuszenie zmian na instytucjach finansowych w celu zapewnienia sprecyzowanego standardu obsługi, informowania i klasyfikacji klientów. Celem dyrektywy MiFID II jest jak najlepsze dopasowanie odpowiedniego instrumentu finansowego do potrzeb klienta, uwzględniające jego wiedzę i nabyte wcześniej doświadczenia, tym samym zwiększenie bezpieczeństwa klienta na rynku finansowym. MiFID składa się z trzech filarów regulacyjnych, które dotyczą inwestorów i mają zapewnić: sprawiedliwsze, bezpieczniejsze i wydajniejsze działanie rynku finansowego, silniejszą ochronę inwestycji oraz większą transparentność. Sposób kwalifikacji klientów pozwala ocenić ich wiedzę i doświadczenie w celu zakwalifikowania do odpowiedniej grupy wymagającej większego lub mniejszego poziomu ochrony ze strony podmiotu finansowego. Z kolei nałożenie na podmioty rynku finansowego dodatkowych obowiązków organizacyjnych, proceduralnych i raportowych ma na celu skrupulatne egzekwowanie postanowień dyrektywy MiFID II. Przedstawione praktyczne informacje na temat klasyfikacji

klienta oraz wyniki badania pozwalają zorientować się w zakresie faktycznego działania i wpływu dyrektywy MiFID II. Wydaje się, iż analiza wpływu dyrektywy MiFID w kolejnych okresach jest niezwykle istotna z punktu widzenia jej zwiększającego się wpływu na rynek finansowy. W Polsce odnotowano efekty dyrektywy MiFID po 24 miesiącach od jej wprowadzenia. Wiadomo już także, że kolejne zmiany uwzględniające zmienność rynku będą konieczne.

### Podstawy teoretyczne

Pomimo znaczącego dorobku naukowego skupionego na problemie stabilności i kryzysu finansowego, nadal zagadnienia te nęszczają badaczom problem w jednoznacznym zidentyfikowaniu zjawiska. Wydaje się, iż zmienność gospodarcza powoduje, iż potrzeba definiowania, analizowania zjawiska, jak i określania jej czynników na długo jeszcze pozostanie aktualna. Zawężając rozważania do pojęcia niestabilności finansowej, warto wskazać za A. Crockettem, że aby niestabilność systemu finansowego stała się problemem dla polityki gospodarczej, musi mieć mierzalne skutki dla sytuacji gospodarczej (dla aktywności w sferze realnej lub stopy inflacji), wywołane przez nią zakłócenia w gospodarce muszą mieć charakter *ex ante* oraz że niestabilność może objawiać się zarówno we wzroście wrażliwości pośredników finansowych, jak i nadmiernej zmienności cen aktywów finansowych<sup>1</sup>.

Kolejne ujęcia definicyjne dobrano w celu zdefiniowania niestabilności na rynkach finansowych. J. Chant definiuje niestabilność finansową jako warunki panujące na rynkach finansowych, które szkodzą gospodarce poprzez oddziaływanie na funkcjonowanie systemu finansowego. Uważa ponadto, że skutki niestabilności finansowej mogą manifestować się w ograniczeniu dostępu do finansowania dla gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i podmiotów sfery publicznej<sup>2</sup>. Co więcej, w tym aspekcie zwraca się także uwagę na zakłócony przepływ informacji. Na ten element wskazuje F.S. Mishkin, stwierdzając, iż niestabilność finansowa pojawia się, gdy szoki w systemie finansowym zakłócają przepływ informacji tak, że system ten nie może dłużej wypełniać swej głównej funkcji, polegającej

<sup>1</sup> A. Crockett, *The Theory and Practice of Financial Stability*, New Jersey 1997, s. 2.

<sup>2</sup> G.J. Schinasi, *Defining Financial Stability*, "International Monetary Fund Working Paper", WP/04/187, [b.m.] 2004, s. 13.

na efektywnej alokacji oszczędności w inwestycje<sup>3</sup>. Zatem, warto podkreślić, iż szoki w systemie finansowym pociągają za sobą asymetrię informacji utrudniającą dokonywanie transakcji finansowych.

Z kolei koncepcja propagowana przez H. Minskiego wskazuje, iż gospodarka rynkowa jest systemem finansowym, a jej dynamika po okresie prosperity prowadzi do powstania takich struktur finansowych, które są podatne na deflację, załamanie wartości aktywów jak również głęboką depresję. Zwiększanie się niestabilności prowadzi do kruchości – wzrostu wrażliwości systemu finansowego, co oznacza, że system może reagować nieproporcjonalnie nawet na stosunkowo słabe bodźce<sup>4</sup>.

Przedstawione ujęcia definicyjne, wydaje się, iż w naturalny sposób, pozwalają pośrednio powiązać brak stabilności czy kryzys z poczuciem braku bezpieczeństwa. Zmienność o zabarwieniu negatywnym, powodująca utratę stabilności, jest jednocześnie odbierana jako czynnik zakłócający poczucie bezpieczeństwa. W związku z tym, badacze niejednokrotnie podejmują próbę zdefiniowania czynników pozwalających określić skutki niestabilności, kryzysu czy utraty bezpieczeństwa w sferze finansowej. Jednym z działań podejmowanych w kierunku ograniczenia wpływu niestabilności na bezpieczeństwo rynku finansowego jest nałożenie określonych ram prawnych, zmuszających podmioty działające w sektorze finansowym do stosowania przejrzystych i niewprowadzających w błąd zasad informowania klientów na temat produktów inwestycyjnych. Takim dokumentem jest Dyrektywa MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), która powstała w celu ochrony klientów korzystających z usług podmiotów świadczących usługi inwestycyjne, działających na obszarze Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Została ona wydana przez Parlament Europejski i Radę Unii Europejskiej 21 kwietnia 2004 r. Dokument zawiera szereg przepisów regulujących kwestie nadzoru nad obrotem instrumentami finansowymi. Ponadto, wskazuje, jakie obowiązki muszą pełnić wobec klientów banki i pozostałe podmioty świadczące usługi inwestycyjne. Zgodnie z przepisami zawartymi w dyrektywie MiFID instytucje finansowe muszą działać na rzecz klientów, co oznacza, iż nie mogą stosować wobec nich nieuczciwych praktyk. Oferowane przez nich produkty inwestycyjne muszą być dopasowane pod kątem poziomu wiedzy oraz doświadczenia danego klienta. Dyrektywa MiFID wskazuje

<sup>3</sup> F.S. Mishkin, *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 1997, s. 62.

<sup>4</sup> L. Kąsek, M. Lubiński, *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, „Współczesna Ekonomia” 2010, nr 1 (13), s. 9.

także na konieczność przekazywania klientom jednoznacznych, niewprowadzających w błąd informacji o konkretnych produktach finansowych, a także ryzykach, jakie wiążą się z lokowaniem w nie kapitału. Dotyczy to w szczególności: papierów wartościowych, instrumentów pochodnych, funduszy inwestycyjnych oraz opcji walutowych. W 2018 r. dyrektywa MiFID została zmodyfikowana. Zmiany dotyczyły m.in. zmniejszenia kosztów ponoszonych przez klientów inwestycyjnych. Nowa dyrektywa została nazwana MiFID II. Banki, domy maklerskie i pozostałe instytucje świadczące usługi inwestycyjne muszą prowadzić działania w sposób jeszcze bardziej przejrzysty. Podmioty te zostały zobowiązane do przesyłania właściwym organom nadzoru jeszcze większej liczby informacji. Zgodnie z najnowszą dyrektywą konieczne jest opracowanie wycen poszczególnych produktów finansowych w taki sposób, aby były one jak najbardziej przejrzyste. Klient musi wiedzieć, co dokładnie składa się na cenę danego instrumentu finansowego. Podmioty świadczące usługi inwestycyjne mają również obowiązek deklarowania wszystkich transakcji przeprowadzanych na instrumentach finansowych. Dotyczy to w szczególności: zakupu i sprzedaży akcji, obligacji i instrumentów pochodnych. Celem takich działań jest nie tylko nadzorowanie transakcji, ale także możliwość wcześniejszego wykrycia ryzyka związanego z pojawieniem się tzw. bańki spekulacyjnej. MiFID II, podobnie jak poprzednia wersja dyrektywy, jeszcze nie obejmuje swym zakresem kryptowalut, lecz jest prawdopodobne wprowadzenie tej kwestii przy kolejnej zmianie dyrektywy.

Toczące się dyskusje badaczy i praktyków potwierdzają istotność tematyki i jej wpływ na praktyczne aspekty rynku finansowego. Wyraźnie podkreśla się niewystarczający poziom regulacji w kontekście kryzysu finansowego w 2008 r., co poniekąd przyspieszyło prace nad stworzeniem nowych rozwiązań, na co wskazuje J. Pruski<sup>5</sup>. Zwraca się także na to uwagę w raporcie Najwyższej Izby Kontroli<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> J. Pruski, *Problemy architektury sieci stabilności finansowej na tle doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, „Bezpieczny Bank” 2010, nr 3, s. 10.

<sup>6</sup> NIK, *Funkcjonowanie systemu ochrony praw klientów podmiotów rynku finansowego*, Informacja o wynikach kontroli, KBF-4101-04-00/2013, Nr ewid. 13/2014/P/13/038/KBF, [online], [dostępny: <https://www.nik.gov.pl/plik/id,6423,vp,8193.pdf>], [dostęp: 1.08.2022].

Często podnosi się aspekt rewolucyjnych zmian wprowadzonych regulacjami MiFID dla ochrony klienta, na co wskazują chociażby L.C. Backer<sup>7</sup> oraz G. Gobbo<sup>8</sup>. Ochrona konsumenta ma tak dalekosiężne konsekwencje, że na gruncie projektowanej regulacji MiFID III, w określonych okolicznościach, stanie się możliwe zakazanie przez unijnego nadzorcę ESMA określonych produktów, usług lub praktyk w przypadku, gdy będą one stwarzały zagrożenie dla ochrony inwestora, stabilności finansowej lub prawidłowego funkcjonowania rynków.

Publikacje poświęcone ochronie klientów rynku bankowego zasadniczo można podzielić na dwie grupy:

- ogólne wątki badawcze odnoszące się do kierunków zachodzących zmian regulacyjnych, europeizacji i paradygmatów w obszarze ochrony konsumenta (klienta) usług finansowych;
- konkretne problemy regulacji prawnych i ich znaczenie dla praktyki obrotu bankowego.

Należy podkreślić, iż prawnej ochronie konsumenta usług finansowych nadano w Unii Europejskiej charakter strategiczny, warunkujący transgraniczny rozwój usług finansowych. W tym obszarze za istotne należy uznać badania E. Rutkowskiej-Tomaszewskiej<sup>9</sup> i D. Cymana<sup>10</sup>.

Poza tym bogate piśmiennictwo powstaje odrębnie w zawężonych tematykach produktów/usług finansowych oraz podczas szeregu konferencji naukowych, jak chociażby IV Międzynarodowej Konsumentckiej Konferencji Naukowej „Prawa konsumenta w teorii i praktyce” (zorganizowanej przez Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Śląskiego, Stowarzyszenie Rzeczników Konsumentów i Fundację Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Śląskiego „Facultas Iuridica”, Katowice, 23–24 lutego 2017 r.) czy też Ogólnopolskiej Konferencji Naukowej „Ochrona konsumentów na rynku usług finansowych” (zorganizowanej przez Zakład Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego Uniwersytetu Łódzkiego we współpracy ze Studencką Kliniką Finansów oraz Korporacją Studenckich

<sup>7</sup> L.C. Backer, *MiFID and power in the regulation of EU financial markets*, „Yearbook of European Law” 2008 (2009), Vol. 27, s. 349.

<sup>8</sup> G. Gobbo, *MiFID's systematic internalisation: the efficiency debate and the future of the European financial markets*, „European Business Law Review” 2009, Vol. 20, no. 1, s. 63.

<sup>9</sup> E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona konsumenta na rynku usług finansowych w prawie europejskim na przykładzie najnowszych dyrektyw unijnych*, [w:] *Prawo europejskie – 5 lat doświadczeń w polskim prawie finansowym*, red. H. Litwińczuk, Warszawa 2010, s. 288–306.

<sup>10</sup> D. Cyman, *Kierunki zmian ochrony konsumenta usług finansowych w Unii Europejskiej*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia” 2016, Vol. 50, z. 4, s. 39–48; tenże, *Ochrona konsumenta na rynku usług finansowych Unii Europejskiej*, [w:] *System prawnofinansowy Unii Europejskiej*, red. A. Drwiłło, A. Jurkowska-Zeidler, Warszawa 2017, s. 350–368.

Kół Naukowych Uczelni Ekonomicznych CESSA, Łódź, 19 maja 2016 r.), co potwierdza, iż poruszana tematyka jest rozwojowa. Szeroka lista przykładowych publikacji w wybranych obszarach oraz konferencji została zawarta w Raporcie otwarcia pt.: „Diagnoza stanu badań nad ochroną klientów rynku finansowego w Polsce” Doradczego Komitetu Naukowego przy Rzeczniku Finansowym<sup>11</sup>.

Również publikacje naukowe wskazują na specyfikę prawa rynku finansowego (prawo ochrony konsumenta usług finansowych). Jak zwraca uwagę E. Rutkowska-Tomaszewska, przepisy dotyczące ochrony konsumenta usług finansowych mają niejednorodny charakter prawny, choć regulują relacje umowne instytucji finansowych z konsumentem. Są one wyrazem ingerencji ustawodawcy w sferę cywilnoprawną, ograniczając mechanizmy kształtowania treści stosunków umownych. Zjawisko „publicyzacji” prawa umów o usługi finansowe, będące przejawem konieczności szczególnej ochrony konsumenta usług finansowych, wyraża się w ingerencji w swobodę umów i w zasadę *pacta sunt servanda*, wprowadzeniu zasady, że postanowienia umów o usługę finansową nie mogą być mniej korzystne dla ich odbiorców (konsumentów i nie tylko) niż przepisy ustawy – z sankcją nieważności i nakazem stosowania odpowiednich przepisów ustawy<sup>12</sup>. Autorka wskazuje także na trudność w interpretacji przepisów. W związku z tym, że przepisy te stanowią w większości przypadków implementację aktów prawa unijnego, należy, dokonując ich wykładni, spojrzeć z perspektywy przyczyn ich przyjęcia, podstawowych założeń i celów, które zawarte są w preambułach odpowiednich dyrektyw, na poziomie aktów prawa krajowego, gdyż celem jest dobre jakościowo prawo stanowione i stosowane (niewystarczająca tylko wykładnia językowa)<sup>13</sup>.

Co więcej, ze względu na nasilające się i jednoznacznie nierozstrzygnięte przez doktrynę orzecznictwo i praktykę problemy chociażby tzw. „kredytów frankowych” i skuteczne eliminowanie niedozwolonych klauzul z umów „frankowych”, umów ubezpieczenia z ubezpieczeniowym funduszem

<sup>11</sup> DKN, Doradczy Komitet Naukowy przy Rzeczniku Finansowym, *Diagnoza stanu badań nad ochroną klientów rynku finansowego w Polsce*, Raport otwarcia, Warszawa, czerwiec 2018 r., [online], [dostępny: [https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2020/12/DKN\\_Raport\\_Otwarcia.pdf](https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2020/12/DKN_Raport_Otwarcia.pdf)], [dostęp: 01.08.2022].

<sup>12</sup> E. Rutkowska-Tomaszewska, *Prawo ochrony konsumenta usług finansowych w świetle założenia racjonalnego ustawodawcy – kilka wybranych uwag*, „Acta Universitatis Wratislaviensis”, No 3978, „Przegląd Prawa i Administracji”, CXX/2, Wrocław 2020, s. 483 [online], [dostępny: <https://doi.org/10.19195/0137-1134.120>], [dostęp: 01.08.2022].

<sup>13</sup> Szerzej na ten temat S. Wronkowska, *Kilka uwag o odpowiedzialności za prawo*, [w:] *Ochrona strony słabszej stosunku prawnego. Księga jubileuszowa ofiarowana Profesorowi Adamowi Zielińskiemu*, red. M. Boratyńska, Warszawa 2016, s. 29–37.

kapitałowym i innych, podnosi się nawet kwestię powołania „specjalnych sądów” do rozstrzygania sporów na rynku finansowym, co także wskazuje na potrzebę wysokiego stopnia wiedzy eksperckiej łączącej aspekty finansowo-prawne w celu właściwego orzekania<sup>14</sup>.

D. Cyman podkreśla, iż przeprowadzone analizy ujawniły, że samo wprowadzenie obowiązku informowania konsumenta nie gwarantuje zachowania jego praw. Jeśli chodzi o ochronę sądową, w praktyce niemal nie ma żadnych sankcji za zaniechanie obowiązków informacyjnych, choć przepisy je przewidują. Nie tylko konsumenci często nie znają swoich praw, świadomości takiej nie mają także sądy orzekające w sprawach konsumentów. Jedyne wyjątkowo dokonywana jest kontrola przez sąd z urzędu abuzywności wzorca umowy. Zwykle odbywa się to dopiero po sformułowaniu zarzutu przez pozwanego konsumenta.

Nowym kierunkiem jest odejście od aksjomatu dyscypliny i równowagi rynków finansowych na rzecz przyjęcia braku ich stabilności i naturalnej podatności na kryzysy. Przesłanką jest również utrata zaufania do instytucji finansowych, gdyż nawet największe, najbardziej stabilne i cieszące się zaufaniem instytucje mogą utracić stabilność i nie być zdolne do samodzielnego jej odzyskania. Zarówno z tego powodu, jak i wspomnianej wcześniej potrzeby wysokiej specjalizacji nastąpiło wzmocnienie pozycji i wzrost aktywności organów nadzoru i ochrony konsumenta. Odbywa się to w głównej mierze przez akty niemające charakteru prawotwórczego, ale wprowadzające tzw. miękkie prawo (*soft law*). Wśród nich można wyróżnić raporty Rzecznika Finansowego, rekomendacje KNF czy „istotne poglądy w sprawie” wydawane przez UOKiK. Z uwagi na profesjonalizm organu, który je wydaje, posiadaną przez niego wiedzę i doświadczenie, są one uznawane w praktyce orzeczniczej za istotne źródło wiedzy o prawie i jego wykładni<sup>15</sup>.

Działania związane z ochroną klientów idą znacznie dalej, nakreślając perspektywę „trwałej odbudowy”. Komisja Europejska opublikowała nowy program na rzecz konsumentów z dnia 13 listopada 2020 r., zatytułowany

<sup>14</sup> Szerzej J. Dybiński, A. Szumański, *O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawno-porównawcza*, „Studia Prawa Prywatnego” 2019, nr 1, cz. 1; „Studia Prawa Prywatnego” 2019, nr 2, cz. 2.

<sup>15</sup> D. Cyman, *Kierunki zmian ochrony konsumenta usług finansowych w Unii Europejskiej*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Lublin – Polonia, Vol. 4, sectio H 2016, Uniwersytet Gdański, Wydział Prawa i Administracji, s. 43.

„Poprawa odporności konsumentów na potrzeby trwałej odbudowy”<sup>16</sup>, przedstawiający wizję polityki ochrony konsumentów na lata 2020–2025.

A. Kiciński zwraca także uwagę na znacznie szerszy aspekt, dotyczący efektywnego podziału kompetencji między instytucje ochrony konsumentów i nadzoru rynku finansowego, które mają pośredni wpływ również na aspekty efektywnej realizacji dyrektywy MiFID II<sup>17</sup>.

Wydaje się zatem, iż cele dyrektywy MiFID II wpisują się w potrzebę realizacji założeń wspierania systemowego i kompleksowego podejścia oraz wysiłku i współpracy wielu podmiotów, w tym organów państwa, w celu zapewnienia i ugruntowania właściwej praktyki stosowania prawa ochrony konsumenta usług finansowych i dyscypliny rynkowej. Zagadnienie to jest niezwykle skomplikowane z wielu powodów (nierównowaga na wielu płaszczyznach między konglomeratami finansowymi a klientem, różnica nie tylko pomiędzy pozycją instytucji finansowej a konsumentem na rynku, lecz również pomiędzy krajowym zasięgiem działania pojedynczej instytucji ochrony konsumentów a międzynarodowym zasięgiem działania instytucji finansowej, pewien stopień dowolności kształtowania umów między instytucją finansową a klientem, wysoki stopień specjalizacji zagadnień finansowych, niejednolity sposób orzekania, przejrzystości i efektywności systemu i wiele innych aspektów).

## Cele dyrektywy MiFID II

Celem dyrektywy MiFID II jest jak najlepsze dopasowanie odpowiedniego instrumentu finansowego do potrzeb klienta, uwzględniające jego wiedzę i nabyte wcześniej doświadczenia. W związku z tym założeniem instytucje finansowe przed zawarciem jakiegokolwiek umowy o produkt inwestycyjny przeprowadzają z potencjalnymi klientami ankietę w postaci testu weryfikującego ich wiedzę. To pozwala dopasować produkt adekwatny do profilu inwestycyjnego klienta, a także zminimalizować ryzyko niepowodzenia inwestycji. Dyrektywa MiFID II nałożyła także na instytucje rynku finansowego obowiązek szczegółowego informowania

<sup>16</sup> Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady, *Nowy program na rzecz konsumentów. Poprawa odporności konsumentów na potrzeby trwałej odbudowy*, [online], [dostępny: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri-CELEX:52020DC0696&from-PL>], [dostęp: 01.08.2022].

<sup>17</sup> A. Kiciński, *Ochrona konsumentów usług finansowych w Polsce. Efektywność systemu i perspektywy rozwoju*, „Finanse i Prawo Finansowe/Journal of Finance and Financial Law”, March 2022, Vol. 1 (33), s. 43–57, [online], [dostępny: <https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.33.03>], [dostęp: 05.08.2022].

klientów o mechanizmach działania poszczególnych instrumentów finansowych, włącznie z podejmowanym ryzykiem inwestycyjnym. Celem takiego działania jest uniknięcie inwestowanie w produkt, którego klient nie zna, nie rozumie lub nie odpowiada on jego oczekiwaniom. Podmioty rynku finansowego mają obowiązek zaproponować produkt adekwatny do potrzeb i oczekiwań klienta, zgodny z jego wiedzą i doświadczeniami, a nie taki, który przyniesie podmiotowi największy zysk, np. ze względu na wysoką prowizję kupna.

W celu doprecyzowania zarówno miejsca, jak i ujęcia założeń i celów wskazuje się na trzy akty prawa UE dotyczące rynków instrumentów finansowych<sup>18</sup>. Obowiązująca regulacja MiFID obejmuje dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE (tzw. MiFID I) z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych<sup>19</sup> zmieniającą 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 i dyrektywę Komisji 2006/73/WE (MiFID II) z dnia 10 sierpnia 2006 r., wprowadzającą 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<sup>20</sup>. Trzecim aktem tworzącym MiFID jest rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 r., wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (rozporządzenie wykonawcze)<sup>21</sup>.

Realizacja postawionych postulatów skutkuje wprowadzeniem regulacji mających na celu:

- zapewnienie lepszej ochrony inwestorów,
- zwiększenie poziomu przejrzystości rynków,

<sup>18</sup> M. Fedorowicz, *Implementacja regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego – wybrane zagadnienia teoretyczne i praktyczne*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa. Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego, „Studia Finansowoprawne”, nr 4, s. 12, [online], [dostępny: <https://www.repozytorium.uni.wroc.pl/publication/49659>], [dostęp: 07.08.2022].

<sup>19</sup> Dz.Urz. UE L 145 z 30 kwietnia 2004 r., s. 263.

<sup>20</sup> Dz.Urz. UE L 241 z 2 września 2006 r., s. 26.

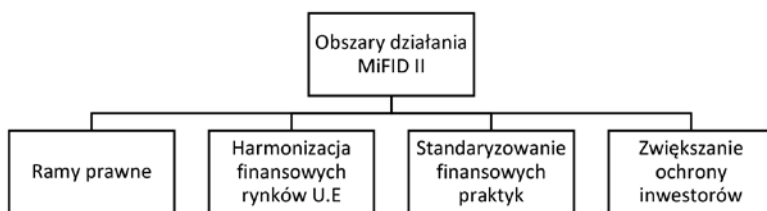
<sup>21</sup> Tamże, s. 1.

- podniesienie poziomu zaufania do rynków i rozwiązywanie problemu obszarów nieregulowanych.

W konsekwencji, regulacje MiFID II objęły swoim zakresem m.in.:

- oferowanie instrumentów finansowych (papierów wartościowych instrumentów pochodnych),
- usługi inwestycyjne, w tym doradztwo inwestycyjne,
- działanie w najlepiej pojętym interesie klienta (*best execution*),
- *product governance* oraz przyjmowanie i przekazywanie zachęt,
- raportowanie transakcji, przejrzystość przed- i posttransakcyjną,
- nową strukturę organizacyjną rynków finansowych (RM, MTF, OTF oraz reżim Systematycznego Internalizatora)<sup>22</sup>.

Przedmiotowe cele realizowane są w ramach szerzej zakrojonych obszarów, którymi są: ramy prawne, harmonizacja finansowych rynków UE, standaryzowanie finansowych praktyk, zwiększanie ochrony inwestorów, co zostało zaprezentowane na schemacie 1.



Schemat 1. Obszary działania MiFID II.

Źródło: opracowanie własne.

Postawienie w 2018 r. tak jednoznacznie sprecyzowanych celów było skutkiem wieloletnich działań i stopniowego wprowadzania kolejnych regulacji poprzedzających wprowadzenie dyrektywy MiFID II. Każda kolejna wprowadzana regulacja miała na celu zwiększenie bezpieczeństwa rynku finansowego oraz była także spowodowana reakcją na dynamiczne zmiany zachodzące na rynku finansowym. Kluczowe działania zmierzające do aplikacyjności MiFID II zostały zestawione w tabeli 1.

<sup>22</sup> P. Spławski, *Wdrożenie wymogów w zakresie pakietu MiFID II/MiFIR w instytucjach finansowych. Implementacja regulacji MiFID II/MiFIR*, [online], [dostępny: <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/financial-services/articles/wdrozenie-wymogow-w-zakresie-pakietu-MiFID-II-MiFIR-w-instytucjach-finansowych.html>], [dostęp: 30.10.2021].

Tabela 1. Wprowadzanie dyrektywy MiFID II.

Rok	Regulacja
1993	<i>Investment Services Directive</i> (ISD)
2007	ISD zastąpiono MiFID w UE
2011	Komisja Europejska przygotowała draft MiFID II
2015	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) wprowadza regulacyjne standardy techniczne oraz następuje ich implementacja
2016	Decyzja o przesunięciu wprowadzenia MiFID II na kolejny rok – z 2017 na 2018
2017	Wprowadzenie regulacji MiFID II do praw narodowych przez poszczególne kraje
2018	MiFID II – wprowadzenie w UE

Źródło: opracowanie własne.

Pomimo ustalonych formalnych ram, należy mieć świadomość, że implementacja procesów i ich doskonalenie nadal trwa, gdyż osiągnięcie zgodności z obowiązującymi wymogami regulacyjnymi to proces długotrwały, a na zmieniającym się dynamicznie rynku finansowym ciągle dostosowania i aktualizacje są niezbędne. Na dowód czego w Dzienniku Unii Europejskiej pod koniec lutego 2021 r. opublikowano Dyrektywę wprowadzającą zmiany do Dyrektywy MiFID II (Dyrektywa PE i Rady 2021/338). Jest to efekt kilku miesięcy prac nad projektem zmiany MiFID II w odpowiedzi na kryzys COVID-19. Zgodnie z celem określonym przez Komisję Europejską zmiany w MiFID II mają usunąć nadmiarowe formalności w zasadach dystrybucji instrumentów finansowych, które są szczególnie dotkliwe w czasie pandemii i mogą ułatwić pozyskiwanie finansowania dla przedsiębiorstw i gospodarki realnej dotkniętej skutkami pandemii. Projekt został nazwany *quick fix*, ponieważ miało to być szybkie poprawienie MiFID II, odnoszące się wyłącznie do wybranych zagadnień, które nie wywołują szczególnych kontrowersji, a ich zmiana z pewnością usprawni funkcjonowanie rynków instrumentów finansowych. O ile można uznać, że sam proces legislacyjny na poziomie UE nie trwał długo, to dyrektywa, dla jej skuteczności, wymaga implementacji do krajowego porządku prawnego.

To z kolei oznacza kolejne miesiące prac ustawodawczych i regulacyjnych we wszystkich państwach członkowskich. Zgodnie z postanowieniami Dyrektywy PE i Rady 2021/338 państwa członkowskie powinny przyjąć odpowiednie przepisy do 28 listopada 2021 r. i stosować je od 28 lutego 2022 r. Zatem skutki wprowadzonych „szybkich” zmian w MiFID II rynek instrumentów finansowych, firmy inwestycyjne, banki i inwestorzy w zasadzie odczują dopiero w przyszłym roku<sup>23</sup>.

### Praktyczny sposób weryfikacji podmiotów

Podmioty rynku finansowego są zobowiązane przeprowadzić kategoryzację klientów, na rzecz których wykonują czynności związane z obrotem instrumentami finansowymi w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

W wyniku kategoryzacji każdy z klientów zostaje uznany odpowiednio za:

- klienta profesjonalnego lub
- klienta detalicznego, lub
- klienta profesjonalnego, będącego uprawnionym kontrahentem w ramach świadczenia przez podmiot finansowy usługi wykonywania zleceń, usługi przyjmowania i przekazywania zleceń lub w ramach nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek.

Kategoryzacja jest prowadzona w celu dostosowania odpowiedniego poziomu ochrony klienta oraz odpowiedniego dostosowania produktów finansowych (np. nieproponowanie produktów skomplikowanych, o wysokim poziomie ryzyka i wymagających zaawansowanej wiedzy klientom niewydukowanym w zakresie finansów i inwestycji oraz bez znaczącego doświadczenia inwestycyjnego, a wymagających raczej wysokiego poziomu ochrony wynikającej z MiFID II). Wynikiem przeprowadzenia kategoryzacji jest przypisanie klienta do odpowiedniego dla niego zakresu ochrony. Przypisanie odpowiednich poziomów ochrony do poszczególnych kategorii klienta przedstawiono w tabeli 2.

<sup>23</sup> A. Wicha, *MIFID quick fix nie taki szybki*, aleBank.pl, [b.m.] 2021, [online], [dostępny: <https://alebank.pl/mifid-quick-fix-nie-taki-szybki/?id=365972&catid=25926>], [dostęp: 30.10.2021].

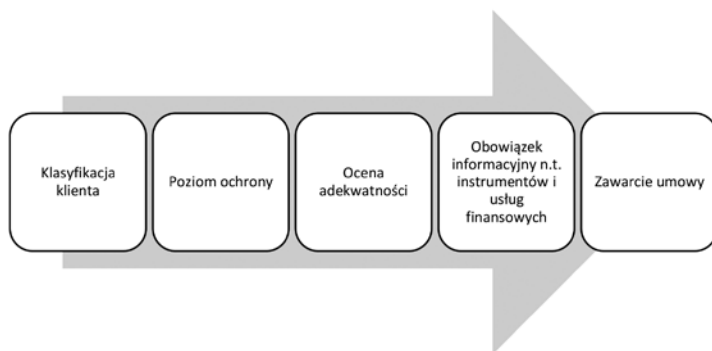
Tabela 2. Zakres ochrony wynikający z MiFID II a kategoria klienta.

Kategoria klienta	Profesjonalny/ Uprawniony kontrahent	Profesjonalny	Detaliczny
Zakres ochrony wynikający z MiFID II	Najniższy poziom ochrony	Średni poziom ochrony	Najwyższy poziom ochrony
Charakterystyka podmiotu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• rodzaj klienta profesjonalnego,</li> <li>• określone w ustawie podmioty będące klientami profesjonalnymi, w szczególności banki, firmy inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne oraz przedsiębiorstwa będące klientami, profesjonalnymi;</li> <li>• spełniające kryteria znacznej skali działalności określone w ustawie, które na swój wniosek zostały sklasyfikowane jako uprawnieni kontrahenci;</li> <li>• klienci z innego państwa członkowskiego, którzy posiadają status uprawnionego kontrahenta na podstawie prawa dla nich właściwego.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• posiada doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych lub decyzji dotyczących innych usług związanych z obrotem instrumentami finansowymi, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami;</li> <li>• jest zobowiązany do przekazywania do instytucji finansowej informacji o zmianach danych, które mają wpływ na możliwość jego traktowania jak klienta profesjonalnego;</li> <li>• klient profesjonalny może złożyć w instytucji finansowej pisemne żądanie traktowania klienta profesjonalnego jak klienta detalicznego.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• podmiot niebędący klientem profesjonalnym w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi i korzysta z najwyższego poziomu ochrony;</li> <li>• rozszerzona lista obowiązków informacyjnych ze strony instytucji finansowej;</li> <li>• na podstawie przeprowadzonego testu adekwatności instytucja finansowa przekazuje klientowi informację, czy instrument finansowy będący przedmiotem oferowanej usługi lub usługą są dla klienta odpowiednie, biorąc pod uwagę jego indywidualną sytuację jako klienta (informuje klienta o ocenie adekwatności);</li> <li>• prawo złożenia w instytucji finansowej pisemnego żądania traktowania jak klienta profesjonalnego.</li> </ul>

Działania praktyczne mające na celu wykonanie obowiązków nałożonych na podmioty rynku finansowego mają charakter działań sekwencyjnych, polegających na początku na dokonaniu klasyfikacji klienta, a dopiero następnie, w zależności od wyniku klasyfikacji, dokonanie kolejnych działań. Czynności podejmowane przez instytucje finansowe zmierzające do ustalenia możliwości zawarcia umowy i transakcji z klientem to:

- klasyfikacja klienta na potrzeby określenia poziomu przysługującej ochrony;
- przeprowadzenie oceny odpowiedniości produktów i usług (ocena adekwatności);
- dostarczenie klientowi informacji w zakresie instrumentów i usług finansowych;
- zawarcie z klientem umowy w zakresie świadczonej usługi.

W dalszej części, po zawarciu umowy, powinien być prowadzony monitoring transakcji. Sekwencyjność czynności podejmowanych przez instytucje finansowe przedstawiono na schemacie 2.



Schemat 2. Sekwencyjność czynności dokonywanych przez instytucje finansowe.

Źródło: opracowanie własne.

Kontynuacja działań ochronnych mających na celu zapewnienie bezpieczeństwa klientowi ma miejsce również na etapie świadczenia usługi i dokonuje się ona poprzez:

- weryfikację, czy klient znajduje się w grupie docelowej określonego produktu/usługi każdorazowo przy transakcjach nabycia produktu/usługi;
- realizację zleceń z zachowaniem zasad działania w najlepiej pojętym interesie klienta;
- przekazywanie klientowi potwierdzeń zawartych transakcji oraz zestawień, przechowywanych lub rejestrowanych aktywów/inwestycji/transakcji/zleceń;

- zarządzanie potencjalnymi konfliktami interesów, związanymi z realizowanymi na rzecz klienta transakcjami lub usługami;
- sprawne rozpatrywanie reklamacji.

Klasyfikacja klienta jest dokonywana przy użyciu ankiety w postaci papierowej lub elektronicznej. Po wypełnieniu przez klienta ankiety zliczane są punkty pozwalające dokonać klasyfikacji klienta do odpowiedniej grupy, z którą wiąże się poziomy ochrony określone według dyrektywy MiFID II. W ankietach MiFID przygotowanych przez instytucje finansowe badane są następujące obszary: ocena wiedzy o inwestowaniu i ocena doświadczenia inwestycyjnego. W ramach obszaru dotyczącego wiedzy o inwestowaniu można znaleźć pytania dotyczące m.in.: wykształcenia klienta, relacji stopy zwrotu do ryzyka, poziomu ryzyka instrumentu finansowego, dywersyfikacji portfela, płynności, obligacji, obligacji korporacyjnych, rynku Catalyst, ratingu, kursu obligacji, instrumentów notowanych na GPW, straty, funduszy inwestycyjnych, certyfikatów inwestycyjnych, produktów strukturyzowanych, kontraktów terminowych, efektu dźwigni, rynku Forex, spreadu, kontraktów, charakteru inwestycji planowanych przez klienta, akceptowalnego poziomu ryzyka. Natomiast w ramach obszaru dotyczącego doświadczenia inwestycyjnego można znaleźć pytania dotyczące: zawodu klienta, liczby i wolumenu zawartych do tej pory transakcji z udziałem na: obligacje, akcje, jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne, produkty strukturyzowane, kontrakty terminowe, kontrakty na różnice kursowe (Forex) oraz oświadczenia klienta.

### **Wybrane wymogi dyrektywy MiFID II obciążające podmioty finansowe**

MiFID II nakłada na podmioty rynku finansowego wiele nowych wymogów i obejmuje szeroki zakres zagadnień związanych z implementowanymi regulacjami, ale kilka z nich zasługuje na większą uwagę, ponieważ wiążą się one ze zwiększeniem zakresu raportowania związanego z *best execution*, rozszerzeniem obowiązków informacyjnych związanych z przejrzystością przedtransakcyjną oraz zmianą modelu biznesowego w zakresie oferowania produktów. Wymogi te obejmują:

- Raportowanie z RTS 27 – dotyczy obowiązku publikowania danych przez systemy wykonywania zleceń na temat jakości wykonywania transakcji. Pierwsze raporty zostały opublikowane przez banki do dnia 30 czerwca 2018 r., z danymi za pierwszy kwartał 2018 r., a następnie muszą być one publikowane najpóźniej trzy miesiące po upływie każdego kwartału.

- Raportowanie z RTS 28 – na temat pięciu najlepszych systemów wykonywania zleceń oraz uzyskanej jakości zleceń. Pierwsze raporty zostały opublikowane przez banki do dnia 30 kwietnia 2018 r., z danymi za 2017 r., a następnie muszą być one publikowane corocznie, nie później niż do 30 kwietnia każdego roku.
- Reżim SI (tj. Systematyczny Internalizator transakcji) – pierwsze dane na temat progów ilościowych zostały opublikowane przez ESMA w sierpniu 2018 r., a od września 2018 r., w przypadku gdy dana instytucja finansowa przekroczy określone progi, musi spełniać wymagane obowiązki. Następnie, jeśli status w zakresie SI się zmieni, to nie później niż do dnia 15 lutego, 15 maja, 15 sierpnia i 15 listopada każdego roku bank informuje o tym fakcie KNF.
- Zachęty – MiFID II ogranicza możliwości przyjmowania korzyści od podmiotów trzecich (w tym TFI) oraz wprowadza nowe wymagania w zakresie wynagradzania sprzedawców. Struktura i wysokość opłat przyjmowanych od TFI przez dystrybutorów, zasady premiowania sprzedawców, zasady rekomendowania klientom określonych funduszy musiały ulec modyfikacji<sup>24</sup>. Instytucje finansowe w czasie dostosowania swoich systemów i procedur do dyrektywy MiFID II wykonały szereg analiz, prac wdrożeniowych związanych ze sporządzaniem specyfikacji funkcjonalnych, zamykaniem luk oraz badań poimplementacyjnych w celu potwierdzenia wypełnienia obowiązków regulacyjnych.

### **Przykład badania wpływu wprowadzenia dyrektywy MiFID II na rynek giełdowy**

Przeprowadzone przez M.C. Milos badania, pokazujące zależność między wprowadzeniem MiFID II a zmiennością cen, pokazują, że dla polskiego rynku akcji m.in. znaczący negatywny wpływ MiFID II na zmienność obserwuje się dopiero pod koniec okresu analizy (24 miesiące)<sup>25</sup>. Może to wskazywać na potrzebny dłuższy czas na rynku finansowym do przetworzenia działań wprowadzonych dyrektywa MiFID II i pokazanie ich efektu wpływającego na bezpieczeństwo klientów i przeprowadzanych przez nich operacji. M.C. Milos przeanalizował sześć europejskich krajów. Dla Polski na

<sup>24</sup> P. Szałowski, *Wdrożenie wymogów w zakresie pakietu MiFID II/MiFIR...*

<sup>25</sup> M.C. Milos, *Impact of MiFID II on the Market Volatility – Analysis on Some Developed and Emerging European Stock Markets*, Laws, [b.m.] 2021, [online], [dostępny: <https://doi.org/10.3390/laws10030055>], [dostęp: 30.10.2021].

potrzeby analizy przyjął indeks cenowy WIG-20 – obrazujący zachowanie się akcji 20 największych spółek akcyjnych notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Przeanalizowano dane w ujęciu okresowym: 3 miesiące, 6 miesięcy, 1 rok, 1,5 roku i 2 lata od momentu transpozycji dyrektywy MiFID II. Wybrane wyniki badania M.C. Milos w zakresie regresji dla polskiego rynku akcji przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Wyniki regresji dla polskiego rynku akcji na podstawie WIG-20.

Zmienne	WIG-20 (3 miesiące)	WIG-20 (6 miesiące)	WIG-20 (12 miesiące)	WIG-20 (18 miesięcy)	WIG-20 (24 miesiące)
Post MiFID II	0.00457 (0.0753)	0.109* (0.0601)	0.0488 (0.0698)	-0.0622 (0.0608)	-0.391*** (0.115)
High-Low Spread	0.00109 (0.00113)	0.00133 (0.000940)	0.00323*** (0.000893)	0.00262*** (0.000849)	0.00125 (0.00136)
MiFID II* Spread	0.000449 (0.00148)	0.000369 (0.00119)	0.00332** (0.00153)	0.00404*** (0.00141)	0.0180*** (0.00441)
Log (Trade Volume)	0.00234 (0.0326)	0.0206 (0.0236)	0.0512* (0.0280)	0.0423 (0.0285)	0.339*** (0.129)
$\Delta$ Log(Price Index)	1.309 (0.913)	0.548 (0.737)	1.078 (0.770)	1.901*** (0.728)	4.667** (2.067)
Constant	1.045* (0.543)	0.628 (0.395)	0.000794 (0.468)	0.205 (0.477)	-4.751** (2.160)
R <sup>2</sup>	0.0354	0.1914	0.2689	0.1358	0.3324
Liczba obserwacji	125	248	493	737	984

Uwaga: modele są szacowane przy użyciu standardowych błędów Neweya-Westa, które uwzględniają heteroskedastyczność i autokorelację. Błędy standardowe podane zostały w nawiasach. Współczynniki są szacowane za pomocą regresji OLS. \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ .

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M.C. Milos, *Impact of MiFID II on the Market Volatility – Analysis on Some Developed and Emerging European Stock Markets*, Laws, [b.m.] 2021, [online], [dostępny: <https://doi.org/10.3390/laws10030055>], [dostęp: 30.10.2021].

Z analizy zmiennych wykorzystanych w badaniu ekonometrycznym wynika, iż wpływ zmienności cen (*spread high-low*) jest zawsze dodatni dla indeksów giełdowych, co oznacza, że kontrola dla pozostałych czynników uwzględnionych w modelu, jak np. wzrost luki między maksimum a minimum ceny, powoduje wzrost zmienności. Duża rozpiętość między notowaniami generuje większą niestabilność giełdy. Interakcja między *spreadem* a zmienną MiFID II pokazuje, że dla WIG-20 widoczny jest pozytywny wpływ *spreadu* na wzrost zmienności po wprowadzeniu MiFID II.

Istnieje również ogólny trend podkreślony przez wpływ wolumenu obrotu i ceny indeksów giełdowych na zmienność. Istnieje negatywny związek zmienności dla wolumenu obrotu i dodatni dla giełd indeksów cenowych. Innymi słowy, zmienność wzrasta wraz ze wzrostem wartości indeksów giełdowych, a spada, gdy wolumen obrotu jest niski.

### Zakończenie

Z punktu widzenia klienta dyrektywa MiFID jest dodatkową formalnością w postaci konieczności wypełnienia ankiety klasyfikującej do odpowiedniej grupy ochrony, jednakże z drugiej strony pozwala ograniczyć dostęp do wysocze ryzykownych inwestycji klientom o niewystarczającym poziomie wiedzy finansowej i doświadczeniu. Pozwala to ograniczyć ryzyko zainwestowania pieniędzy w zbyt ryzykowne i niezrozumiałe dla klienta instrumenty.

Z kolei, dla podmiotów rynku finansowego z biznesowego i technologicznego punktu widzenia wdrożenie regulacji MiFID II wymagało dużego nakładu pracy w zakresie planowania i realizacji. Niemniej jednak działanie to wymogło dyscyplinę w zakresie klasyfikacji klientów i oferowania dostosowanych faktycznie do ich potrzeb produktów finansowych.

Badanie M.C. Milos potwierdziło statystycznie istotny wpływ regulacji wprowadzonych dyrektywą MiFID II na rynek finansowy po 24 miesiącach od jej zaimplementowania. Interakcja między *spreadem* a zmienną MiFID II pokazuje, że dla WIG-20 widoczny jest pozytywny wpływ *spreadu* na wzrost zmienności po wprowadzeniu MiFID II. Oznacza to, że zmniejsza się wolatylność rynku dzięki wprowadzonym obowiązkom, co może skutkować wyższym poziomem bezpieczeństwa dokonywania inwestycji przez klientów i być może większą odpornością rynków finansowych na kryzysy. Proces dostosowawczy rynku finansowego trwa, a zmiany są stopniowo widoczne. Z pewnością kolejne badania wpływu wprowadzenia dyrektywy MiFID na rynki finansowe będą konieczne.

## Bibliografia

- Backer L.C., *MiFID and power in the regulation of EU financial markets*, „Yearbook of European Law” 2008 (2009), Vol. 27
- Crockett A., *The Theory and Practice of Financial Stability*, New Jersey 1997
- Cyman D., *Kierunki zmian ochrony konsumenta usług finansowych w Unii Europejskiej*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Lublin – Polonia, Vol. 4, sectio H 2016, Uniwersytet Gdański, Wydział Prawa i Administracji
- DKN, Doradczy Komitet Naukowy przy Rzeczniku Finansowym, *Diagnoza stanu badań nad ochroną klientów rynku finansowego w Polsce, Raport otwarcia*, Warszawa, czerwiec 2018, [https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2020/12/DKN\\_Raport\\_Otwarcia.pdf](https://rf.gov.pl/wp-content/uploads/2020/12/DKN_Raport_Otwarcia.pdf)
- Dybiński J., Szumański A., *O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawno-porównawcza*, „Studia Prawa Prywatnego” 2019, nr 1, cz. 1; „Studia Prawa Prywatnego” 2019, nr 2, cz. 2
- Fedorowicz M., *Implementacja regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego – wybrane zagadnienia teoretyczne i praktyczne*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego, Studia Finansowoprawne, nr 4, <https://www.repozytorium.uni.wroc.pl/publication/49659>
- Gobbo G., *MIFID's systematic internalisation: the efficiency debate and the future of the European financial markets*, „European Business Law Review” 2009, Vol. 20, no. 1
- Kąsek L., Lubiński M., *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, „Współczesna Ekonomia” 2010, nr 1 (13)
- Kiciński A., *Ochrona konsumentów usług finansowych w Polsce. Efektywność systemu i perspektywy rozwoju*, „Finanse i Prawo Finansowe/Journal of Finance and Financial Law”, March 2022, Vol. 1 (33), s. 43–57, <https://doi.org/10.18778/2391-6478.1.33.03>
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady, *Nowy program na rzecz konsumentów. Poprawa odporności konsumentów na potrzeby trwałej odbudowy*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0696&from=PL>
- Milos M.C., *Impact of MiFID II on the Market Volatility – Analysis on Some Developed and Emerging European Stock Markets*, Laws, [b.m.] 2021, <https://doi.org/10.3390/laws10030055>

- Mishkin F.S., *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 1997
- NIK, *Funkcjonowanie systemu ochrony praw klientów podmiotów rynku finansowego*, Informacja o wynikach kontroli, KBF-4101-04-00/2013, Nr ewid. 13/2014/P/13/038/KBF, <https://www.nik.gov.pl/plik/id,6423,vp,8193.pdf>
- Noble Securities Dom Maklerski, *Ankieta MiFID dla klienta będącego osobą fizyczną*, [https://noblesecurities.pl/files/Dokumenty/Regulacje/4-2021\\_Zalacznik\\_nr\\_Ankieta\\_NS\\_OF.pdf](https://noblesecurities.pl/files/Dokumenty/Regulacje/4-2021_Zalacznik_nr_Ankieta_NS_OF.pdf)
- Pruski J., *Problemy architektury sieci stabilności finansowej na tle doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, „Bezpieczny Bank” 2010, nr 3
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Prawo ochrony konsumenta usług finansowych w świetle założenia racjonalnego ustawodawcy – kilka wybranych uwag*, „Acta Universitatis Wratislaviensis, No 3978, Przegląd Prawa i Administracji”, CXX/2, Wrocław 2020, <https://doi.org/10.19195/0137-1134.120>
- Schinasi G.J., *Defining Financial Stability*, *International Monetary Fund Working Paper*, WP/04/187, [b.m.] 2004
- Spławski P., *Wdrożenie wymogów w zakresie pakietu MiFID II/MiFIR w instytucjach finansowych. Implementacja regulacji MiFID II/MiFIR*, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/financial-services/articles/wdrozenie-wymogow-w-zakresie-pakietu-MiFID-II-MiFIR-w-instytucjach-finansowych.html>
- Wicha A., *MIFID quick fix nie taki szybki*, aleBank.pl, [b.m.] 2021, <https://alebank.pl/mifid-quick-fix-nie-taki-szybki/?id=365972&catid=25926>
- Wronkowska S., *Kilka uwag o odpowiedzialności za prawo*, [w:] Boratyńska M. (red.), *Ochrona strony słabszej stosunku prawnego. Księga jubileuszowa ofiarowana Profesorowi Adamowi Zielińskiemu*, Warszawa 2016