WYDZIAŁ PRAWA
i ADMINISTRACJI
Uniwersytet Łódzki

Jakub Oleszczak

Kontrakt na różnicę w prawie polskim – zagadnienia cywilnoprawne

Rozprawa doktorska przygotowana w Katedrze Prawa Gospodarczego i Handlowego pod kierunkiem prof. UŁ dr. hab. Szymona Byczko w dyscyplinie nauki prawne

Łódź 2024

Spis treści

Wykaz skrótów ... 8

Wstęp ... 11

I. Instrumenty pochodne w ujęciu historycznym ... 18

1. Uwagi wstępne ... 18

2. Instrumenty pochodne w starożytności ... 19

2.1. Instrumenty pochodne w Mezopotamii ... 19

2.2. Instrumenty pochodne w starożytnej Grecji i państwach hellenistycznych ... 22

2.3. Instrumenty pochodne w starożytnym Rzymie ... 25

3. Instrumenty pochodne w średniowieczu ... 29

3.1. Derywaty we wczesnym średniowieczu ... 29

3.2. Derywaty w okresie rozkwitu i schyłku średniowiecza ... 32

4. Instrumenty pochodne w czasach nowożytnych ... 35

4.1. Instrumenty pochodne na niderlandzkich giełdach ... 35

4.2. Instrumenty pochodne w Anglii w XVII – XIX wieku ... 43

4.3. Instrumenty pochodne w USA w XIX wieku ... 52

4.4. Instrumenty pochodne na giełdach Europy kontynentalnej w XIX wieku ... 58

5. Instrumenty pochodne w XX i XXI wieku ... 63

5.1. Derywaty w XX wieku w USA i Wielkiej Brytanii ... 63

5.2. Instrumenty pochodne a światowy kryzys gospodarczy ... 67

6. Instrumenty pochodne na ziemiach polskich ... 72

6.1. Praktyka obrotu derywatami na ziemiach polskich ... 72

6.2. Stanowisko prawodawstwa i judykatury wobec derywatów z rozliczeniem fizycznym na ziemiach polskich ... 76

6.3. Stanowisko prawodawstwa i judykatury wobec derywatów z rozliczeniem pieniężnym na ziemiach polskich w okresie zaborów ... 78

6.4. Stanowisko prawodawstwa i judykatury wobec derywatów z rozliczeniem pieniężnym na ziemiach polskich w latach 1918-1934 81
6.5. Stanowisko prawodawstwa i judykatury wobec derywatów z rozliczeniem pieniężnym na ziemiach polskich po wejściu w życie kodeksu zobowiązań 86
7. Wnioski 90
II. Pojęcie instrumentu pochodnego 93
1. Pojęcie instrumentu pochodnego w znaczeniu ekonomicznym 93
1.1. Podstawowe cechy instrumentu pochodnego 93
1.2. Motywy wykorzystywania instrumentów pochodnych 96
1.2.1. Hedging 97
1.2.2. Spekulacja 98
1.2.3. Arbitraż 99
1.3. Podstawowe rodzaje instrumentów pochodnych 99
1.3.1. Kontrakt terminowy 100
1.3.2. Opcja 101
1.3.3.. Swap 102
1.4. Klasyfikacja instrumentów pochodnych 103
1.4.1. Podział z uwagi na sposób rozliczenia 103
1.4.2. Podział z uwagi na charakter zobowiązania 104
1.4.3. Podział z uwagi na sposób obrotu 105
1.4.4. Podział z uwagi na rodzaj instrumentu bazowego 107
1.4.5. Inne podziały 108
2. Pojęcie instrumentu pochodnego w znaczeniu prawnym 108
2.1. Instrument pochodny w prawie UE 109
2.2. Pojęcie instrumentu pochodnego w prawie polskim 114
2.2.1. Pojęcie instrumentu pochodnego w u.o.i.f. 114
2.2.2. Pojęcie prawa pochodnego 118
2.2.3. Pojęcie instrumentu pochodnego w innych przepisach prawa polskiego 121

2.3. Pojęcie instrumentu pochodnego w doktrynie ... 125
2.4. Instrument pochodny – próba definicji cząstkowej ... 131
2.4.1. Instrument pochodny jako prawo majątkowe ... 131
2.4.2. Zależność wartości ekonomicznej instrumentu pochodnego od wartości określonego dobra lub wskaźnika (instrumentu bazowego) ... 134
2.4.3. Wykonanie umowy po z góry ustalonej wartości ... 135
2.5. Instrument pochodny a instrument pochodny rynku kapitałowego ... 139
2.6. Wpływ zakresu pojęcia instrumentu pochodnego na zaskarżalność zobowiązań wynikających z derywatów ... 144
2.7. Wnioski ... 148
III. Kontrakty na różnicę w praktyce obrotu ... 150
1. Uwagi wprowadzające ... 150
2. Rynek FOREX jako forum obrotu kontraktami na różnicę ... 151
2.1. Pojęcie rynku kapitałowego ... 151
2.2. Segmenty rynku kapitałowego ... 154
2.3. Rynek Forex jako część obrotu niezorganizowanego ... 157
3. Kontrakty na różnicę w świetle badań empirycznych ... 159
3.1. Przyjęta metodologia badań ... 160
3.2. Sposób zawierania kontraktów na różnicę w praktyce obrotu ... 161
3.3. Sposób zdefiniowania kontraktów na różnicę we wzorcach umownych ... 165
3.4. Kwotowanie ... 169
3.5. Otwarcie i zamknięcie pozycji ... 175
3.6. Depozyt zabezpieczający i dźwignia finansowa ... 177
3.7. Opłaty pobierane przez firmę inwestycyjną ... 183
4. Wnioski ... 191
IV. Zawarcie kontraktu na różnicę ... 193
1. Strony kontraktu na różnicę ... 193
1.1. Firma inwestycyjna ... 193

1.2. Dostawca płynności ... 198
1.3 Klient ... 200
1.3.1. Pojęcie klienta ... 200
1.3.2. Klient na rynku Forex ... 202
1.3.3. Konsument na rynku kapitałowym ... 202
1.3.4. Relacja między pojęciami klienta detalicznego i konsumenta ... 211
1.3.5. Konsument jako strona kontraktu na różnicę ... 212
1.3.6. Klient a inwestor ... 214
2. Zawieranie kontraktów na różnicę w ramach umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych ... 216
2.1. Uwagi wstępne ... 216
2.2. Konstrukcja umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych ... 219
2.3. Zlecenie nabycia lub zbycia instrumentu finansowego a zlecenie zawarcia kontraktu na różnicę ... 227
2.4. Wykonywanie zleceń nabycia/zbycia (zawarcia) kontraktów na różnicę ... 233
2.4.1. Wykonywanie zleceń nabycia/zbycia instrumentów finansowych w ogólności ... 233
2.4.2. Wykonywanie zleceń nabycia/zbycia kontraktów na różnicę ... 236
3. Sposób zawarcia i forma kontraktu na różnicę ... 241
3.1. Uwagi ogólne ... 241
3.2. Ofertowy tryb zawierania kontraktu na różnicę ... 242
3.3. Inne tryby zawierania kontraktu na różnicę ... 246
4. Forma kontraktu na różnicę ... 247
5. Wnioski ... 252
V. Treść kontraktu na różnicę i jego charakter prawny ... 253
1. Wprowadzenie ... 253
2. Kontrakt na różnicę jako umowa nienazwana ... 254

3. Składniki treści umów nienazwanych 256
4. Istotne postanowienia kontraktu na różnicę 258
4.1. Uwagi wstępne 258
4.2.Instrument bazowy 259
4.3. Rozliczenie pieniężne różnicy w cenie instrumentu bazowego 261
4.4. Uprawnienie klienta do oznaczenia chwili wykonania umowy 265
5. Inne niż istotne postanowienia kontraktu na różnicę 267
5.1. Uwagi wstępne 267
5.2. Depozyt zabezpieczający 268
5.3. Termin wygaśnięcia kontraktu na różnicę 275
6. Charakter prawny kontraktu na różnicę 276
6.1. Kontrakt na różnicę jako umowa dwustronnie zobowiązująca 277
6.2. Kontrakt na różnicę jako umowa odpłatna 280
6.3. Kontrakt na różnicę jako umowa wzajemna 281
6.4. Kontrakt na różnicę jako umowa konsensualna 285
6.5. Kontrakt na różnicę jako umowa zobowiązująca 287
6.6. Kontrakt na różnicę jako umowa kauzalna 288
6.7. Kontrakt na różnicę jako umowa losowa 289
7.Wnioski 296
VI. Kontrakt na różnicę a inne umowy 297
1. Kontrakt na różnicę a umowa sprzedaży 297
1.1. Kontrakt na różnicę a umowa sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy 297
1.2. Kontrakt na różnicę a umowa przedwstępna sprzedaży 301
1.3. Kontrakt na różnicę a umowa sprzedaży prawa 302
2. Kontrakt na różnicę a umowa ubezpieczenia 304
3. Kontrakt na różnicę a umowa gry lub zakładu 305
4.Kontrakt na różnicę a inne instrumenty pochodne 316

4.1. Kontrakt na różnicę a kontrakt terminowy 317
4.2. Kontrakt na różnicę a umowa opcji 325
4.3. Kontrakt na różnicę a umowa swapu 330
6. Wnioski. Relacja kontraktu na różnicę do innych umów..... 335
VII. Potencjalna wadliwość postanowień umownych kontraktów na różnicę – zagadnienia wybrane 338
1. Uwagi wstępne 338
2. Postanowienia umowne kontraktów na różnicę a granice zasady swobody umów 339
2.1. Kontrakty na różnicę a zakres swobody umów – przedstawienie problemu 339
2.2. Zasada swobody umów i jej granice w prawie polskim..... 341
2.3. Sposoby oznaczania świadczenia w ogólności 345
2.4. Określenie świadczenia przez jedną ze stron umowy lub osobę trzecią..... 346
2.5.Jednostronne kształtowanie tabeli kursowej przez banki w tzw. kredytach frankowych jako przykład określenia świadczenia przez jedną stronę umowy..... 354
2.6. Kwotowanie w kontrakcie na różnicę a zasada swobody umów 359
3. Potencjalnie niedozwolone klauzule umowne w kontraktach na różnicę 367
3.1. Uwagi wprowadzające 367
3.2. Przesłanki uznania postanowienia umownego za niedozwolone..... 368
3.3 Jednostronne określenie cen instrumentów bazowych jako niedozwolone postanowienie umowne..... 375
3.4 Klauzule dotyczące *spreadu* jako niedozwolone postanowienia umowne 384
3.5. Jednostronne podwyższenie depozytu zabezpieczającego jako niedozwolone postanowienie umowne..... 389
4. Wnioski..... 393
Bibliografia..... 395
Wykaz literatury 395
Wykaz orzecznictwa..... 408

Wykaz skrótów

I. Akty prawne

ABGB	kodeks cywilny austriacki z 1811 r. Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch)
BGB	kodeks cywilny niemiecki z 1896 r. (Bürgerliches Gesetzbuch)
dyrektywa Rady 93/13/EWG	dyrektywa Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich p.p.(Dz.Urz. UE L z 1993 r. Nr 95, s. 29)
dyrektywa Market Abuse	dyrektywa PE i Rady 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku
dyrektywa MIFID I	dyrektywa PE i Rady 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. UE L 145, s. 1)
dyrektywa MIFID II	dyrektywa PE i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L Nr 173, s. 349)
k.c.	ustawa z 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. 1964 nr 16 poz. 93 ze zm.)
k.h.	rozporządzanie Prezydenta RP z 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy (Dz.U. z 1934 r. Nr 57 poz. 502)

k.p.c.	ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. - Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. 1964 nr 43 poz. 296 ze zm.)
k.z.	rozporządzenie Prezydenta RP z 27.10.1933 r. – Kodeks zobowiązań (Dz.U. z 1933 r. Nr 82, poz. 598)
p.p.o.p.w.	ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 1997 nr 118, poz. 754)
p.p.o.p.w.f.p.	ustawa z dnia 22 marca 1991 roku - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1991, nr 35, poz. 155)
Prawo bankowe	ustawa z 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. 1997 nr 140 poz. 939 ze zm.)
p.u.	ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku - Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60 poz. 535 ze zm.)
rozporządzenie EMIR	rozporządzenie PE i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.Urz. UE L Nr 201 s.1)
rozporządzenie MiFIR	rozporządzenie PE i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L Nr 172, s. 84)
u.f.i.	ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. 2004 Nr 146 poz. 1546 ze zm.)
u.g.t.	ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (Dz.U. 2000 nr 103 poz. 1099 ze zm.)
u.n.r.k.	ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1537 ze zm.)

u.o.i.f.	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538 ze zm.)

II. Czasopisma i publikatory

Dz.U.	Dziennik Ustaw
Dz.Urz. UE	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
LEX	System Informacji Prawnej LEX
KPP	Kwartalnik Prawa Prywatnego
OSP	Orzecznictwo Sądów Polskich
PiP	Państwo i Prawo
PPH	Przegląd Prawa Handlowego

III. Urzędy i instytucje

KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
SA	Sąd Apelacyjny
SN	Sąd Najwyższy
TSUE	Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej
UE	Unia Europejska

Wstęp

Czy rynek obejmujący globalny obrót o wartości liczonej w setkach trylionów dolarów może pozostawać poza zakresem zainteresowania większości doktryny prawa? Okazuje się, że na powyższe pytanie należy odpowiedzieć twierdząco. Taka sytuacja ma bowiem miejsce w odniesieniu do rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych, w tym – kontraktów na różnicę. Mimo, że wartość transakcji opiewających na te instrumenty jest zawrotna[1], dorobek literatury prawniczej w tym zakresie nie jest pokaźny. Przywołane instrumenty (zwane też derywatami[2]) to szczególna kategoria umów, wykorzystywanych w obrocie gospodarczym od wieków. Ich istotą jest swoista gra na wahaniach wartości określonych dóbr, zwanych instrumentami bazowymi. Stosowanie instrumentów pochodnych pozwala na osiąganie zysków lub ograniczanie strat związanych ze zmianami cen różnych dóbr na rynku. Konstrukcja tych instrumentów sprawia, że od wieków kojarzone były one z hazardem i wywoływały liczne wątpliwości co do ich zgodności z prawem i słusznością. Wspomniane kontrowersje tylko potwierdzają tezę, że instrumenty pochodne stanowią niezwykle interesujące umowy, które warte są jurydycznej analizy. Tym bardziej dziwi więc fakt stosunkowo nikłego zainteresowania piśmiennictwa prawniczego tą tematyką.

W przeciwieństwie do nauk prawnych, derywaty zostały poddane szczegółowej analizie na gruncie ekonomii. Efektem tego jest powstanie licznych prac dotyczących tej problematyki, zarówno o charakterze naukowym, jak i popularyzatorskim. Przewaga refleksji ekonomicznej nad prawną jest widoczna choćby na poziomie języka, którym posługują się przedstawiciele doktryny prawa – w dużej mierze przepełniony jest on terminami ekonomicznymi, które nie ułatwiają zrozumienia istoty prawnej omawianych konstrukcji. Także orzecznictwo nie mierzy się często z zagadnieniem instrumentów pochodnych[3]. Temat derywatów rzadko też omawiany jest w ramach przedmiotów kursowych w trakcie studiów prawniczych. Można więc zaryzykować stwierdzenie, że instrumenty pochodne to zwykle dla prawnika *terra incognita.*

[1] W 2007 roku nominalną wartość derywatów pozagiełdowych szacowano na blisko 400 trylionów dolarów, zob. K. Dąbek, A. Jankowska, A. Ulewicz, [w:] J. Grzywacz (red.) *Finansowe instrumenty pochodne*, Warszawa 2009, s. 95.

[2] W dalszej części pracy określenie „instrument pochodny" oraz „derywat" będą stosowane zamiennie.

[3] Wyjątkiem był problem tzw. toksycznych opcji, na kanwie którego wydano szereg wyroków sądowych, zob. szerzej A. Jakubiec, *Opcja jako instrument finansowy rynku kapitałowego. Analiza cywilnoprawna,* Łódź 2014, s. 230-238; W. Gontarski, *Toksyczne opcje walutowe: zarys teorii prawa na przykładzie polskich opcji walutowych*, Warszawa 2009. Z uwagi jednak na wzrost popularności derywatów, zwłaszcza kontraktów na różnicę, wśród klientów detalicznych, nie można wykluczyć wzrostu liczby spraw sądowych związanych z innymi instrumentami pochodnymi.

O ile jednak powstało kilka opracowań prawniczych poświęconych najpopularniejszym rodzajom derywatów, przede wszystkim giełdowych, takim jak kontrakty *futures* lub opcje, to dotychczas w doktrynie nie omówiono gruntownie stosunkowo nowego rodzaju instrumentu pochodnego pozagiełdowego, jakim jest kontrakt na różnicę (ang. *contract for difference, CFD*)[4], stanowiący przedmiot niniejszej rozprawy doktorskiej. Jedynym opracowaniem, które w całości dotyczy kwestii kontraktów na różnicę, jest artykuł P. Gołębiowskiego „Kontrakty na różnice kursowe (CFDs)[5]". Naturalnie, z uwagi na formę artykułu, nie stanowi ono kompleksowego omówienia zagadnienia, lecz pracę o charakterze przyczynkarskim. W innych opracowaniach poświęconych instrumentom pochodnym o kontraktach na różnicę się tylko wspomina[6]. Niewątpliwie zatem istnieje luka badawcza, którą niniejsza rozprawa ma za zadanie wypełnić.

Wagę obranego tematu podkreśla kontrast między brakiem analiz prawniczych dotyczących CFDs, a dużą popularnością, jaką cieszy się ten instrument wśród inwestorów. Przeglądając strony internetowe nietrudno zetknąć się z reklamami firm inwestycyjnych, zachęcającymi do zawierania omawianych kontraktów. Gdyby opierać się wyłącznie na obserwacji witryn internetowych można byłoby dojść do przekonania, że kontrakty na różnicę są najpopularniejszymi instrumentami pochodnymi, zwłaszcza dla inwestorów detalicznych. Ten rozziew między dynamicznie rozwijającym się rynkiem kontraktów na różnicę, a brakiem doktrynalnej analizy wskazanych umów, skłonił do wyboru tematu tej pracy.

Celem niniejszej rozprawy jest scharakteryzowanie kontraktu na różnicę. Zabieg ten może być przeprowadzony z dwóch perspektyw: administracyjnoprawnej lub cywilnoprawnej. Należy bowiem wskazać, że na kształt każdego instrumentu pochodnego, w tym kontraktu na różnicę, wpływ mają normy należące zarówno do prawa administracyjnego, jak i cywilnego. Powyższe wynika z faktu, że w ogóle na całe prawo instrumentów finansowych składają się przepisy o charakterze administracyjnoprawnym, jak i w mniejszym zakresie, cywilnoprawnym.

Dominacja metody administracyjnoprawnej w regulacji stosunków prawnych na rynku kapitałowym wynika z ogólnego zjawiska, jakim jest rozrost funkcji państwa, w tym w zakresie

[4] W obrocie skrót CFD na oznaczenie kontraktu na różnicę jest stosowany powszechnie. Również w niniejszej pracy będzie on używany wymiennie z określeniem „kontrakt na różnicę".
[5] P. Gołębiowski, *Kontrakty na różnice kursowe (CFDs),* PPH, 2012, nr 6.
[6] Zob. przykładowo: A Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2019, s. 254.

organizatorskim i zapewnienia szeroko pojętego bezpieczeństwa[7]. Proces ciągłego rozbudowywania regulacji publicznoprawnych dotyczących obrotu instrumentami finansowymi, którego jesteśmy świadkami, trafnie określił K. Zacharzewski jako „administratywizację prawa giełdowego"[8]. W efekcie, obecnie prawo rynku kapitałowego normowane jest przez ogromną liczbę przepisów o wysokim stopniu skomplikowania, co niechybnie prowadzi do wniosku o „przeregulowaniu" tego obszaru aktywności gospodarczej.

Jednocześnie trzeba stwierdzić, że prawo rynku kapitałowego jest dziedziną prawa regulującą obrót instrumentami finansowymi, który stanowi rodzaj obrotu cywilnoprawnego. Podstawą rynku kapitałowego są relacje prywatnoprawne, w które wchodzą uczestnicy rynku - autonomiczne podmioty prawa cywilnego. Można zatem stwierdzić, że regulacje publicznoprawne na rynku instrumentów finansowych mają charakter wtórny względem prywatnoprawnych. Oczywiste jest bowiem, że w pierwszej kolejności zawiązywanie stosunków cywilnoprawnych tworzy rynek kapitałowy, a dopiero następnie powstaje potrzeba interwencji państwa w celu zapewnienia sprawnej organizacji tego rynku i jego bezpieczeństwa. Fundamentem rynku kapitałowego są zatem stosunki cywilnoprawne. Nawet więc w obliczu „publicyzacji prawa giełdowego" nie należy porzucać refleksji dotyczącej prywatnoprawnych aspektów obrotu instrumentami finansowymi. W duchu tej ostatniej uwagi zdecydowano, że niniejsza praca dotyczyć będzie zagadnień cywilnoprawnych związanych z kontraktami na różnicę. Natomiast kwestie administracyjnoprawne poruszane będą jedynie w zakresie niezbędnym dla należytego omówienia kontraktów na różnicę w perspektywie cywilnoprawnej.

Scharakteryzowanie wybranej instytucji prawa cywilnego wymaga rozważenia szeregu kwestii szczegółowych. Zestaw zagadnień, które należy omówić, zależy od rodzaju opisywanej instytucji. Jasne jest bowiem, że inne problemy rozstrzygane są w pracy poświęconej danemu typowi umowy, a inne choćby w związku z analizą określonego prawa rzeczowego. Dla porządku rozważań w niniejszej pracy kluczowe znaczenie ma fakt, że kontrakty na różnicę stanowią rodzaj instrumentu pochodnego. Ta ostatnia kategoria jest na tyle swoista, że w pierwszej kolejności rozważania muszą koncentrować się właśnie na pojęciu derywatu. Dopiero wnioski płynące z tej analizy pozwolą przejść do dalszych dociekań poświęconych już

[7] K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2019, s. 7.
[8] Tamże.

w zupełności jednemu rodzajowi instrumentu pochodnego, stanowiącemu zasadniczy przedmiot pracy, tj. kontraktowi na różnicę.

Biorąc pod uwagę powyższe, cel pracy, jakim jest cywilnoprawna charakterystyka kontraktów na różnicę, można uszczegółowić poprzez postawienie następujących pytań badawczych:

1. Jaka jest geneza i natura prawna instrumentów pochodnych, w tym kontraktów na różnicę?
2. Jak zawierane są kontrakty na różnicę?
3. Jakie są strony kontraktów na różnicę?
4. Jaka jest treść kontraktów na różnicę?
5. Jakie są cechy kontraktów na różnicę (ich charakter prawny)?
6. Jakie są podobieństwa i różnicę między CFDs, a innymi umowami, zwłaszcza innymi instrumentami pochodnymi?
7. Czy typowe klauzule kontraktów na różnicę mogą być uznane za prawnie wadliwe?

Konieczność odpowiedzi na wskazane wyżej pytania przekłada się na systematykę niniejszej pracy. Składa się ona z 7 rozdziałów. Pierwsze dwa rozdziały dotyczą instrumentów pochodnych w ogólności. W pierwszym przedstawiono historię instrumentów pochodnych od czasów starożytnych, przez średniowiecze i nowożytność, aż po współczesność. Osobno potraktowano rozwój derywatów na ziemiach polskich, gdyż celem niniejszej pracy jest charakterystyka kontraktów na różnicę w świetle prawa polskiego, co wpływa na potrzebę uwypuklenia historycznej analizy podejścia do instrumentów pochodnych w rodzimym orzecznictwie i doktrynie. Przywołany rozdział ma stanowić swoiste wprowadzenie w świat derywatów. Dzieje instrumentów pochodnych zostały przedstawione w sposób rozbudowany, co było zabiegiem celowym. Należy bowiem wskazać, wyprzedzając tok rozważań, że kontrakty na różnicę, podobnie jak inne instrumenty pochodne, stanowią umowy nienazwane „czyste", tzn. takie, które nie mają żadnego odniesienia ustawowego[9]. Omówienie prawne tych kontraktów nie może więc opierać się na wykładni przepisów dotyczących tej umowy lub umów podobnych. Powyższe sprawia, że w scharakteryzowaniu instrumentów pochodnych istotniejszą rolę, niż w przypadku opisywania innych umów, odgrywa analiza historyczna. Przedstawienie rozwoju instytucji prawnej, jaką są instrumenty pochodne, służy dwóm głównym celom.

[9] Zob. rozdział V pkt 2.

Po pierwsze, ma pomóc w lepszym zrozumieniu tej szczególnej konstrukcji, jaką jest derywat. Poznanie bowiem okoliczności, w jakich wykształciły się w praktyce obrotu instrumenty pochodne jest nieodzowne dla właściwego określenia funkcji i treści derywatów współczesnych. Po drugie, ustalenia poczynione w pierwszym rozdziale pozwolą w dalszych rozważaniach poświęconych kontraktom na różnicę na odwoływanie się w argumentacji do wykładni historycznej.

Rozdział drugi poświęcono pojęciu instrumentu pochodnego. W pierwszej kolejności omówiono je w ujęciu ekonomicznym. Nie jest bowiem możliwe przedstawienie prawnej istoty derywatów bez uprzedniego poznania ekonomicznego znaczenia tych konstrukcji. Następnie analizie poddano przepisy prawa unijnego i krajowego, których celem jest wyjaśnienie tego pojęcia, by ostatecznie zaproponować własną, doktrynalną definicję instrumentów pochodnych oraz zaprezentować konsekwencje, jakie wiążą się z taką kwalifikacją prawną określonej umowy.

Dalsze części pracy zostały poświęcone szczególnemu rodzajowi instrumentu pochodnego, jakim jest kontrakt na różnicę. W rozdziale trzecim opisano stosowanie kontraktów na różnicę w praktyce obrotu. Zasadniczą część tego rozdziału stanowi przedstawienie wyników badań empirycznych dotyczących treści regulaminów firm inwestycyjnych. Wspomniane badania pozwalają na przedstawienie typowej treści kontraktów na różnicę, jakie zawierane są na polskim rynku Forex.

Następnie wyniki badań empirycznych zostały odniesione do tradycyjnej siatki pojęciowej prawa zobowiązań. W ten sposób, w kolejnych rozdziałach pracy kontrakty na różnicę zostały poddane analizie prawnej. Czwarty rozdział poświęcony jest problematyce zawarcia kontraktu na różnicę, w tym jego stron, sposobu zawarcia, a także formy tej czynności prawnej. Rozdział piąty dotyczy treści kontraktu na różnicę i jego charakteru prawnego. W tej części pracy wyróżniono istotne postanowienia CFD oraz sformułowano definicję tej umowy, a także wskazano jej cechy. Z kolei w rozdziale szóstym porównano kontrakt na różnicę z innymi umowami zobowiązaniowymi – umową sprzedaży, ubezpieczenia, gry i zakładu oraz z innymi instrumentami pochodnymi – kontraktem terminowym, opcją i swapem.

W ostatnim, siódmym rozdziale, omówiono wybrane zagadnienia dotyczące wadliwości postanowień umownych kontraktów na różnicę. Potrzeba podjęcia tego zagadnienia wynika z podnoszonych w doktrynie wątpliwości co do uczciwości klauzul umownych

instrumentów pochodnych, w tym kontraktów na różnicę. Biorąc pod uwagę powyższe, we wspomnianym rozdziale przeanalizowano możliwość uznania wybranych, typowych klauzul CFD za wykraczające poza granice swobody umów oraz za niedozwolone postanowienia umowne. Te dwa wskazane rodzaje wadliwości bowiem najczęściej należy mieć na uwadze przy rozważaniu problemu nieuczciwości jakiejkolwiek umowy, w tym i kontraktu na różnicę.

Każdy z wymienionych wyżej rozdziałów kończy się podrozdziałem zawierającym wnioski. Stąd, w niniejszej pracy zrezygnowano z wyodrębnienia osobnej części końcowej podsumowującej pracę. Stanowiłaby ona bowiem jedynie powtórzenie tego, co zostało już stwierdzone we wnioskach po każdym z rozdziałów.

Metodologia niniejszej pracy została dostosowana do zaplanowanego przebiegu procesu badawczego i postawionych pytań badawczych. Podstawową metodą badawczą, zastosowaną w przedkładanej rozprawie, była metoda dogmatyczna, polegająca na analizie i interpretacji przepisów prawa przy pomocy tradycyjnych sposobów wykładni prawa. Powyższa metoda uzupełniona była omówieniem poglądów doktryny i orzecznictwa.

Istotną rolę w realizacji założeń pracy odegrała również metoda empiryczna, a dokładnie „metoda badania treści". Tą metodą posłużono się przy analizie wzorców umownych stosowanych przez firmy inwestycyjne, w celu wyodrębnienia typowych klauzul umownych kontraktów na różnicę. Tak wyróżnione postanowienia mogły być następnie przedmiotem analizy przy użyciu pozostałych metod badawczych, tradycyjnie stosowanych w naukach prawnych. Zastosowanie omawianej metody było uzasadnione w szczególności tym, że kontrakty na różnicę są umowami nienazwanymi, których kształt jest determinowany praktyką rynku, zwłaszcza działaniami firm inwestycyjnych. Nie byłoby możliwe zatem dokonanie prawnej charakterystyki tej umowy przy pomocy metody dogmatycznej oraz poglądów doktryny i orzecznictwa, gdyby nie uprzednie ustalenie, jaka jest typowa treść tych umów. Szczegółowy opis metodologiczny wykonanych badań został przedstawiony w rozdziale III.

W szerokim zakresie wykorzystano również metodę historyczną, przy pomocy której przedstawiono dzieje instrumentów pochodnych, w tym stanowisko prawodawców wobec tych konstrukcji na przestrzeni wieków. Jak już wyżej wspomniano, zabieg ten jest uzasadniony, ponieważ materiał normatywny dotyczący instrumentów pochodnych jest nader skromny, a omawiane umowy pozostają kontraktami nienazwanymi. Istotne zatem

dla analizy dogmatycznej współczesnej konstrukcji kontraktu na różnicę jest ustalenie, w jaki sposób instrumenty pochodne były definiowane i oceniane w minionych stuleciach. Z metodą historyczną powiązana została także metoda komparatystyczna, gdyż analiza historyczna rozwoju derywatów zakłada omówienie podejścia do instrumentów pochodnych prawodawców różnych państw. Kwestie prawnoporównawcze zostały poruszone w ramach omawiania poszczególnych zagadnień w różnych miejscach pracy, w szczególności w rozdziale I, natomiast nie wyodrębniono ich w postaci osobnego rozdziału. Dla realizacji postawionych celów badawczych nie było bowiem konieczne konstrukcyjne oddzielenie uwag komparatystycznych od reszty rozważań.

I. Instrumenty pochodne w ujęciu historycznym

1. Uwagi wstępne

Scharakteryzowanie każdej instytucji prawnej wymaga zbadania jej kształtu w toku historycznego rozwoju. Nie inaczej jest w przypadku instrumentów finansowych pochodnych. Choć wskazane konstrukcje kojarzą się współcześnie z nowoczesną technologią, zglobalizowanym rynkiem kapitałowym i cyfryzacją, to ich pierwowzory można wskazać już w czasach starożytnych.

Na pozór tak głębokie sięgnięcie w przeszłość wydaje się być zabiegiem karkołomnym. Nie można jednak zapominać, że choć rzeczywistość gospodarcza i społeczna na przestrzeni wieków zmieniała się dynamicznie, to jednak potrzeby ludzkie, w ich ogólnym rozumieniu, są podobne, zaś rynek od wieków rządzi się tymi samymi prawami. Powyższe pozwala choćby stwierdzić, że Rzym w latach starożytnych odgrywał rolę centrum finansowego ówczesnego świata, podobnie jak obecnie Nowy York, zaś przed XVII-wiecznym kupcem stoją te same cele i zagrożenia, co przed współczesnym *traderem*[10].

W związku z powyższym, dla kompleksowej analizy kontraktów na różnicę konieczne jest opisanie rozwoju instrumentów pochodnych w ujęciu historycznym, czemu poświęcony został niniejszy rozdział. Nie stanowi on, rzecz jasna, wyczerpującego opracowania dotyczącego historii derywatów. Jego rolą jest jedynie zwrócenie uwagi na najważniejsze aspekty dziejów instrumentów pochodnych.

Przedstawienie rozwoju instrumentów pochodnych w ujęciu historycznym ma służyć realizacji kilku celów. Po pierwsze, należy zbadać, z jakich umów wywodzą się konstrukcje, nazywane współcześnie derywatami. Po drugie, trzeba wskazać, jakie znaczenie gospodarcze miały zawierane przed wiekami umowy „na różnicę". Po trzecie, konieczne jest opisanie treści dokonywanych czynności. Wreszcie, istotne jest przedstawienie oceny zawieranych umów, jakiej dokonywali prawodawcy oraz sądy na przestrzeni wieków. Omówienie powyższych zagadnień będzie stanowiło przyczynek do analizy współcześnie zawieranych kontraktów na różnicę i do dokonania ich prawnej charakterystyki.

[10] E. Chancellor, *Historia spekulacji finansowych*, Warszawa 2001, s. 50-51.

Przed przejściem do właściwych rozważań należy poczynić uwagę terminologiczną. W niniejszym rozdziale sformułowania „instrument pochodny", „derywat" i „transakcje terminowe" będą używane w ogólnym, ekonomicznym znaczeniu. Posługiwanie się tymi pojęciami w taki generalny sposób pozwoli objąć analizą szereg konstrukcji, które poprzedziły wykształcenie się współczesnej postaci instrumentów pochodnych. Właściwe zdefiniowanie używanych pojęć, zarówno w płaszczyźnie ekonomicznej, jak i prawnej, nastąpi w dalszej części pracy.

2. Instrumenty pochodne w starożytności

2.1. Instrumenty pochodne w Mezopotamii

Ludzka cywilizacja ma swój początek na obszarze Bliskiego Wschodu. Nad wielkimi rzekami – Eufratem i Tygrysem – od końca IV tysiąclecia p.n.e. zaczęły rozwijać się pierwsze starożytne miasta-państwa[11]. Na tym terenie, który został później nazwany Mezopotamią, lud Sumerów stworzył cywilizację, która odznaczała się wysokim poziomem rozwoju gospodarczego. Sumerowie prowadzili handel na dalekie odległości, udzielali pożyczek, ujednolicili jednostki miary, dokumentowali zawierane przez siebie umowy[12]. Nic więc dziwnego, że to na terenie Mezopotamii można poszukiwać najstarszych śladów wykorzystywania instrumentów pochodnych. Warto odnotować, że sumeryjskie pismo, stosowane już w IV tysiącleciu p.n.e. służyło przede wszystkim do zapisywania rachunków handlowych[13]. To właśnie dzięki zachowanym współcześnie glinianym tabliczkom z tekstami umów można poznać stosunki gospodarcze panujące w sumeryjskich państwach-miastach i wyodrębnić podstawowe rodzaje zawieranych wówczas umów.

Zdaniem E. Swana, pierwsze umowy podobne do instrumentów pochodnych były zawierane przez sumeryjskie miasta z rolnikami, którzy zobowiązywali się dostarczyć po żniwach określoną ilość zboża, w zmian za ustaloną cenę płatną w chwili zawarcia umowy[14]. Jako przykład takiej transakcji autor wskazuje umowę zawartą około 1700 roku p.n.e., na mocy

[11] T. Maciejewski, *Historia powszechna ustroju i prawa*, Warszawa 2011, s. 3.
[12] S. Bratkowski, *Nieco inna historia cywilizacji. Dzieje banków bankierów i obrotu pieniężnego*, Warszawa 2003, s. 20-21.
[13] Tamże, s. 18.
[14] E. Swan, *Building the global market. A 4000 years history of derivatives*, Hague-London-Boston 2000, s. 36

której królewska córka płaciła dwóm osobom, prawdopodobnie rolnikom, cenę wyrażoną w określonej ilości jęczmienia, w zamian za dostarczenie po żniwach większej ilości jęczmienia[15]. W tym przypadku, ceną za dostawę zboża w przyszłości było samo zboże, można więc przyjąć, że był to rodzaj pożyczki. Trzeba jednak pamiętać, że wówczas zboże odgrywało rolę pieniądza. Za dostarczenie ziarna po żniwach płacono jednak także srebrem, co przybliża wskazane umowy do konstrukcji instrumentów pochodnych. Celem przywołanych umów było zapewnienie miastom stałych dopływów żywności. Nie ulega wątpliwości, że cena zboża mogła różnie się kształtować, w zależności od pomyślności danych zbiorów. Dochodziło więc do ustalenia z góry ceny, po której w przyszłości będzie sprzedawane zboże, która mogła być zarówno wyższa, jak i niższa od ceny rynkowej. Taka konstrukcja stanowi zaś podstawowy element współczesnych instrumentów pochodnych. Trudno jednak jednoznacznie stwierdzić na podstawie samej treści umowy, czy już wówczas zdawano sobie sprawę ze spekulacyjnych możliwości, jakie daje wspomniana konstrukcja.

Innym ciekawym przykładem wykorzystania umów podobnych do współczesnych instrumentów pochodnych w państwie Sumerów jest umowa sprzed około 1750 roku p.n.e., którą cytuje E. Swan. Treścią tego kontraktu jest sprzedaż niewolnika za cenę pewnej ilości oliwy, która odpowiada określonej wadze srebra. Sprzedawca zobowiązywał się do dostarczenia niewolnika za miesiąc od chwili zawarcia umowy. Jeśli zaś nie wykonałby swojego zobowiązania, miał zapłacić określoną wyżej ilość srebra każdemu, kto będzie posiadaczem tabliczki z tą umową[16]. Jeśli zatem nie doszłoby do dostarczenia niewolnika, sprzedawca byłby zobowiązany do zapłaty określonej w umowie kwoty srebra. Jeśli srebro w ciągu miesiąca od zawarcia umowy zdrożałoby, wówczas nierzetelny sprzedawca straci, gdyż będzie musiał zapłacić więcej, niż otrzymał, natomiast jeśli srebro stanieje, wówczas sprzedawca zyska, ponieważ zapłaci mniej, niż otrzymał (mniejszą cenę, niż wartość oliwy otrzymanej przy zawarciu umowy). Niewątpliwie zatem omawianą umowę należy zaliczyć do kategorii archetypów instrumentów pochodnych. Co więcej, zawarta umowa przewidywała możliwość przeniesienia praw z niej wynikających na inną osobę. Sprzedawca bowiem miał zapłacić określoną ilością srebra okazicielowi tabliczki. To zatem kolejny element, który przybliża sumeryjskie umowy do współczesnych instrumentów pochodnych.

Fakt stosowania w praktyce umów zbliżonych do instrumentów pochodnych na terenie Mezopotamii potwierdzają zbiory praw, wydawane przez ówczesnych władców. Choć prawo

[15] Tamże, s. 28.
[16] Tamże, s. 29.

mezopotamskie miało charakter niepisany i zwyczajowy, to jednak władcy, starając się zapewnić jednolitość rozstrzygnięć sądowych, publikowali rozbudowane katalogi norm, będące zbiorami precedensów sądowych[17]. Jednym z takich „kodeksów" jest zbiór praw z Eszunny, zwany kodeksem Bilalamy, pochodzący z pierwszej połowy XX wieku p.n.e.[18]. Zgodnie z art. 20 przywołanego aktu, „jeśli obywatel daje jęczmień na siew, to chociażby zwrot jęczmienia był umówiony w srebrze, weźmie w czasie zbiorów jęczmień i swój procent"[19]. Zdaje się, że przytoczony przepis można interpretować jako zakaz spekulacyjnej działalności odnoszącej się do ceny jęczmienia. Jeśli bowiem dochodziło do zawarcia umowy „zbożowej pożyczki" przed żniwami, wówczas cena zboża była wysoka i można było się domagać za nią dużej ilości srebra. Natomiast po żniwach jęczmień stanieje, zatem cena zboża w stosunku do srebra spadnie. W związku z powyższym, pożyczkodawca osiągnie dużo większy zysk, niż ten, który wynikałby ze zwrotu pożyczonej ilości jęczmienia i odgórnie określonymi przez prawo odsetkami[20]. Można zatem stwierdzić, że w tym przypadku korzystanie z pierwowzoru instrumentu pochodnego wynikało z chęci obejścia maksymalnych odsetek narzucanych przez prawodawcę. Zawieranie tych umów mogło być nadto świadomą grą na wahaniach cen surowców, w tym wypadku zboża. Cel spekulacyjny towarzyszył więc instrumentom pochodnym już ponad tysiąc lat przed Chrystusem. Co więcej, wskazany zbiór praw stanowi jasny przykład interwencji prawodawcy zakazującej stosowania instrumentów pochodnych, do jakich będzie w przyszłości jeszcze wielokrotnie dochodziło.

Podsumowując, w państwach-miastach Sumerów oraz w później powstałych państwach na terenie Mezopotamii (jak Babilonia) zawierane były umowy podobne do współczesnych instrumentów pochodnych. Ich istota sprowadzała się do obietnicy dostarczenia pewnej ilości towaru (najczęściej zboża) w oznaczonym czasie, w zamian za z góry określoną cenę. Jak wynika z przeprowadzonej analizy, mieszkańcy Mezopotamii prawdopodobnie korzystali z tych umów również w celach spekulacyjnych, ze świadomością, że na wahaniach cen określonych towarów można wiele zarobić. Potwierdzeniem zaś, że do zawierania omawianych kontraktów dochodziło powszechnie, są zbiory praw wydawane przez ówczesnych władców, które odnoszą się również do tego typu umów. W odniesieniu do Kodeksu Bilalamy można

[17] C. Kunderewicz, *Najstarsze prawa świata. Zbiór studiów,* Łódź 1990, s. 4.
[18] T. Maciejewski, *Historia…*, s. 61.
[19] Tamże, s. 66. Przepisy dotyczące podobnej konstrukcji znajdują się także w §§ 49-52 Kodeksu Hammurabiego, zob. *Kodeks Hammurabiego*, tłum. Marek Stępień, Warszawa 1996, s. 92-93.
[20] E. Swan, *Building…*, s. 45.

stwierdzić, że stanowił on pierwszą na świecie interwencję prawodawcy w działalność spekulacyjną wykorzystującą konstrukcje zbliżone do instrumentów pochodnych.

2.2. Instrumenty pochodne w starożytnej Grecji i państwach hellenistycznych

W starożytnej Grecji zasadą było zawieranie umów sprzedaży wykonalnych w chwili zawarcia umowy. Jak wynika z przepisów ustanowionych przez Charondasa z Katany, jednego z pierwszych greckich prawodawców, roszczenia z umów, przewidujących dostawę towaru w przyszłości, nie mogły być skutecznie dochodzone przed sądem[21]. Podobnie niedopuszczalne było udzielenie kredytu. W literaturze wskazano, że takie normy wynikały z chęci zmniejszenia liczby procesów sądowych, które mogłyby być wszczynane na tle omawianych kontraktów[22].

Dowodem na istnienie przywołanych wyżej norm w prawie greckim jest fragment *„Praw"* Platona. Jeden z bohaterów tego dzieła, Ateńczyk, wyjaśnia, że „przy wymianie dóbr odbywającej się drogą kupna i sprzedaży sprzedawca wyda nabywcy rzecz zakupioną od razu w tym miejscu na rynku, które wyznaczone zostało dla sprzedaży tego rodzaju towaru, i równocześnie odbierze za nią zapłatę. Tak więc odbywać się będzie ta wymiana i ani gdzie indziej, ani przesuwając termin płatności nie będzie się niczego sprzedawać ani kupować. Jeżeli zaś ktoś mając do kogoś zaufanie chciałby w inny sposób albo w innym miejscu przeprowadzić z nim jakąś wymianę handlową, to niech ryzykuje, musi jednak pamiętać, że nie ma według prawa odwołania do sądu w sprawie sprzedaży dokonanej inaczej, niż zostało powiedziane"[23]. Z przywołanego fragmentu można zatem wywieść, że umowy sprzedaży z odroczonym terminem wykonania nie były chronione przez greckie prawo. Zasadą było zatem zawieranie umów wykonalnych w chwili zawarcia kontraktu, czyli, według współczesnej, giełdowej terminologii, na rynku *spot.*

Wyjątek od przytoczonej zasady dotyczył handlu zbożem. W tym przypadku, prawo ateńskie zezwalało na udzielenie pożyczki morskiej. Pożyczkodawca, który organizował import zboża, zawierał umowę z pożyczkobiorcą, która przewidywała określone odsetki za przywóz towaru[24]. Jeśli jednak towar zginął w czasie podróży, na przykład zatonął statek go przewożący,

[21] E. Swan, *Building…*, s. 60.
[22] Tamże.
[23] Platon, *Prawa,* tłum. Maria Maykowska, Warszawa 1997, s. 435.
[24] E. Swan, *Building…*, s. 61.

pożyczkobiorca nie musiał zwracać kwoty pożyczki. Dopuszczalność zawierania umów przewidujących przyszłą dostawę towaru wynikała z konieczności zapewnienia stałych dostaw zboża dla ateńskiego *polis* i miała charakter wyjątkowy[25].

Restrykcje prawa greckiego w zawieraniu umów zbliżonych do współczesnych instrumentów pochodnych nie ograniczyły rozwoju tych konstrukcji. Dowodem tego jest opowieść o Talesie z Miletu przytoczona przez Arystotelesa w *„Polityce”.* Talesowi miano zarzucić, że jego mądrość nie przekłada się na status majątkowy. Wtedy Tales, na podstawie obserwacji astronomicznych, przewidział, że dojdzie do obfitych zbiorów oliwek w nadchodzące lato. Już zimą zatem dał „zadatek” na wynajem latem wszystkich pras do oliwek w Milecie i na Chios. Nie był to wielki koszt, gdyż zimą nie było zainteresowania wynajmem tych urządzeń. Kiedy nadeszło lato i doszło do wspaniałego zbioru oliwek, wiele osób chciało od niego wynająć owe prasy i w związku z tym filozof mógł za nie uzyskać bardzo wysoką cenę. W ten sposób Tales miał dzięki swej mądrości zdobyć fortunę[26]. W ocenie M. Goleckiego, jest prawdopodobne, że historia przekazana przez Arystotelesa stanowi pierwszy opis wykorzystania transakcji terminowych dla celów spekulacyjnych[27]. W istocie, opowieść o Talesie przedstawia możliwości spekulacyjne, jakie dają instrumenty pochodne. Tales bowiem, przewidując wzrost popytu w przyszłości na dany towar (w tym przypadku na prasy do oliwek), postanowił zagwarantować sobie prawo do skorzystania z nich. Rzecz jasna, jeśli prognozy filozofa nie spełniłyby się i zbiory oliwek byłyby nieudane, wówczas Tales poniósłby stratę. Istotną kwestią jest także fakt, że Tales zimą wydał jedynie małą kwotę „zadatku” na przyszły wynajem pras. Doszło więc niewątpliwie do wykorzystania mechanizmu, który obecnie nazywany jest „dźwignią finansową”[28], która pozwala na zawieranie transakcji terminowych bez konieczności dysponowania całą kwotą, która ma być w przyszłości świadczona.

Historia przedstawiona przez Arystotelesa wymaga odpowiedzi na pytanie, czym był „zadatek”, jaki został dany przez Talesa. Z pewnością nie można utożsamiać go z zadatkiem we współczesnym rozumieniu. W tekście greckim występuje w tym miejscu słowo „arrha”[29]. Należy wskazać, że prawo greckie nie znało pojęcia umów konsensualnych[30]. W związku z tym

[25] Tamże.
[26] Arystoteles, *Polityka,* tłum. L. Piotrowicz, [w:] Tenże, *Dzieła wszystkie. Tom I*, Warszawa 2003, s. 17.
[27] M. Golecki, *Kilka uwag na temat genezy giełdowego kontraktu opcyjnego*, „Ruch Prawniczny, Ekonomiczny i Socjologiczny”, 2004, nr 4, s. 212.
[28] M. Gutowski, *Umowa opcji,* Zakamycze 2003, s. 41.
[29] M. Golecki, *Grecka geneza kontraktu opcyjnego? Arrha klasycznego prawa greckiego a współczesny giełdowy kontrakt opcyjny*, „Czasopismo Prawo-Historyczne”, 2003, nr 1, s. 152.
[30] E. Swan, *Building…*, s. 60.

nie było możliwe zawieranie umów zobowiązujących do świadczenia w przyszłości. Z tego powodu wykształciły się w praktyce kontrakty arratyczne, czyli umowy zobowiązujące do zawarcia w przyszłości określonej umowy rozporządzającej[31]. Były to kontrakty o charakterze realnym – elementem rzeczowym była zapłata „arrha". Kontrakty arratyczne określały istotne elementy umowy rozporządzającej oraz termin jej zawarcia. Co ważne, „arrha" nie była zaliczana na poczet ceny płatnej w wykonaniu przyszłej umowy[32]. Wskazane cechy sprawiają, że „arrha" może być uznana za pierowzór premii opcyjnej[33]. Jedna strona kontraktu arratycznego, za stosowną opłatą (arrha), nabywała prawo do zawarcia w przyszłości umowy o określonej treści. Przywołany tekst Arystotelesa może dowodzić, że w Grecji dochodziło do zawierania transakcji terminowych o spekulacyjnym charakterze[34]. Można więc postawić tezę, że wobec niemożności zawierania umów wykonalnych w przyszłości, kontrakty arratyczne pozwoliły Grekom na korzystanie z konstrukcji zbliżonych do współczesnych instrumentów pochodnych. Brakuje jednak źródeł, które wprost wskazywałyby na powszechne zawieranie takich umów[35]. Niezależnie jednak od praktycznego zastosowania omawianej konstrukcji, legenda o Talesie wskazuje, że Grecy zdawali sobie sprawę ze zjawiska wahania cen i związanej z tym możliwości spekulacji.

W okresie hellenistycznym umowy zbliżone do instrumentów pochodnych zyskały na popularności. Podboje Aleksandra Macedońskiego doprowadziły do utworzenia imperium, w którym doszło do zetknięcia się dwóch omawianych wyżej systemów prawnych: greckiego oraz bliskowschodniego - opartego w znacznej mierze na prawie mezopotamskim. Istnieją dokumenty poświadczające funkcjonowanie umów sprzedaży z odroczonym terminem wykonania w świecie hellenistycznym. Przykładowo można przywołać grecki papirus pochodzący z Egiptu z I w p.n.e., który dokumentował umowę sprzedaży pszenicy. Za cenę 2000 srebrnych drachm sprzedawca zobowiązywał się do dostarczenia kupującemu określonej ilości pszenicy w terminie 6 miesięcy od zawarcia umowy[36]. Zdaniem E. Swana, to właśnie bliskowschodnie zwyczaje handlowe, w tym praktyka zawierania transakcji terminowych, doprowadziły do szerszego wykorzystania omawianych archetypów instrumentów pochodnych w Grecji oraz Rzymie[37].

[31] M. Golecki, *Grecka geneza…,* s. 154.
[32] Tamże, s. 158.
[33] Tenże, *Kilka uwag…,* s. 212-213.
[34] Tenże, *Grecka geneza…,* s. 151.
[35] E. Swan, *Building…*, s. 62.
[36] Tamże.
[37] Tamże.

2.3. Instrumenty pochodne w starożytnym Rzymie

W imperium rzymskim, w okresie jego świetności, rozwinęła się gospodarka towarowo-pieniężna, a zwłaszcza – handel. Sprzyjało mu upowszechnienie jednolitego pieniądza, rozległy rynek i sieć słynnych, rzymskich dróg[38]. Ponadto, w krajach basenu Morza Śródziemnego zapanował *pax Romana*, czyli okres pokoju i stabilizacji. Na terenie imperium wyeliminowano rozboje i piractwo, które zagrażały swobodnej wymianie towarów[39]. Rzym utrzymywał kontakty handlowe tak z krajami Środkowej i Północnej Europy, jak z państwami Bliskiego i Dalekiego Wschodu (Indie, Japonia)[40]. Opisany rozkwit handlu nie wpłynął jednak znacząco na rozwój nowych instytucji gospodarczych, które Rzymianie zwykle zaczerpywali z innych, podbitych państw, np. Fenicji. Potomkowie Romulusa z rezerwą podchodzili do kredytu[41], nie cenili profesji kupieckiej, a handlarzami zostawali zwykle cudzoziemcy[42]. Powyższe względy sprawiły, że także umowy sprzedaży towarów z odroczonym terminem ich wykonania, stanowiące archetyp instrumentów pochodnych, nie zyskały dużej popularności, choć istnieją dowody wskazujące na fakt, że były niekiedy używane. Przykładowo można wskazać umowy sprzedaży warzyw, zboża i wina, jakie były zawierane w prowincjach rzymskich na Bliskim Wschodzi i w Egipcie[43]. Jednak największy wkład, jaki Rzymianie wnieśli w rozwój gospodarki, w tym instrumentów pochodnych, było rzymskie prawo[44]. To właśnie reguły prawne wykształcone w starożytnym Rzymie pozwoliły na swobodne zawieranie transakcji terminowych w kolejnych wiekach, aż do wykształcenia się współczesnej formy instrumentów pochodnych.

Opisując wkład rzymskiej myśli prawniczej w rozwój instrumentów pochodnych należy w pierwszej kolejności omówić kwestię konsensualności umowy sprzedaży. Rzymskie umowy sprzedaży nie od początku były kontraktami konsensualnymi. Początkowo wymiana towarowa odbywała się drogą wymiany rzeczy[45]. Wraz z pojawieniem się pieniądza, zawierano umowy sprzedaży gotówkowej przy pomocy mancypacji lub tradycji. Była to wymiana „z ręki do ręki”,

[38] D. Wojnarowski, *Powszechna historia gospodarcza*, Warszawa 2004, s. 24.
[39] R. Cameron, L. Neal, *Historia gospodarcza świata. Od paleolitu do czasów najnowszych*, Warszawa 2004, s. 45-46.
[40] D. Wojnarowski, *Historia…*, s. 24.
[41] S. Bratkowski, *Nieco inna…,* s. 42-47.
[42] E. Swan, *Building…*, s. 72.
[43] Tamże, s. 74.
[44] S. Bratkowski, *Nieco inna…,* s. 47.
[45] A. Dębiński, *Rzymskie prawo prywatne. Kompendium*, Warszawa 2011, s. 270.

która nie skutkowała powstaniem żadnego zobowiązania[46]. Trudniejsza w przyjęciu i zastosowaniu była koncepcja sprzedaży kredytowej, tzn. z odroczeniem spełnienia świadczenia. W pierwszej kolejności wprowadzono odroczenie zapłaty, o którym mowa już w Ustawie XII tablic[47], następnie zaś dopuszczono odroczenie wydania rzeczy, które mogło być gwarantowane przez stypulację[48]. Z punktu widzenia rozwoju prawa instrumentów pochodnych jest to kluczowy moment, gdyż właśnie odroczenie wydania towaru jest istotą pierwszych instrumentów pochodnych. Wreszcie, wskutek wzrostu wymiany towarowo-pieniężnej i związanym z tym potrzebom obrotu, wykształciła się ostateczna forma sprzedaży – konsensualny kontrakt *emptio-venditio*[49]. Była to umowa wyłącznie zobowiązująca - nie przenosiła własności rzeczy. Na mocy umowy, kupujący miał obowiązek zapłacić cenę, a sprzedawca wydać rzecz i zapewnić jej spokojne posiadanie[50]. Do zawarcia umowy wystarczyło porozumienie co do ceny i towaru[51]. Moment zawarcia umowy sprzedaży nie był tożsamy z chwilą jej wykonania, te dwa momenty mógł dzielić nawet znaczny odstęp czasu[52]. W ten sposób jurysprudencja rzymska wykształciła model kontraktu konsensualnego, który stał się podstawą współczesnego prawa zobowiązań.

Ustalenie, że umowa sprzedaży ma charakter konsensualny, dało teoretyczną podstawę do konstruowania w praktyce kontraktów z odroczonym terminem wydania rzeczy. Takie zaś umowy pozwalały na grę związaną z wahaniami kursów towarów. Jeśli bowiem cena rynkowa kupionego towaru w chwili jego wydania jest wyższa niż zapłacona przy zawarciu umowy cena, wówczas kupujący osiąga zysk, natomiast w przeciwnym razie, kupujący notuje stratę. Tym samym, konsensualność sprzedaży pozwoliła na szerokie korzystanie z archetypów instrumentów pochodnych.

Istotnym dokonaniem rzymskiej jurysprudencji, z punktu widzenia historii derywatów, było także stwierdzenie, że sprzedawca nie musi być właścicielem rzeczy sprzedawanej w chwili zawarcia umowy *emptio-venditio.* Do chwili jej wykonania musiał jednak nabyć przedmiot sprzedaży i przenieść jego własność na kupującego[53]. Jeśli zaś sprzedawca tego nie dokonał, właściciel rzeczy (osoba trzecia) mogła odebrać przedmiot sprzedaży kupującemu,

[46] Tamże.
[47] K. Kolańczyk, *Prawo rzymskie*, Warszawa 2007, s. 382.
[48] Tamże.
[49] Tamże.
[50] W. Wołodkiewicz, M. Zabłocka, *Prawo rzymskie. Instytucje*, Warszawa 2014, s. 235.
[51] A. Dębiński, *Rzymskie…*, s. 270.
[52] K. Kolańczyk, *Prawo…*, s. 386.
[53] Tamże, s. 383.

zaś sprzedawca ponosił odpowiedzialność wobec kupującego z tytułu ewikcji (za wady prawne rzeczy)[54]. To rozwiązanie pozwoliło na wykształcenie się w następnych wiekach umów tzw. krótkiej sprzedaży, tj. sprzedaży towaru, którego sprzedawca w chwili zawarcia umowy nie był właścicielem, pozwalającej sprzedawcy na zarabianie na zniżce cen danego instrumentu bazowego[55].

Przedmiotem *emptio-venditio* mogła być także rzecz przyszła, jeszcze nieistniejąca w momencie zawierania kontraktu. W tym zakresie można wyróżnić dwa rodzaje umów – *emptio rei sperate* (kupno rzeczy spodziewanej) *i emptio spei* (kupno nadziei)[56]. Były to tzw. kontrakty aleatoryjne (od *alea* – rzut kostką). Kupno rzeczy spodziewanej było umową pod warunkiem zawieszającym, to znaczy stawała się skuteczna, jeśli określone przyszłe towary powstały[57]. Przykładowo można wskazać sprzedaż przyszłych plonów z określonego gruntu lub dziecka wskazanej niewolnicy, które ma się narodzić (*partus ancillae)*[58]. Źródła rzymskie dowodzą, że takie umowy były często zawierane. Oprócz powyższych przykładów, teksty starożytne wymieniają: sprzedaż niezebranych z drzew oliwek, wina wytłoczonego z określonych winogron czy też siana zebranego w przyszłości z łąki[59]. Wzmiankowana umowa z pewnością może być określona jako losowa. Kupujący płacił określoną z góry sumę za towar, który miał być mu dostarczony w przyszłości. Z uwagi na fakt, że od chwili zawarcia umowy i zapłaty ceny, do momentu wydania towaru, zmienić mogła się cena rynkowa przedmiotu umowy, trzeba stwierdzić, że przywołana umowa stanowiła archetyp instrumentu pochodnego. Kupujący bowiem mógł stracić lub zyskać na tej transakcji, w zależności od ceny rynkowej towaru z chwili wykonania umowy. Jednak w tym przypadku spekulacja odbywała się nie tylko na wahaniach cen, ale także, a być może przede wszystkim, na niewiadomej ilości towaru, będącego przedmiotem umowy. Nie można było bowiem z góry oszacować ilości oliwek z danego sadu czy wina z określonej winnicy. Jeśli zbiory okazałyby się pomyślne, kupujący zyskiwał, w przeciwnym razie zaś razie - tracił[60].

Natomiast w przypadku kupna samej szansy (*emptio spei*), umowa była skuteczna niezależnie od tego, czy rzecz powstanie, gdyż przedmiotem zobowiązania była jedynie

[54] M. Kuryłowicz, A. Wiliński, *Rzymskie prawo prywatne. Zarys wykładu*, Warszawa 2016, s. 258.
[55] Zob. rozdział I pkt 4.2.
[56] A. Dębiński, *Rzymskie…*, s. 271.
[57] M. Kuryłowicz, A. Wiliński, *Rzymskie…*, s. 256.
[58] W. Wołodkiewicz, M. Zabłocka, *Prawo…*, s. 236.
[59] B. Szarecka, *Z problematyki umów aleatoryjnych w prawie rzymskim: emptio rei spreatae i emptio spei*, „Studia Iuridica Lublinensia", 2003, nr 2, s. 167.
[60] Tamże, s. 168.

nadzieja uzyskania rzeczy. Wskazany kontrakt miał zatem charakter bezwarunkowy[61]. Przedmiotem takiej umowy mogły być ryby złapane w czasie przyszłego połowu lub zwierzyna schwytana w trakcie polowania[62] lub to, co sprzedawcy uda się chwycić podczas ceremonii rzucania w tłum prezentów w czasie igrzysk lub innych uroczystości[63]. Nawet jeśli rybak nie złowił ani jednej ryby, był uprawniony do uzyskania ceny, gdyż przedmiotem opisywanej umowy sprzedaży nie była rzecz, a jedynie nadzieja (*sine re venditio*)[64].

Należy przy tym odróżnić *emptio spei* (a także *empio rei sperate*) od gier losowych (np. gry w kości), które były w Rzymie uznawane za przejaw hazardu i ograniczane kolejnymi aktami prawnymi[65]. Zgodnie z prawem rzymskim, nie można było domagać się zapłaty kwot wynikających z gry. Co więcej, przegranemu przysługiwało roszczenie o zwrot przegranej do wygranego. Niewątpliwie zatem współczesna treść art. 413 k.c., zgodnie z którą zobowiązania z gier i zakładów mają charakter naturalny, nie pochodzi bezpośrednio z prawa rzymskiego[66]. W literaturze jako różnicę między *emptio spei* a grą hazardową wskazuje się fakt, że w przypadku kupna nadziei można skalkulować ryzyko transakcji, choćby w oparciu o doświadczenie rybaka, który ma dokonać połowu. W przypadku gry w kości jest to zaś niemożliwe[67]. Kontrakty aleatoryjne, zarówno *emptio rei speratae*, jak i *emptio spei*, były ważnymi i skutecznymi umowami, w przeciwieństwie do zobowiązań z gier losowych, które nie były prawnie chronione. Należy zwrócić uwagę, że we współczesnym prawie polskim, o ile istnieje możliwość zawarcia umowy sprzedaży rzeczy spodziewanej, to sama nadzieja nie może być przedmiotem umowy sprzedaży[68]. Zgodnie bowiem z art. 535 k.c., przedmiotem sprzedaży są, co do zasady, rzeczy[69].

Należy uznać, że także *emptio spei* jest istotnym elementem historii instrumentów pochodnych. Losowość tej umowy nie koncentrowała się na zmianie cen przedmiotu umowy, jak to ma miejsce w przypadku derywatów, tylko na powstaniu owego przedmiotu w ogólności. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że do rozszerzenia katalogu przedmiotów sprzedaży ponad rzeczy nawiązuje współczesna konstrukcja derywatów o instrumentach bazowych niebędących

[61] W. Wołodkiewicz, M. Zabłocka, *Prawo…*, s. 236.
[62] A. Dębiński, *Rzymskie…*, s. 271.
[63] B. Szarecka, *Z problematyki…,* s. 169.
[64] Tamże.
[65] M. Kuryłowicz, *Alea i kontrakty aleatoryjne w prawie rzymskim*, „Czasopismo Prawno-Historyczne", 1984, nr 2, s. 87.
[66] Tamże, s. 85-86.
[67] B. Szarecka, *Z problematyki…,* s. 171.
[68] W.J. Katner, [w:] J. Rajski (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 7. Prawo zobowiązań – część szczegółowa,* Warszawa 2018, s. 44.
[69] Tamże.

rzeczami. Współcześnie można zawrzeć bowiem choćby kontrakt terminowy opiewający nie na wysokość określonego wskaźnika ekonomicznego. Siłą rzeczy taki kontrakt nie może być uznany za umowę sprzedaży, można jednak go uznać za swoistą umowę „kupna nadziei" na wzrost lub spadek danego indeksu.

Podsumowując, w czasach starożytnych wykształciły się umowy, które mogą być nazwane archetypami instrumentów pochodnych. Były to zwykle umowy sprzedaży określonych towarów, które miały być dostarczone w przyszłości. Taka konstrukcja sprawiała, że gdy cena rynkowa danego towaru zwiększyła się względem ceny określonej w umowie, wówczas kupujący osiągał zysk, w przeciwnym zaś razie – stratę. Wzmiankowane kontrakty były zawierane w już w miastach-państwach Sumerów. W prawie greckim takie umowy nie były co do zasady dopuszczalne, choć Grecy zdawali sobie sprawę ze spekulacyjnych możliwości, jakie daje omawiana konstrukcja. Istotny wkład w rozwój derywatów włożyli Rzymianie. Mimo, że w imperium rzymskim kontrakty terminowe nie miały dużego znaczenia gospodarczego, to jednak rzymskie prawo zobowiązań stało się fundamentem dla ewolucji instrumentów pochodnych w kolejnych wiekach.

3. Instrumenty pochodne w średniowieczu

3.1. Derywaty we wczesnym średniowieczu

Po upadku cesarstwa zachodniorzymskiego, podejście do umów terminowych kształtowało się różnie, w zależności od rozpatrywanego terytorium. W Bizancjum prawo oparte było na normach prawa rzymskiego[70]. Nie może więc dziwić, że omawiane umowy były dopuszczane przez prawo i stosowane w praktyce[71]. Inaczej jednak sytuacja przedstawiała się w państwach germańskich, powstałych na gruzach cesarstwa zachodniorzymskiego. Germanie nie rządzili się prawem rzymskim, wiązały ich własne prawa zwyczajowe, które następnie zostały spisane. W historiografii owe spisy nazywa się *Leges Barbarorum.* Jednym z tych zbiorów było *Lex Ribuaria* z połowy VIII wieku, który obowiązywał Franków rypuarskich,

[70] A. Dziadzio, *Powszechna historia prawa*, Warszawa 2020, s. 64-67.
[71] E. Swan, *Building…*, s. 87-88.

zamieszkałych w okolicy Kolonii[72]. Analiza powyższego „kodeksu" może prowadzić do wniosku, że umowy sprzedaży z odroczonym terminem wydania towaru były niedozwolone. Należy uznać, że umowy sprzedaży, na mocy wspominanego aktu, miały być wykonywane w chwili ich zawarcia[73]. Można więc domniemywać, że prawa germańskie, przynajmniej początkowo, nie pozwalały na zawieranie umów terminowych.

Nie oznacza to jednak, że w państwach germańskich w ogóle nie zawierano omawianych umów. Trzeba bowiem zwrócić uwagę, że po upadku Rzymu na ziemiach dawnego imperium funkcjonował Kościół rzymskokatolicki. Od samego początku budował on swój porządek prawny na normach prawa rzymskiego. Był swoistym depozytariuszem rzymskiej kultury prawnej[74]. Co więcej, prawo rzymskie zostało przyjęte przez Kościół jako źródło pomocnicze i uzupełniające w stosunku do prawa kanonicznego, co zostało formalnie potwierdzone przez papieża Lucjusza III, który w reskrypcie *Intelleximus* postanowił, że w braku norm prawa kanonicznego należy stosować przepisy prawa rzymskiego[75]. Ową zależność prawa rzymskiego i kościelnego wyraża średniowieczna sentencja: *Ecclesia vivit lege Romana*[76].

W związku z powyższym, nie budzi zdziwienia fakt, że już we wczesnym średniowieczu Kościół korzystał z umów sprzedaży z odroczonym terminem wydania towaru. Przykładem może być handel wełną, jaki odbywał się w XII wieku w Anglii. Istotnym producentem tego towaru były wówczas angielskie klasztory. Sprzedawały one flandryjskim kupcom duże ilości wełny. W zamian za określoną cenę płatną z góry, klasztory zobowiązywały się dostarczyć wskazaną ilość wełny w określonym terminie w przyszłości[77]. Przywołane umowy nie były dopuszczalne w świetle prawa angielskiego, natomiast mogły być zawierane skutecznie według prawa kanonicznego[78]. Jurysdykcja Kościoła pozwalała więc na ożywienie wczesnośredniowiecznego handlu przez stosowanie konstrukcji znanych prawu rzymskiemu.

Z punktu widzenia historii derywatów, istotne jest także ich stosowanie w imperium arabskim. W pierwszej połowie VIII wieku, państwo arabskie, rządzone przez Omajadów, zajmowało ogromne terytorium – od Północnej Afryki i Hiszpanii, przez Bliski Wschód aż do

[72] T. Maciejewski, *Historia…*, s. 236.
[73] E. Swan, *Building…*, s.
[74] A. Dziadzio, *Historia…*, s. 28.
[75] A. Dębiński, *Rzymskie…*, s. 83-84.
[76] Tamże.
[77] E. Swan, *Buidling…*, s. 106.
[78] Tamże, s. 106-107.

Azji Środkowej[79]. Arabowie znakomicie rozwinęli handel, udoskonalili system obrotu pieniądzem, posługiwali się wekslami i listami kredytowymi. Ich wpływ na rozwój handlu europejskiego był niebagatelny, czego dowodem jest fakt, że wiele słów także w języku polskim związanych z kupiectwem pochodzi z języka arabskiego, choćby ryzyko (od arabskiego *risk*), czy „magazyn" (od arabskiego *machsin*)[80]. Arabowi z powodzeniem wykorzystywali też instrumenty pochodne. W tym kontekście należy odnotować zabieg, którym posłużyły się władze państwa arabskiego wobec swoich żołnierzy. Otóż wojownicy arabscy, zamiast wypłaty żołdu w pieniądzu, otrzymywali rodzaj papieru wartościowego, który uprawniał ich do odbioru po żniwach określonej ilości zboża z państwowych spichlerzy[81]. Żołnierze otrzymywali zatem prawo żądania wydania towaru w określonym terminie w przyszłości. Co istotne jednak, przywołane papiery były zbywalne. Toteż wojownicy często natychmiast sprzedawali je, by uzyskać zapłatę w gotówce. To z kolei wykorzystywali kupcy, którzy dzięki tym operacjom spekulowali na cenie zboża[82]. Doszło zatem nie tylko do zawarcia pewnych kontraktów terminowych, ale także do ich masowego zbywania, handlowania nimi. Można zatem powiedzieć, że w państwie arabskim w VII wieku doszło do stworzenia pierwszego w historii rynku kontraktów terminowych.

Opisanym powyżej transakcjom sprzeciwiły się jednak szkoły prawa koranicznego. Uznano bowiem, że jest to rodzaj hazardu. który wraz z lichwą jest zakazany przez Koran[83]. Jak wskazuje Prorok Mahomet w Koranie, „pytać cię będą o wino i gry hazardowe. Powiedz: w obydwu jest wielki grzech, ale i pewien pożytek dla ludzi. Grzech jednak jest większy od pożytku[84]. Cytowane wersety Koranu uznano za zakaz wszelkiej działalności hazardowej. Co więcej, jak wskazują hadisy, „Prorok zakazał sprzedaży owoców na pniu", „Prorok zakazał sprzedaży owoców, dopóki nie dojrzeją"[85]. Muzułmanie nie mogli więc zawierać znanych z prawa rzymskiego umów, których przedmiotem jest rzecz spodziewana (*emptio rei speratae).* Z powyższych względów, muzułmański prawnik Ibn Qayyim al. Jawziyya uznał, że transakcje, w których sprzedawca nie może wydać towaru w chwili zawarcia umowy, są niedozwolone[86].

[79] T. Maciejewski, *Historia…*, s. 215-216.
[80] S. Bratkowski, *Nieco inna…,* s. 61.
[81] E. Swan, *Building…*, s. 95.
[82] Tamże.
[83] Tamże.
[84] Koran 2,219, tłum. Musa Çaxarxan Czachorowski.
[85] M. Sadowski, *Islam. Religia i prawo*, Warszawa 2017, s. 201.
[86] E. Swan, *Building…*, s. 95.

Pod koniec VII wieku, muzułmańskie szkoły koraniczne zakazały spekulacji na cenie towarów i tym samym zlikwidowany został pierwszy znany rynek kontraktów terminowych[87].

Przywołane okoliczności pozwalają postawić dwa wnioski. Po pierwsze, w państwie arabskim kupcy dobrze orientowali się w możliwościach spekulacyjnych, jakie dają operacje terminowe. Tym samym Arabowie kontynuowali handlowe tradycje Bliskiego Wschodu. Po drugie zaś, przywołane fakty są kolejnym już przykładem prawodawczej interwencji, zabraniającej stosowania umów terminowych, tym razem głównie z pobudek moralnych i religijnych.

3.2. Derywaty w okresie rozkwitu i schyłku średniowiecza

Intensyfikacja średniowiecznego handlu w Europie związana była z odrodzeniem się miast włoskich. Już od IX wieku północnowłoskie miasta, takie jak Piza, Genua i Amalfi rozpoczęły swoją handlową ekspansję[88]. Jednym z czynników stymulujących ten rozwój były wyprawy krzyżowe. Sprawiły one bowiem, że umocniły się stosunki handlowe między Europą a krajami Lewantu[89]. Kupcy włoscy handlowali także z krajami Europy Zachodniej i Północnej[90], a nawet sprowadzali luksusowe towary z krajów Dalekiego Wschodu[91]. Miasta włoskie, ze swoimi licznymi faktoriami zakładanymi u wybrzeży Morza Śródziemnego, pozostały aż do XVI wieku centrum handlu międzynarodowego[92]. Nie może więc dziwić, że to właśnie średniowieczne miasta włoskie kontynuowały tradycje zawierania transakcji terminowych.

Średniowiecznymi archetypami derywatów były przede wszystkim umowy sprzedaży towarów z określonym terminem dostawy w przyszłości, znane z poprzednich wieków. Do dzisiaj zachowały się dowody takich transakcji, zawieranych w XIII i XIV wieku przez włoskich kupców, których przedmiotem było zboże, szkło, czy też mający powstać w przyszłości ser[93]. Z rejonu Północnych Włoch umowy terminowe rozpowszechniły się w całej Europie. Przykładowo, Krzyżacy zawierali kontrakty, których przedmiotem była przyszła

[87] Tamże.
[88] R. Matera, J. Skodlarski, *Gospodarka światowa. Geneza i ewolucja do czasów pandemii,* Warszawa 2021, s. 54.
[89] Tamże.
[90] D. Wojnarski, *Powszechna…,* s. 46-47.
[91] R.Cameron, L. Neal, *Historia…*, s. 72-73.
[92] R. Matera, J. Skodlarski, *Gospodarka…,* s. 55.
[93] E. Swan, *Building…,* 115-116, 127-128.

dostawa bursztynu i wyrobów drewnianych, dostarczanych na targi w Lubece i Brugii[94]. Omawiane umowy w XIII i XIV wieku były zaczęły być także uznawane za wiążące przez sądy angielskie[95].

Rolę instrumentów pochodnych odgrywały w średniowieczu również weksle. Początki tej instytucji należy wiązać z działalnością włoskich bankierów w XII wieku[96]. Weksle stanowiły rozwiązanie dwóch problemów ówczesnych kupców. Po pierwsze, handel był utrudniony koniecznością częstej wymiany pieniądza, gdyż w każdym państwie, a nawet w wielu miastach, obowiązywała inna waluta. Po drugie zaś, przewożenie dużych ilości gotówki między miastami średniowiecznej Europy nie było bezpieczne[97]. W związku z tym, kupiec, chcąc handlować w innym mieście, musiał wymienić pieniądze u bankiera (*campsores*). Początkowo wymiana następowała natychmiastowo. Następnie wykształciła się praktyka, zgodnie z którą bankier przyjmował gotówkę, lecz wypłata innej waluty miała nastąpić w przyszłości, a w związku ze wzmiankowanym niebezpieczeństwem przewozu gotówki na duże odległości, także w innym miejscu, tzn. w mieście, w którym kupiec zamierzał handlować[98]. Tak powstał weksel własny. Następnie na popularności zyskała praktyka, zgodnie z którą bankier, otrzymując gotówkę od kupca, wystawiał list wekslowy, w którym zwracał się do bankiera z innego miasta, o wypłatę określonej sumy w walucie obcej na rzecz posiadacza dokumentu (kupca). Tak wykształcił się weksel trasowany[99]. Rozliczenie między bankierami następowało zaś na jarmarkach wekslowych, które odbywały się w Szampanii w XII i XII wieku, a potem także w innych miastach, np. Lyonie czy Piacenzie. Można uznać, że wspomniane jarmarki pełniły rolę pierwszej izby rozrachunkowej[100].

Zatem, gdy średniowieczny kupiec zamierzał wyruszyć w podróż handlową, zostawiał przeznaczone pieniądze u miejscowego bankiera, a w zamian za to mógł uzyskać w innym mieście wypłatę obcej waluty, niezbędnej do prowadzenia tam działalności handlowej. W umowie między kupcem a miejscowym bankierem ustalana była kwota, jaka zostanie w przyszłości wypłacona w obcej walucie. Kurs waluty podlegał jednak pewnym wahaniom. W ten sposób, gdy waluta obca umocniła się, kupiec notował przy jej wypłacie zysk, w przeciwnym zaś razie – stratę. W ten sposób weksel mógł stać się narzędziem spekulacji

[94] Tamże.
[95] Tamże, s. 130-131, 137-138.
[96] P. Machnikowski, *Prawo wekslowe,* Warszawa 2009, s. 13.
[97] T. Jasiński, D. Wróbel, *Prawo wekslowe,* Warszawa 2019, s. 14-15.
[98] M. Koziński, *Prawo wekslowe,* Toruń 2005, s. 15.
[99] L. Bagińska, *Prawo wekslowe i czekowe,* Warszawa 2013, s. 4.
[100] M. Koziński, *Prawo…,* s. 17.

walutowej. Niewątpliwie zatem, także średniowieczne weksle można uznać za archetyp instrumentu pochodnego, którego instrumentem bazowym była obca waluta. Innymi słowy, stanowiły one kontrakty terminowe na określoną walutę. Kupiec bowiem kupował określoną ilość danej waluty, której wydanie miało nastąpić w innym mieście w określonym terminie w przyszłości. Znaczenie gospodarcze tej operacji nie było jednak duże z uwagi na ówczesne niewielkie wahania cen walut[101].

Omawiając kwestię derywatów w wiekach średnich, należy także odnieść się do powstania pierwszych obligacji. Były one emitowane przez miasta włoskie, które potrzebowały pieniędzy, by finansować prowadzone przez siebie wojny. W związku z tym, zaczęły pożyczać od swoich obywateli określone sumy, zobowiązując się do zapłaty corocznych odsetek i zwrotu kapitału w określonym terminie w przyszłości. Taką konstrukcję określono mianem *monti*[102]. Wraz z początkiem XIII wieku, *monti* można było zbywać, rozpoczęto więc handel długiem publicznym. Ceny tych praw wahały się w zależności od wypłacalności danego miasta, na co wpływ miała przede wszystkim sytuacja polityczna. Z tej przyczyny wahania tych cen mogły być relatywnie duże. Przykładowo, weneckie obligacje w 1497 roku kosztowały 80 dukatów, zaś w 1500 roku – 52 dukaty[103]. Co jednak najważniejsze z punktu widzenia niniejszej pracy, *monti* były także przedmiotem sprzedaży terminowej. W ten sposób wykorzystywano spekulacyjny potencjał owych obligacji. Taka praktyka miała być stosowana w 1428 roku w Genui, o czym zaświadczał ówczesny prawnik, Bartolomeusz de Bosco[104]. Należy zatem odnotować, że w XV wieku zawierane były nie tylko terminowe umowy sprzedaży towarów, ale także ówczesnych papierów wartościowych. Można domniemywać, że, z uwagi na częstą fluktuację cen, wskazane prawa były szczególnie dogodnym narzędziem spekulacji. Handel obligacjami włoskich miast stanowi zatem kolejny ważny punkt w historii kształtowania się instrumentów pochodnych.

Konkludując, w średniowieczu nastąpił dalszy rozwój instrumentów pochodnych. Obok znanych już w starożytności umów sprzedaży towarów z odroczonym terminem ich wydania, pojawiły się weksle, które można określić mianem archetypu kontraktu terminowego na walutę. Ponadto, w wiekach średnich rozpoczęto praktykę zawierania umów terminowych, których przedmiotem były obligacje wydawane przez włoskie miasta. Od tego momentu zatem

[101] Wahania kursów walut mogły wynikać z wzajemnych wahań cen złota i srebra, w których były oznaczone średniowieczne waluty, zob. F. Braudel, *Struktury codzienności. Kultura materialna, gospodarka i kapitalizm. XV-XVIII wiek*, Warszawa 2019, s. 361-364.
[102] E. Swan, *Building…*, s. 117.
[103] Tamże, s. 134.
[104] H. Sieveking, *Witschaftsgeschichte*, Berlin 1935, s. 87.

przedmiotem instrumentu pochodnego były nie tylko towary i waluta, ale także papiery wartościowe. Z drugiej strony trzeba zauważyć, że w średniowieczu, oprócz krótkiego epizodu związanego z imperium arabskim, nie wykształcił się rynek instrumentów pochodnych. Ten etap rozwoju derywatów zostanie osiągnięty w następnych wiekach.

4. Instrumenty pochodne w czasach nowożytnych

4.1. Instrumenty pochodne na niderlandzkich giełdach

Wielkie odkrycia geograficzne wywołały w Europie „rewolucję handlową". Znacznie poszerzony został zestaw dóbr, jakimi można było handlować. Do Starego Kontynentu zaczęto sprowadzać wcześniej nieznane towary, takie jak kawę, kakao, herbata czy tytoń. Obok nich, na masową skalę zaczęto handlować wcześniej rzadkimi towarami, jak bawełna i cukier[105]. Odkrycia spowodowały zmianę dotychczasowych szlaków handlowych oraz centr kupieckich – miejsce miast włoskich zajęły porty atlantyckie, takie jak Lizbona, Antwerpia, Amsterdam czy Londyn[106]. Wzrost roli handlu pociągnął za sobą także rozwój bankowości i kredytu[107]. Wreszcie, odkrycia geograficzne spowodowały powstanie kompanii handlowych – pierwowzorów spółek[108]. Nie może dziwić, że ten gwałtowny rozwój gospodarczy Europy przełożył się wymiernie na rozwój instrumentów pochodnych, doprowadzając stworzenia konstrukcji bardzo zbliżonych do współczesnych derywatów.

W omawianych latach, z uwagi na wzrost popytu na niektóre towary, średniowieczne formy wymiany handlowej (targi, jarmarki) okazały się niewystarczające. Konieczne było powstanie giełd[109]. Pierwsze z nich były giełdami towarowymi. Na giełdach dokonywano zakupów hurtowych towarów na podstawie wystawionych próbek, które następnie dostarczano w umówione miejsce[110]. Pierwsza giełda towarowa została założona w Antwerpii w 1531 roku, zaś na początku XVII wieku w Amsterdamie powstała giełda papierów wartościowych[111].

[105] R. Cameron, L. Neal, *Historia…*, s. 116.
[106] D. Wojnarowski, *Powszechna…*, s. 63.
[107] Tamże, s. 64-66.
[108] M. Maciejewski, M. Sadowski, *Powszechna historia gospodarcza od XV do XX wieku,* Wrocław 2007, s. 22-23.
[109] Tamże, s. 62-63.
[110] D. Wojnarowski, *Powszechna…*, s. 64-65.
[111] F. Braudel, *Gry wymiany. Kultura materialna, gospodarka i kapitalizm. XV-XVIII wiek,* Warszawa 2019, s. 82.

Nie może dziwić fakt, że to właśnie w oparciu o nową platformę handlową, jaką były giełdy, dokonał się przełom w rozwoju instrumentów pochodnych. Miejscem, w którym doszło do tego postępu była Antwerpia. Wskazane miasto w XVI wieku przekształciło się, jak wskazał ówczesny pisarz, w „nieustający targ". W Antwerpii krzyżowały się szlaki handlowe – przybywali do niej kupcy zarówno z Anglii, krajów nadbałtyckich czy też wracający z dalekomorskich wypraw do Azji[112]. Koncentracja handlu w jednym mieście pozwoliła na dalszą ewolucję instrumentów pochodnych.

W 1537, król Hiszpanii i książę Brabancji, Karol V, wydał akt pozwalający kupcom na handel kontraktami terminowymi, tj. umowami sprzedaży z odroczonymi terminami spełnienia świadczeń. W ten sposób, w Antwerpii, powstał pierwszy, w pełni ukształtowany rynek umów terminowych opiewających na towary[113]. Handel tymi kontraktami miał charakter spekulacyjny. Jak zanotował florencki kronikarz, Lodovico Guicciardini, w Antwerpii wielu kupców przestało fizycznie kupować towary, zadowalając się wyłącznie interesami spekulacyjnymi, które przynoszą duże zyski. Kronikarz wskazuje, że to przynęta, która bogatego może łatwo doprowadzić do bankructwa[114]. Należy uznać, że mimo, iż w przeszłości pojawiały się próby prowadzenia regularnego handlu prawami z umów terminowych, o czym była mowa wcześniej, w XVI-wiecznej Antwerpii taka praktyka stała się powszechna, a co więcej, usankcjonowana prawnie. Stąd, handel na giełdzie w Antwerpii stanowi milowy krok w rozwoju instrumentów pochodnych.

Prawdziwym przełomem w omawianej materii stało się jednak wykształcenie w Antwerpii nowego typu umowy terminowej. Zgodnie z nowym rodzajem kontraktu, w momencie nadejścia terminu wykonania umowy, sprzedawca nie dokonywał fizycznej dostawy towaru, a jedynie strony regulowały między sobą różnicę w cenie towaru z dnia zawarcia umowy, a z dnia jej wykonania. Praktykę dokonywania takich czynności opisał papieski wysłannik, Christoval Valalon, odnotowując, że w Antwerpii kupcy zaczęli zawierać ze sobą umowy, w których obstawiali przyszły kurs hiszpańskiej waluty i zobowiązywali się do zapłaty różnicy między przewidywanym, a rzeczywistym kursem. Autor nazywa tę praktykę zakładem i porównuje do popularnych wówczas w Hiszpanii zakładów o płeć nienarodzonego dziecka[115].

[112] S. Bratkowski, *Nieco inna…,* s. 133.
[113] E. Swan, *Building…*, s. 144.
[114] Za: Tamże, s. 142-143.
[115] Za: Tamże.

Trzeba zwrócić uwagę, że pisarzowi omawiane umowy wyraźnie kojarzyły się z zakładami, a nie umowami sprzedaży, co podkreśla ich losowy charakter.

Choć w 1541 roku władze Niderlandów zakazały dokonywania opisanych wyżej transakcji, były one nadal popularne, a po upadku Antwerpii wykorzystywano je w innych miastach, takich jak: Rouen, Hamburg czy Amsterdam[116].

W XVI-wiecznej Antwerpii zaczęto zatem zawierać kontrakty, które współcześnie można określić jako instrumenty pochodne z nierzeczywistym wykonaniem, to znaczy derywaty z rozliczeniem wyłącznie pieniężnym[117]. Dzisiaj takie transakcje zdecydowanie dominują na rynku finansowym[118]. Należy więc uznać, że w we wskazanym okresie wykształcił się nowoczesny typ instrumentu pochodnego, który będzie rozwijany w kolejnych latach. Trzeba przy tym podkreślić, że kluczową rolą dla wykształcenia się tych instrumentów pochodnych miało powstanie giełd – dzięki nim bowiem strony mogły z łatwością ustalić cenę rynkową określonego aktywu bazowego na chwilę wykonania kontraktu i porównać ją z ceną z chwili zawarcia umowy.

Antwerpia utraciła rolę centrum finansowego w wyniku konfliktu polityczno-religijnego. W 1585 roku hiszpańskie wojska zdobyły miasto, a zamieszkujący je protestanci uciekli, w obawie przed represjami, na północ[119]. W ten sposób tysiące kupców przeniosło swój kapitał i zdolności handlowe do Amsterdamu, który stał się nową stolicą światowego handlu[120]. W Amsterdamie rozwinął się nie tylko handel towarowy, ale również rynek papierów wartościowych, to zaś stworzyło kolejną płaszczyznę rozwoju dla instrumentów pochodnych.

W 1602 roku holenderskie władze założyły Kompanię Wschodnioindyjską, która otrzymała monopol na handel ze Wschodem[121]. Akcje Kompanii były zbywalne, co w powiązaniu z ich niestabilnym kursem czyniło je naturalnym narzędziem spekulacji. By jej przeciwdziałać, emitowane akcje Kompanii były imienne, a do ich przeniesienia niezbędny był wpis nazwiska nabywcy w rejestrze akcjonariuszy[122]. Jednakże i te formalności holenderscy kupcy potrafili ominąć. W tym celu zawierali, opisywane powyżej, umowy na różnicę, co

[116] E. Swan, *Building…*, s. 144.
[117] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, Warszawa 2016, s. 794.
[118] T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004, s. 127.
[119] S. Bratkowski, *Nieco inna…,* s. 133-134.
[120] E. Chancellor, *Historia…*, s. 22.
[121] Tamże, s. 22-23.
[122] F. Braudel, *Gry wymiany…,* s. 83.

nazywali „sprzedażą *in blanco*”[123]. Na mocy przywołanej umowy, strony w chwili nadejścia terminu wykonania umowy regulowały jedynie w pieniądzu różnicę między ceną akcji określoną w umowie, a ceną rynkową z chwili jej wykonania. W ten sposób, „nabywca” akcji nie stawał się ich posiadaczem. Powtórzono zatem praktykę wykształconą w Antwerpii, zgodnie z którą strony, w chwili wykonania umowy, nie dostarczały fizycznie instrumentu bazowego, tylko rozliczały się w pieniądzu. Opisany mechanizm wskazuje na ważny motyw zawierania umów terminowych, jakim jest chęć uniknięcia formalności związanych z rzeczywistym nabyciem instrumentu bazowego, w tym wypadku – akcji.

Inną zaletą transakcji różniczkowych, której byli świadomi holenderscy kupcy, była możliwość zarabiania na spadku cen danego towaru. Jeśli bowiem jedna ze stron zobowiąże się do sprzedaży w określonym terminie w przyszłości danego instrumentu bazowego po oznaczonej cenie, to zniżka kursu rynkowego przynosi sprzedawcy zysk. Powyższa praktyka może jednak stanowić zachętę do oszukańczej działalności, polegającej na celowej grze na zniżkę akcji.

Przykładem takiego procederu jest historia machinacji finansowych, jakich dokonywał flandryjski kupiec Isaac Le Marie. Był on jednym z dyrektorów Kompanii Wschodnioindyjskiej, zrezygnował jednak z tej posady w 1605 roku, na skutek oskarżeń o defraudacje finansowe[124]. W 1609 roku Le Maire założył tajną organizację zrzeszającą kupców. Ich celem było osiągnięcie zysku przez sztuczne wywołanie zniżki cen akcji Kompanii Wschodnioindyjskiej[125]. W tym celu zrzeszeni kupcy zawierali umowy sprzedaży akcji po określonej cenie w oznaczonym terminie w przyszłości. Były to kontrakty terminowe na akcje, których kupcy nie posiadali w chwili zawierania umów. Następnie zaś, spiskowcy doprowadzili do gwałtownego spadku cen akcji. W tym celu stowarzyszeni kupcy podejmowali dwa rodzaje czynności - rozpowszechniali niepokojące plotki o Kompanii, a nadto zawierali między sobą umowy sprzedaży akcji po niskich cenach, by w ten sposób obniżyć kurs tych instrumentów bazowych[126]. W ten sposób, Le Maire i jego współpracownicy chcieli zanotować zysk, gdyż ceny akcji, po których mieli je sprzedać w przyszłości zgodnie z zawartymi kontaktami terminowymi, były wyższe niż aktualne ceny rynkowe, sztucznie obniżone przez spiskujących. Opisany zabieg jednak się nie udał, a ceny akcji Kompanii, po chwilowej obniżce, wróciły do

[123] Tamże.
[124] J.G. van Dillen, *Isaac Le Maire and the early trading in Dutch East India Company shares*, tłum. G. Poitras, A. Majithia, [w:] G. Poitras (red.), *Pioneers of Financial Economics. Volume 1*, 2006, s. 47-48.
[125] Tamże, s. 59.
[126] Tamże.

normy[127]. Przytoczona historia doprowadziła do wydania przez władze edyktu zakazującego sprzedaży papierów wartościowych, których sprzedawca w chwili zawarcia umowy nie posiadał. Należy jednak zaznaczyć, że zakaz ten był otwarcie ignorowany[128].

Przywołany wyżej proceder dowodzi, że już w XVII wieku kupcy dobrze zdawali sobie sprawę z korzyści, jakie przynosiło zajmowanie, mówiąc współczesnym językiem ekonomicznym, „długiej" lub „krótkiej" pozycji w transakcji terminowej[129]. Niewątpliwie rozumiano też, że konstrukcja instrumentu pochodnego pozwala na prowadzenie oszukańczych działań, stąd podejmowano próby ograniczania handlu terminowego, choć interwencje prawodawcze nie przynosiły większych sukcesów.

Kolejnym ważnym etapem w kształtowaniu się instrumentów pochodnych w XVII-wiecznej Holandii było zjawisko tzw. tulipomanii, któremu trzeba w tym miejscu poświęcić kilka uwag. Tulipany trafiły do Europy w XVI wieku z Turcji (nazwa tulipan pochodzi od tureckiego *tulipan* oznaczające turban). Początkowo były jedynie popularne w kręgach botaników i arystokracji. Pod koniec XVI wieku tulipany rozpowszechnił holenderski botanik Carolus Clusius[130]. Tak rozpoczęła się wielka moda na tulipany w Europie, które stały się dobrem luksusowym, symbolem dobrobytu[131]. Szczególne zainteresowanie egzotycznymi kwiatami wykazywali Holendrzy[132]. Wskazane rośliny zadziwiały ogrodników, gdyż z cebulek zwykłych tulipanów mogły wyrosnąć oryginalne, piękne okazy o płatkach nakrapianych, z wielobarwnymi smugami i postrzępionymi krawędziami[133]. Nie wiedziano jednak, jakie czynniki sprawiają, że rośliny przechodzą opisaną metamorfozę. Dopiero w 1925 roku odkryto, że wskazaną zmianę wywołuje wirus, który powoduje tzw. pstrość kwiatów tulipana[134]. Niezależnie od powyższego, niepewność, co do przyszłego ubarwienia tulipana sprawiała, że omawiana roślina dobrze nadawała się do spekulacyjnej gry[135]. W takim też celu została wykorzystana.

[127] E. Chancellor, *Historia…*, s. 27.
[128] Tamże.
[129] Co do pojęć długiej i krótkiej pozycji zob. rozdział II pkt 1.3.1.
[130] Tamże, s. 30.
[131] M. Jerzemowska, *Kilka słów o tym, jak tulipany chciały zawładnąć światem*, „Acta Universitas Lodziensis. Folia Oeconomica", 2012, nr 262, s. 10.
[132] E. Chancellor, *Historia…*, s. 30.
[133] P. Oczko, *Tulipanowa gorączka – choroba, której tak naprawdę nie było…,* źródło: https://ruj.uj.edu.pl/xmlui/bitstream/handle/item/25433/oczko_tulipanowa_goraczka_choroba.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Dostęp: 19.06.2024r.
[134] Tamże.
[135] E. Chancellor, *Historia…*, s. 31.

Początkowo cebulki tulipanów sprzedawane były latem, gdy nie znajdowały się one w gruncie. Wraz jednak ze wzrostem popytu na tulipany, handel zaczął być prowadzony przez cały rok[136]. Od września do czerwca cebulka musiała być wkopana w ziemię. To sprawiło, że tulipany zaczęto sprzedawać przy pomocy kontraktów terminowych. Jesienią lub zimą umawiano się, że określona cebulka, bądź pewna masa cebulek zostanie po oznaczonej cenie dostarczona w czerwcu, kiedy można było odkopać cebulki[137]. Co szczególnie istotne, następnie popularne stały się umowy, które nie przewidywały fizycznej dostawy cebulek, a jedynie uregulowanie różnicy między ceną sprzedaży a rynkową ceną z chwili wykonania umowy (w czerwcu)[138]. Zawierano także umowy opcyjnie, zgodnie z którymi, w zamian za zapłatę premii opcyjnej, nabywca cebulek mógł w chwili wykonania umowy zwolnić się od obowiązku kupna tulipanów[139].

Transakcje, które nie przewidywały fizycznej dostawy cebulek, nazwano „handlem wiatrem" (*windelhandel).* Nabywca tulipanów w oznaczonym terminie w przyszłości nie mógł zatem oczekiwać dostawy towaru. Odroczeniu wykonania obowiązków sprzedawcy cebulek odpowiadało także odroczenie zapłaty przez nabywcę, który nie płacił ceny w chwili zawarcia kontraktu[140]. Strony regulowały wyłącznie różnicę między ceną określoną w umowie, a ceną rynkową z chwili wykonania umowy. W ten sposób w grze spekulacyjnej mogły wziąć osoby, które nie posiadały odpowiednich środków finansowych potrzebnych do zawarcia transakcji na rynku *spot,* np. do kupna akcji Kompanii Wschodnioindyjskiej. Zatem *windelhandel* zapewniał możliwość spekulacji szerokim masom ludzkim, choć pod znakiem zapytania pozostawała wypłacalność stron transakcji. Wskazana cecha instrumentów pochodnych w ekonomii nazywa się „lewarowaniem" (wykorzystaniem tzw. dźwigni finansowej) i także współcześnie jest uznawana za cechę derywatów wpływających na ich atrakcyjność[141].

W ten sposób, z uwagi na rodzaj zawieranych transakcji, okres „tulipomanii" można podzielić na trzy fazy. Początkowo tulipany były sprzedawane na rynku *spot,* wyłącznie latem, kiedy były odkopywane cebulki. Następnie, by zapewnić całoroczną możliwość handlu tulipanami, zawierano umowy terminowe zakładające dostawę cebulek latem. Wreszcie, w ostatniej fazie, na rynku popularne stały się umowy, w których strony nie zobowiązywały się do fizycznej dostawy tulipanów, a jedynie uregulowania różnicy między ceną wynikającą z

[136] Tamże.
[137] M. Jerzemowska, *Kilka słów…,* s. 12.
[138] J. Kuliszer, *Dzieje gospodarcze Europy Zachodniej. Tom II*, Warszawa 1926, s. 198.
[139] M. Jerzemowska, *Kilka słów…,* s. 12.
[140] E. Chancellor, *Historia…,* s. 33-34.
[141] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System…,* s. 755-756.

umowy, a ceną rynkową z chwili wykonania umowy (tzw. *windelhandel*). Należy jednak zauważyć, że takie umowy, jak wskazano powyżej, stosowane były już wcześniej na holenderskiej giełdzie papierów wartościowych. Nie były one zatem nowością, choć zyskały zastosowanie na nowym rynku.

W wyniku opisanej spekulacyjnej gry, cebulki tulipanów osiągnęły niebotyczne ceny. W 1636 za cenną cebulkę zaoferowano 12 akrów działek budowlanych[142], za trzy inne cebulki w Horn tego roku oddano cały dom, a za cebulkę średniej jakości oferowano nową karetę z końmi[143]. Cena tulipanów niektórych odmian wzrosła nawet o kilka tysięcy procent[144]. Z powodu gwałtownego wzrostu cen z rynku wycofali się bogaci kolekcjonerzy cebulek oraz wielcy kupcy. Natomiast chętnie handlowali biedniejsi mieszczanie i chłopi, którzy liczyli na spektakularny zarobek[145]. Spotykali się w karczmach, gdzie, za określoną opłatą, mogli swobodnie zawierać umowy[146]. Na przełomie 1636 i 1637 roku ceny tulipanów osiągnęły maksimum. Handlarzom coraz trudniej było znaleźć nabywców cebulek. Spadek popytu spowodował gwałtowną zniżkę cen[147]. Za dzień krachu uważa się 3 lutego 1637 roku, kiedy w Haarlemie – głównym ośrodku sprzedaży tulipanów, rozeszły się pogłoski, że nikt nie chce kupić już cebulek[148]. W taki sposób pękła pierwsza znana bańka spekulacyjna.

Gwałtowny krach na rynku tulipanów wywołał problemy z wykonaniem zawartych umów. Nabywcy tulipanów, którzy zawierali umowy z dostawcami, licząc na późniejszą odsprzedaż prawa do dostawy kwiatów, masowo nie dotrzymywali kontraktów i nie płacili umówionych cen[149]. Holenderskie władze i sądownictwo stanęło przed trudnym zadaniem uregulowania kwestii zawartych umów. Z jednej strony kwiaciarze domagali się wykonania umów i zapłaty ceny, z drugiej spełnienie świadczeń wynikających z zawartych kontraktów wywołałoby masowe bankructwa handlarzy-spekulantów. Holenderski Sąd Najwyższy uchylił się od rozstrzygnięcia wzmiankowanego problemu, uznając, że nie ma wyczerpujących informacji dotyczących tego procederu[150]. Rozwiązanie problemu zawartych kontraktów pozostawiono poszczególnym holenderskim miastom. W 1638 miasto Haarlem postanowiło,

[142] M. Jerzemowska, *Kilka słów…,* s. 14.
[143] S. Bratkowski, *Nieco inna…,* s. 135.
[144] K. Goral, *Szaleństwo czy racjonalność? Analiza wybranych krachów giełdowych w świetle teorii finansów behawioralnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", 2015, nr 75, s. 175.
[145] E. Chancellor, *Historia…*, 32.
[146] Tamże.
[147] M. Jerzemowska, *Kilka słów…,* s. 14-15.
[148] E. Chancellor, *Historia…*, s. 35.
[149] Tamże.
[150] N. Posthumus, *The Tulip Mania in Holland in the Years 1636 and 1637*, "Journal of Economic and Business History", 1929, nr 3, s. 445-446.

że nabywcy mogą zwolnić się ze zobowiązania przez zapłatę 3,5% umówionej ceny, zaś sprzedawcy w takiej sytuacji mogą pozostać właścicielami cebulek[151]. Doprowadzono zatem wówczas do zmiany kontraktów terminowych na umowy opcji. Niektóre pozostałe miasta holenderskie wprowadziły podobne regulacje[152]. Natomiast wszystkie kontrakty na tulipany, które nie przewidywały fizycznej dostawy cebulek, zostały anulowane[153].

Niepowodzenia na rynku tulipanów sprawiły, że w holenderskiej kulturze tulipan zaczął być symbolem *vanitas* – obok czaszki i klepsydry. Niderlandzcy malarze umieszczali na swoich dziełach tulipany jako uosobienie piękna, mamiącego nieświadomych[154]. Mimo tych przykrych doświadczeń, nie zrezygnowano jednak z zawierania transakcji terminowych, który były popularne przez cały XVII wiek na amsterdamskiej giełdzie. Dowodzi tego praca Josepha Penso de la Vegi zatytułowana *Confusion de Confusiones,* napisana w Amsterdamie w 1688 roku. Stanowi ona objaśnienie transakcji giełdowych i spekulacyjnej gry, jaka odbywa się na giełdzie[155]. De la Vega opisuje, że na amsterdamskiej giełdzie istnieją, obok zwykłych umów sprzedaży akcji, również kontrakty z odroczonym terminem ich wykonania[156]. Wskazuje, że w przypadku takich umów, dezorientację może wywołać proces ich wykonania. Jak tłumaczył autor, nie dochodzi bowiem ostatecznie ani do zapłaty ceny, ani wydania towaru, tylko brokerzy zwani *rescountres* dokonywali bilansu, w efekcie którego jedna ze stron była zobowiązana do uiszczenia jedynie różnicy w cenie[157]. Kupiec opisał również funkcjonowanie kontraktów opcyjnych, w dwóch wariantach, które współcześnie nazywa się opcjami *put* i *call*[158]. Zatem mimo negatywnych doświadczeń z okresu „tulipomanii" oraz formalnych zakazów korzystania z instrumentów pochodnych, wydawanych przez władze[159], w XVII-wiecznej Holandii kontrakty terminowe i opcje z nierzeczywistym wykonaniem były powszechnie stosowane w stosunkach handlowych.

Jak wynika z powyższej analizy, Niderlandy w XVI i XVII wieku stanowiły kolebkę współczesnych instrumentów pochodnych. Stały się centrum światowego handlu w chwili, gdy wskutek wielkich odkryć geograficznych zintensyfikowały się stosunki handlowe. Te zmiany gospodarcze spowodowały, że możliwe było wykształcenie się umów terminowych, w których

[151] Tamże, s. 447.
[152] M. Jerzemowska, *Kilka słów…,* s. 15.
[153] N. Posthumus, *The Tulip Mania*…, s. 448.
[154] E. Chancellor, *Historia…,* s. 37.
[155] Tamże, s. 24.
[156] J. de la Vega, *Confusion de Confusiones,* tłum. H. Kellenbenz, Boston 1957, s. 23-24.
[157] Tamże.
[158] Tamże. Co do pojęcia opcji *put* i *call* zob. rozdział II pkt 1.3.2.
[159] Przywołany zakaz został wydany w 1610 roku, a potem potwierdzony w latach: 1621, 1630 i 1636, zob. M. Jerzemowska, *Kilka słów…,* s. 10.

żadna ze stron nie oczekiwała na fizyczną dostawę towaru, a jedynie na uregulowanie różnicy między ceną z umowy, a ceną rynkową z chwili jej wykonania. Instrumentami bazowymi dla opisywanych derywatów były zarówno towary, np. cebulki tulipana, jak i papiery wartościowe – zwłaszcza akcje. Te finansowe innowacje w następnych latach rozpowszechnią się również w innych państwach, w szczególności w Anglii, która zastąpi Holandię w roli lidera światowego handlu.

4.2. Instrumenty pochodne w Anglii w XVII – XIX wieku

Pod koniec XVII wieku w Anglii doszło do „rewolucji finansowej", która zbiegła się w czasie z tzw. chwalebną rewolucją, kiedy to Wilhelm Orański, namiestnik Niderlandów, zasiadł na tronie angielskim[160]. Do Anglii przybyło wówczas wielu holenderskich kupców i rzemieślników, wraz z ich kapitałami oraz nowoczesnymi, jak na owe czasy, rozwiązaniami finansowymi[161]. W przeciągu kilku lat w Anglii wprowadzono liczne innowacje z zakresu finansów, takie jak: emisja długu państwowego (od 1693 roku), utworzenie Banku Anglii (1694 rok), czy uchwalenie ustawy o skryptach dłużnych, która umożliwiała zbywanie każdego długu. Owe zmiany nazwano „holenderskimi finansami"[162].

W ostatniej dekadzie XVII wieku w Anglii znacząco wzrosła także liczba działających spółek. Wcześniej, istniały trzy kompanie: Wschodnioindyjska, Królewska Afrykańska i Zatoki Hudsona, których akcje spoczywały w rękach wąskiego kręgu osób, a obrót nimi był utrudniony[163]. Momentem przełomowym dla rozwoju spółek była wyprawa kapitana marynarki Williama Phippsa w 1687 roku, który przywiózł do Anglii 32 tony srebra wyłowione z hiszpańskiego statku zatopionego u wybrzeży Hispanioli. Każdy ze wspólników Phippsa otrzymał dywidendę w wysokości 10 000%[164]. To wydarzenie stanowiło asumpt do powstawania tzw. spółek nurkowych, mających na celu znajdywanie zatopionych w morzach skarbów. Przywołane inicjatywy spotkały się z wielkim zainteresowaniem w społeczeństwie, co wywołało zarówno powstanie dużej liczby takich spółek, jak i znaczący wzrost cen akcji wspomnianych spółek oraz zaangażowanie w handel akcjami szerokich rzesz ludzi. Moda na „spółki nurkowe" szybko przeminęła, gdyż zorientowano się, że omawiane przedsięwzięcia nie

[160] E. Chancellor, *Historia…*, s. 52.
[161] S. Bratkowski, *Nieco inna…,* s. 153.
[162] E. Chancellor, *Historia…*, s. 52; C.F. Smith, *The Early History of the London Stock Exchange*, "The American Economic Review", 1929, vol. 19, no. 2, s. 207.
[163] E. Swan, *Building…*, s. 161.
[164] E. Chancellor, *Historia…*, s. 52.

są tak zyskowne, jak słynna wyprawa Phippsa. Jednak w miejsce tych spółek zaczęły powstawać inne spółki, często opierające się na patentach na wynalazki. W taki sposób powstała np. „Fabryka Urządzeń do Pompowania", która miała produkować urządzenia do gaszenia pożaru, czy też „Fabryka Urządzeń Nocnych" zajmująca się systemami antywłamaniowymi[165]. Choć były to bardzo ryzykowne przedsięwzięcia, znajdowali się zainteresowani nimi inwestorzy, którzy mogli swoje akcje następnie odsprzedawać. W ten sposób w Anglii tworzył się system obrotu akcjami spółek.

Należy odnotować także, że w omawianych latach w angielskim społeczeństwie wzrosła znacząco skłonność do hazardu. W 1694 roku zorganizowano pierwszą brytyjską loterię państwową. W zamian za los kosztujący 10 funtów, kupujący otrzymywał 1 funta rocznie przez 16 lat, jednak, jeśli wylosował los z nagrodą – mógł otrzymać nawet 1000 funtów. Szybko sprzedano sto tysięcy losów. W odpowiedzi na zainteresowanie loteriami, zaczęto organizować loterie prywatne, ogłaszane w prasie, a losy stały się środkiem płatniczym[166].

Popularne były również zakłady, których zawieranie rozpowszechniło się w Europie już w XV i XVI wieku. Nie miały one celu gospodarczego, były jednie grą o charakterze czysto spekulacyjnym, choć wywodziły się z umów ubezpieczenia[167]. W ten sposób zawierano zakłady na życie władców lub papieży albo zakładano się, czy w rodzinie urodzi się chłopiec czy dziewczyna[168]. Innym przykładami tego zjawiska mogą być umowy ubezpieczenia, zawierane w trakcie Wojny Siedmioletniej, których przedmiotem było zwycięstwo lub porażka w bitwach walczących ze sobą państw czy też zawierane w Anglii umowy ubezpieczenia na życie Napoleona przebywającego na wyspie Św. Heleny[169]. Przedstawiona ewolucja umów ubezpieczenia w kierunku zakładów została przerwana w XVIII-wiecznej Anglii przez wykształcenie się pojęcia interesu ubezpieczeniowego, które odtąd stało się nieodłącznym elementem umowy ubezpieczenia[170]. Zgodnie z przytoczonym pojęciem, umowa ubezpieczenia ma służyć ochronie ubezpieczonego przed negatywnymi, majątkowymi skutkami realizacji ryzyka ubezpieczeniowego[171]. Jako powody dla ukształtowania się przywołanej doktryny wskazywano pokusę celowego wyrządzenia szkody dla wyłudzenia odszkodowania, gdyż ubezpieczony, którego nie łączy żaden związek z ubezpieczanym dobrem, mógłby bez ponoszenia jakiejkolwiek szkody w swoim majątku zyskiwać roszczenie

[165] Tamże, s. 59-61.
[166] Tamże, s. 63.
[167] J. Łazowski, *Wstęp do nauki o ubezpieczeniach*, Sopot 1998, s. 31-32.
[168] Tamże.
[169] Sz. Byczko, *Prawo ubezpieczeń gospodarczych. Zarys wykładu,* Warszawa 2013, s. 27-28.
[170] Tenże, *Interes ubezpieczeniowy. Aspekty prawne*, Warszawa 2013, s. 20-25.
[171] Tenże, *Prawo…*, s. 27.

odszkodowawcze w stosunku do ubezpieczyciela. Ponadto argumentowano, że takie umowy stanowią zagrożenie dla moralności publicznej[172]. W ten sposób transakcje spekulacyjne oddzielono od umów ubezpieczenia, jednak sama potrzeba tej dyferencjacji wskazuje na dużą popularność hazardu w Anglii w omawianym okresie.

Opisane powyżej czynniki – napływ innowacyjnych rozwiązań finansowych z Niderlandów, znaczny wzrost liczby spółek i związany z tym handel akcjami oraz swoista moda na hazard – wpłynęły niewątpliwie na rozwój instrumentów pochodnych w Anglii na przełomie XVII i XVIII wieku. W tym okresie w Anglii powstał rynek derywatów. Dowodem tego jest wydawane dwa razy w tygodniu przez Johna Houghtona czasopismo handlowe *„A Collection for the Improvement of Husbandry and Trade",* w którym zamieszczał on wykazy cen giełdowych[173]. Co charakterystyczne, oprócz cen akcji różnych spółek, J. Houghton podawał także ceny kontraktów terminowych *futures* na akcje Kompanii Wschodnioindyjskiej oraz objaśniał strategie inwestycyjne z wykorzystaniem opcji[174]. Zatem na londyńskiej giełdzie pod koniec XVII wieku zawieranie umów, określanych współcześnie mianem instrumentów pochodnych, było zwyczajną praktyką.

Powyższe uwagi potwierdza także analiza ksiąg finansowych ówczesnego maklera giełdowego Charlesa Blunta. Z odnotowanych przez niego transakcji, ponad 1/3 stanowiły derywaty, z czego większość to opcje – zarówno typu *call,* jak i *put*[175]. Należy przy tym podkreślić, że opcje generalnie zawierane były na okres 3, 6 lub 12 miesięcy. W tym okresie instrumenty pochodne zaczęły więc podlegać standaryzacji, co z pewnością wpływało na większą płynność rynku[176].

Co więcej, w omawianym okresie zdawano sobie sprawę z tego, że instrumenty pochodne mogą być wykorzystywane w różnych celach. Opisywanych umów nie zawierano bowiem tylko dla prostej spekulacji, ale także traktowano jako element określonych strategii inwestycyjnych. Przykładowo, J. Houghton objaśniał, że opcja *put* na akcje może być wykorzystana jako zabezpieczenie przed spadkiem ceny tych akcji[177]. Takich transakcji dokonał sir Thomas Estcourt – klient Charlesa Blunta[178]. Był on właścicielem 500 akcji Królewskiej Kompanii Afrykańskiej. Z racji na niepewną sytuację polityczną, mogącą zagrozić

[172] Tenże, *Interes…,* s. 21-22.
[173] E. Chancellor, *Historia…*, s. 62.
[174] Tamże.
[175] A. Murphy, *Trading Options before Black-Scholes: A Study of the Market in Late Seventeenth-Century London*, "The Economic History Review", 2009, Vol. 62, No. S1, s. 10-11.
[176] Tamże.
[177] E. Chancellor, *Historia…*, s. 62.
[178] A. Murphy, *Trading…*, s. 15.

monopolowi kompanii, cena tych akcji mogła w przyszłości spaść. W celu zabezpieczenia się przed tą potencjalną stratą. T. Estcourt zawarł umowy opcji typu *put* – nabył prawo do sprzedaży akcji w określonym terminie w przyszłości po cenie z chwili zawarcia umowy opcji, w zamian za zapłatę tzw. premii opcyjnej[179]. W ten sposób, gdyby cena posiadanych przez niego akcji spadła, miał prawo sprzedać je po wcześniejszej, dogodnej cenie i uniknąłby straty. Jeśli zaś ceny akcji wzrosną, nie skorzysta wówczas ze swojego prawa do sprzedaży akcji i będzie mógł zachować swoje akcje, bądź sprzeda je po wyższej cenie na rynku *spot.* Powyższe uwagi dowodzą, że w XVII-wiecznej Anglii instrumenty pochodne wykorzystywano nie tylko do spekulacji, ale także w celach *hedingowych*, zatem do zabezpieczenia się przed wahaniem cen instrumentu bazowego.

Zaletą instrumentów pochodnych był także odformalizowany sposób zawarcia tych umów. Wystarczyło bowiem wypełnić wzór umowy na piśmie. Tymczasem dla nabycia akcji konieczne było zarejestrowanie umowy w księdze akcyjnej spółki, w obecności stron umowy i świadka[180]. Wzmiankowany brak kontroli nad zawieranymi transakcjami sprawiał jednak także, że derywaty mogły być wykorzystywane do popełniania oszustw finansowych. Przykładem może być proceder korumpowania parlamentarzystów przez Kompanię Wschodnioindyjską[181]. Kompania, wskutek nieopłacenia podatku od kapitału akcyjnego, utraciła przywilej na handel ze Wschodem. W celu utrzymania monopolu, Kompania przekupiła parlamentarzystów, między innymi darując im opcje uprawniające do nabycia akcji Kompanii po ustalonej cenie[182]. W ten sposób członkowie Parlamentu mieli interes w dbaniu o interesy Kompanii, gdyż wzrost cen akcji Kompanii powodował, iż mogli oni zarobić na wykonaniu umowy opcji.

Inną cechą charakterystyczną ówczesnych derywatów był fakt, że zawarcie tych umów nie wiązało się z ponoszeniem żadnych kosztów, bądź jedynie z niewielką opłatą. To sprawiało, że omawiane instrumenty były atrakcyjną alternatywą dla osób, które nie miały wystarczających środków na zakup samych akcji, a chciały włączyć się w spekulacyjną grę[183]. Z tej samej przyczyny jednak derywaty były krytykowane. Część osób uważało je bowiem za instrumenty, które wywoływały nędzę osób mniej znających realia rynku[184].

[179] Tamże.
[180] Tamże, s. 27.
[181] E. Chancellor, *Historia…*, s. 74.
[182] Tamże.
[183] A. Murphy, *Trading…*, s. 27.
[184] Tamże.

Powyższe obawy sprawiły, że za kryzys gospodarczy w końcu XVII wieku obwiniono spekulantów. W 1697 roku Parlament uchwalił ustawę mającą na celu „ograniczenie liczby i nieuczciwego postępowania agentów i maklerów[185]. Zgodnie z przywołanym aktem, umowy sprzedaży akcji o terminie wykonania dłuższym niż 3 dni były nieważne[186]. W konsekwencji, wykonanie umów stanowiących derywaty nie było chronione prawem. Należy jednak poczynić w tym miejscu jednak dwie uwagi. Po pierwsze, wzmiankowany akt dotyczył jedynie instrumentów pochodnych na akcje, natomiast pozostały ważne derywaty dotyczące towarów[187]. Po drugie zaś, przywołana próba ograniczenia handlu instrumentami pochodnymi nie była skuteczna. W praktyce bowiem nadal zawierano omawiane transakcje[188].

Istotnym wydarzeniem dla rozwoju instrumentów pochodnych była także „afera Kompanii Mórz Południowych", czyli tzw. „*South Sea Bubble*". Kompania Mórz Południowych została utworzona w 1711 roku i otrzymała monopol państwowy na handel z hiszpańskimi koloniami w Ameryce Południowej. W rzeczywistości jednak miała być wyłącznie podmiotem przejmującym brytyjski dług publiczny[189]. Należy bowiem zaznaczyć, że wskazana Kompania w działalności handlowej zawsze odnotowywała straty[190]. Kompania ustaliła z rządem brytyjskim, że dokona konwersji państwowych rent o wartości 31,5 mln funtów na akcje Kompanii. Każda akcja miała wartość nominalną 100 funtów. Oprócz tego, Kompania zobowiązywała się do zapłaty 7,5 mln funtów na rzecz rządu w zamian za otrzymany monopol. W celu zapewnienia większych zysków, władze Kompanii postanowiły stymulować wzrost cen akcji Kompanii, w ten sposób, by były one obejmowane przez posiadaczy państwowych rent po wyższej cenie, niż cena nominalna[191]. Pozornie taki zabieg był korzystny dla wszystkich podmiotów biorących udział w tej operacji: rząd zmniejszał zadłużenie, Kompania osiągała zysk, a wierzyciele otrzymywali wysoko wyceniane papiery wartościowe[192]. Kompania, w celu zachęcenia inwestorów, udzielała pożyczek na zakup swoich akcji oraz rozkładała płatności na raty, czym wzmacniała popyt na swoje akcje. Przy zakupie akcji nie trzeba było zatem dysponować gotówką pokrywającą pełną cenę akcji[193]. To spowodowało, że rozpoczęła się prawdziwa gorączka spekulacyjna. Akcje Kompanii kupowali przedstawiciele wszystkich klas

[185] E. Chancellor, *Historia…*, s. 78-79.
[186] E. Swan, *Building…*, s. 180-181.
[187] Tamże.
[188] E. Chancellor, *Historia…*, s. 78-79.
[189] K. Goral, *Szaleństwo…,* s. 176.
[190] E. Chancellor, *Historia…*, s. 90.
[191] Tamże, s. 93-94.
[192] K. Goral, *Szaleństwo…,* s. 177.
[193] Tamże.

społecznych, łącznie z królem Jerzym I[194]. Pod koniec 1720 roku cena akcji Kompanii osiągnęła poziom 1000 funtów[195]. Rząd nie podejmował środków zaradczych, gdyż politycy zostali przekupieni przez władze Kompanii. Otrzymali oni bowiem opcje na zakup akcji Kompanii, zależało więc im na zwyżce cen akcji, gdyż w ten sposób zwiększał się ich zysk ze zrealizowanej opcji[196]. Gwałtowny wzrost cen akcji był jednak wywołany sztucznie. Wyprawy handlowe podejmowane przez Kompanię nie przynosiły skutku, więc jej akcje nie przedstawiały większej fundamentalnej wartości[197]. W tej sytuacji bańka spekulacyjna musiała ulec pęknięciu, co nastąpiło pod koniec 1720 roku, gdy ceny akcji Kompanii Mórz Południowych spadły do wysokości 100 funtów[198]. Omawiane wydarzenie doprowadziło do niepokojów społecznych, a kraj stanął niemal w obliczu rewolucji[199]. Nie może więc dziwić, że Parlament niezwłocznie podjął prace nad aktami prawnymi, które miały doprowadzić do uzdrowienia sytuacji gospodarczej i społecznej[200].

Jedynym z takich aktów był ustawa Johna Barnarda, uchwalona w 1734 roku. Przewidywała ona, że kontrakty terminowe oraz umowy opcyjnie będą nieważne, a strona takiej umowy oraz pośrednik będą ukarani grzywną w wysokości 500 funtów[201]. Ponadto, maklerzy zostali zobowiązani do prowadzenia ksiąg, w których mieli rejestrować każdą dokonaną transakcję[202]. Wprowadzenie przywołanej regulacji uzasadniane było tym, że część winy za powstanie bańki spekulacyjnej związanej z akcjami Kompanii Mórz Południowych przypisano maklerom i dokonywanym przez nich transakcjom z wykorzystaniem instrumentów pochodnych[203]. Przywołany akt został jednak zignorowany przez uczestników rynku[204]. Przez następne lata podejmowane były inicjatywy legislacyjne w celu zakazania obchodzenia przytoczonej ustawy, jednak żadna z nich nie zakończyła się sukcesem[205].

Z drugiej jednak strony, ustawa z 1734 roku pozbawiała ochrony prawnej strony umowy będącej derywatem. Z tego powodu zdarzały się sytuacje, w których jedna ze stron takiej umowy, gdy cena instrumentu bazowego zmieniła się na jej niekorzyść, odmawiała jej

[194] E. Chancellor, *Historia…,* s. 111.
[195] K. Goral, *Szaleństwo…,* s. 178.
[196] E. Chancellor, *Historia…*, s. 96.
[197] K. Goral, *Szaleństwo…,* s. 177.
[198] Tamże, s. 178.
[199] E. Chancellor, *Historia…*, s. 89.
[200] Tamże, s. 123-124.
[201] E. Swan, *Building…*, s. 187-188.
[202] C.F. Smith, *The Early…,* s. 213.
[203] E. Swan, *Building…*, s. 183.
[204] A. Murphy, *Trading…*, s. 28., E. Swan, *Building…*, s. 189, L. Neal, *Efficient Markets in the Eighteenth Century? Stock Exchanges in Amsterdam and London*, "Business and Economic History", 1982, Vol. 11, s. 88.
[205] S.R. Cope, *The Stock Exchange Revisited: A New Look at the Market in Securities in London in the Eighteenth Century*, "Economica", 45/1978, s. 9-11.

wykonania, korzystając z faktu, że według prawa jest ona nieważna[206]. Taki stan istniał do 1860 roku, kiedy to ustawa Johna Barnarda została uchylona[207].

W związku z powyższym, mimo formalnego zakazu stosowania instrumentów finansowych, w XIX wieku pojawiły się spory sądowe powstałe na tle omawianego zagadnienia. W pierwszej kolejności sądy brytyjskie stanęły przed problemem uznania ważności umów tzw. krótkiej sprzedaży, tzn. umów, w których sprzedawca zobowiązuje się sprzedać rzecz, której aktualnie nie jest właścicielem. Przywołana kwestia stanowi podstawę konstruowania umów stanowiących instrumenty pochodne. Co zaskakujące, jeszcze w roku 1826 w sprawie *Bryan v. Lewis*, sąd uznał, że nie można dochodzić roszczeń z umowy sprzedaży, która ma być wykonana w przyszłości, jeśli sprzedawca w chwili zawarcia umowy: nie posiada rzeczy stanowiącej przedmiot sprzedaży, ani nie zawarł wcześniej umowy kupna takiej rzeczy, ani nie istnieje „rozsądne oczekiwanie", że taką rzecz uzyska. Taki bowiem rodzaj umowy należy uznać za zakład[208]. W następnych latach w orzecznictwie angielskim stopniowo łagodzono zarysowane wyżej stanowisko. W roku 1836 w sprawie Wells v. Porter, powód domagał się wykonania umowy, jaka łączyła go z pozwanym. Strony umówiły się, że powód dostarczy w przyszłości określoną liczbę zagranicznych obligacji rządowych. Pozwany jednak odmówił zapłaty, zaś w procesie argumentował, że zawarta umowa jest nieważna, bowiem narusza ustawę z 1734 roku[209]. Sąd uwzględnił powództwo. Po pierwsze wskazał, że opisana wyżej umowa nie naruszała ustawy Johna Barnarda, gdyż dotyczy ona wyłącznie krajowych papierów wartościowych[210]. Nadto uznał, że w niniejszej sprawie istniało „rozsądne oczekiwanie", że sprzedawca nabędzie w celu odsprzedaży rzecz stanowiącą przedmiot umowy[211]. Ostatecznie, w roku 1839 w sprawie *Hibblewhite v. M'Morine* odstąpiono wprost od stanowiska wyrażonego w sprawie *Bryan v. Lewis*[212]. Sąd stwierdził bowiem, że umowy tzw. krótkiej sprzedaży są ważne, niezależnie od tego, czy sprzedawca jest właścicielem rzeczy w chwili ich zawarcia, jeśli tylko może w oznaczonym czasie wykonać tę umowę[213]. W ten sposób ostatecznie przesądzono o dopuszczalności zawierania tych umów. Należy jednak zwrócić uwagę, że ten rodzaj kontraktów nie był niczym nowym w Europie. Jak wskazano

[206] Tamże, s. 13.
[207] C.F. Smith, *The Early…,* s. 213.
[208] E. Swan, *Building…*, s. 207-208.
[209] S. Kunhibava, B. Shanmugam, *Sharī'ah and Conventional Law Objections to Derivatives: A Comparison, "*Arab Law Quarterly", 2010, Vol. 24, No. 4, s. 348.
[210] E. Swan, *Building…*, s. 198.
[211] S. Kunhibava, B. Shanmugam, *Sharī'ah…*, s. 348.
[212] E. Swan, *Building…*, s. 210-211.
[213] S. Kunhibava, B. Shanmugam, *Sharī'ah…,* s. 349-350.

powyżej, omawiane umowy były dopuszczalne już w prawie rzymskim.[214]. Prawo angielskie było zatem w tym względzie przez lata nad wyraz konserwatywne.

Dopuszczenie przez angielskie sądy w XIX wieku zawierania umów sprzedaży aktywów, których sprzedawca nie posiadał w chwili zawarcia umowy, przesądziło o tym, że umowy będące instrumentami pochodnymi na towary lub zagraniczne papiery wartościowe (bo one nie podlegały zakazowi z ustawy Johna Barnarda) mogły być zawierane i były chronione przez prawo. Nie były to jednak w pełni ukształtowane derywaty – konieczne było bowiem fizyczne wykonanie umów. Współczesne instrumenty pochodne zaś co do zasady przewidują jedynie rozliczenie pieniężne różnicy między ceną instrumentu bazowego z dnia zawarcia umowy, a z dnia jej wykonania. Choć ten typ umów, jak wskazano powyżej, powszechnie znany był od XVII, a nawet XVI wieku, stanowisko angielskiej judykatury było wobec nich ambiwalentne. W 1828 roku w sprawie *Greenland v. Dyer*, sąd stwierdził, że taka umowa jest nieważna[215]. Natomiast w roku 1837, w sprawie Morgan v. Ferber, sąd uznał, że omawiana umowa stanowi rodzaj zakładu, jednak zakłady są na gruncie *common law* dopuszczalne[216]. Taka liberalne podejście nie trwało jednak długo. W 1845 roku uchwalono ustawę, zwaną „*Gaming Act*", zgodnie z którą umowy, stanowiące grę lub zakład były nieważne, a strony takich umów nie mogły dochodzić ich wykonania przed sądem[217]. Przywołany akt został poddany interpretacji przez sąd w sprawie *Grizewood v. Blane* w roku 1851. Wyrok zapadł na tle następującego stanu faktycznego: powód z pozwanym zawarli umowę terminową na dostawę akcji określonej spółki kolejowej w oznaczonym dniu w przyszłości. Ustalili również, że wykonanie umowy nastąpi nie poprzez faktyczne przeniesienie akcji, lecz wyłącznie przez wypłatę różnicy w cenie[218]. Sąd uznał, że taka transakcja stanowiła zakład w rozumieniu ustawy z 1845 roku, w związku z czym powód nie mógł dochodzić skutecznie roszczeń wynikających z umowy przed sądem[219]. Ponadto, sąd wskazał ogólnie, że jeśli żadna ze stron w chwili zawarcia kontraktu nie ma zamiaru faktycznego nabycia przedmiotu umowy, wówczas należy uznać to za zakład, który nie podlega ochronie prawnej (tzw. *intent test*)[220]. To stanowisko zostało potwierdzone w późniejszym orzecznictwie[221], które jednak niuansowało omawiany problem. Uznano bowiem, iż omawiane kontrakty nie są nielegalne, a jedynie

[214] Zob. rozdział I pkt 2.3.
[215] E. Swan, *Building…*, s. 206-207.
[216] Tamże, s. 207.
[217] N. Fagan, *Enforcement of gaming debts in Great Britain*, "NYLS Journal of International and Comparative Law", 1986, Vol. 8, No. 1, s. 8.
[218] E. Swan, *Building…*, s. 212.
[219] Tamże, s. 212-213.
[220] S. Kunhibava, B. Shanmugam, *Sharī'ah…*, s. 352.
[221] Tamże.

niezaskarżalne[222]. W związku z powyższym, nie można było skutecznie wytoczyć powództwa o wykonanie omawianej umowy, jednak sądy dopuszczały możliwość dochodzenia roszczeń przez pośredników przeciwko swoim klientom, którzy zlecali im dokonanie wskazanych transakcji[223]. Przywołane stanowisko łagodziło podejście zaprezentowane w sprawie *Grizewood v. Blane.* Niezależnie od przytoczonych linii orzeczniczych, omawiane umowy pozostały zwyczajną praktyką w brytyjskim handlu. Przez kolejne lata w Wielkiej Brytanii nie wprowadzono żadnych zmian ustawowych dotyczących omawianej materii, zaś rząd brytyjski tolerował powszechne stosowanie na giełdach kontraktów różniczkowych, pozostawiając tę kwestię samoregulacji[224].

Należy zatem uznać, że na przełomie XVII i XVIII wieku w Anglii wykształciła się praktyka zawierania umów stanowiących instrumenty pochodne. Były to zarówno kontrakty terminowe, jak i opcje. Przywołane powyżej dane wskazują, że w XVIII-wiecznej Anglii derywaty były wykorzystywane w różnych celach. Nie stanowiły one jedynie narzędzia prostej spekulacji, ale były także wykorzystywane do celów *hedgingowych*. Wraz ze wzrostem popularności instrumentów pochodnych pojawiały się opracowania mające na celu skonstruowanie strategii inwestycyjnych wykorzystujących derywaty. Z drugiej strony, z uwagi na małą stabilność ówczesnego rynku papierów wartościowych, w omawianym okresie co pewien czas wybuchały skandale związane z bańkami spekulacyjnymi. Za jedną z przyczyn ich powstawania uznawano stosowanie derywatów. W związku z tym, wydawano ustawy, które zakazywały dokonywania takich transakcji. Nie powstrzymało to jednak inwestorów od stosowania omawianych instrumentów. Wyraźnie zatem można dostrzec, że istniał konflikt między interesami kupców handlujących na giełdzie, a polityką państwa, które starało się przeciwdziałać oszustwom na rynku kapitałowym.

Z problemem stosowania instrumentów pochodnych zmierzyć się musiały nie tylko władze państwowe, lecz także sądy. Zawieranie umów stanowiących derywaty prowadziło nieuchronnie do pojawienia się sporów sądowych dotyczących ich wykonania. Judykatura angielska zajmowała dość konserwatywne stanowisko wobec omawianych kontraktów. Początkowo problemem orzeczniczym była kwestia tzw. krótkiej sprzedaży, czyli umowy sprzedaży dotyczącej towaru, którego sprzedawca w chwili zawarcia umowy nie był właścicielem. Dopiero w 1839 roku przesądzono ostatecznie o ich dopuszczalności. Należy

[222] M. Golecki, *Three Models of Derivatives' Regulation. Some Thoughts on the Entanglement between Economic Theory and the Evolution of Law*, "Archiwum Filozofii Prawa i Filozofii Społecznej", 2012, nr 1, s. 13.
[223] T. Taylor, *Trading in Commodity Futures. A New Standard of Legality?,* "The Yale Law Journal", 1933, vol. 43, no. 1, s. 71-72.
[224] E. Swan, *Building…*, s. 213, 223.

przy tym zauważyć, że w Europie kontynentalnej takie umowy nie były niczym nadzwyczajnym, jako że, jak wskazano powyżej, zawieranie podobnych umów było akceptowane już w prawie rzymskim. Następnie przed orzecznictwem stanął kolejny ważny problem – czy można uznać za ważne kontrakty, które nie przewidywały dostawy fizycznej towaru, a jedynie pieniężne rozliczenie między stronami. Chodziło więc o derywaty w takim kształcie, w jakim współcześnie najczęściej występują na rynku. Angielskie sądy uznały ostatecznie, że stanowią one zakłady, które co do zasady są dopuszczalne w świetle *common law*. Jednak po uchwaleniu ustawy z 1845 (*Gaming Act*) w judykaturze wyrażono stanowisko, że omawiane kontrakty, mimo iż są ważne, nie mogą być podstawą do wniesienia skargi do sądu. Ostatecznie, w Wielkiej Brytanii od połowy XIX wieku przez następne lata analizowane umowy były powszechnie zawierane, przy milczącej akceptacji brytyjskiego rządu, mimo odmawiania przez sądy udzielenia ochrony stronom takich kontraktów.

4.3. Instrumenty pochodne w USA w XIX wieku

W XIX wieku na międzynarodowej scenie gospodarczej pojawił się nowy aktor – Stany Zjednoczone. Na przestrzeni tego stulecia w USA doszło do efektownego wzrostu gospodarczego, który był spowodowany, między innymi, istnieniem wielkich powierzchni ziemskich do zagospodarowania, bogactwem złóż naturalnych oraz szybkim postępem technologicznym[225]. Wraz ze znaczącym wzrostem produkcji, zarówno produktów rolnych, jak i surowców naturalnych, w USA powstały liczne giełdy towarowe[226]. Co ważniejsze, w omawianym stuleciu w USA niektóre z giełd wyspecjalizowały się w handlu terminowym. Doszło więc do powstania giełd, na których zawierano przede wszystkim transakcje będące instrumentami pochodnymi[227]. Najważniejszą z nich była założona w 1848 roku *Chicago Board of Trade* (*CBOT*). Przywołana giełda miała zapobiec problemom, jakie powstały na rynku zbożowym. Sprzedawcy zboża, dzięki zawieranym kontraktom terminowym, mogli zapewnić sobie zbyt kukurydzy dostarczanej po zimie nabywcom oraz eliminowali ryzyko cenowe[228]. Do popularyzacji transakcji terminowych przyczyniła się także wojna secesyjna. Na giełdzie w Chicago zawierane były bowiem kontrakty na dostawę mięsa z terminem w

[225] R. Cameron, L. Neal, *Historia…,* s. 238-239.
[226] E. Swan, *Building…*, s. 234.
[227] M. Drewiński, *Giełdy towarowe*, Warszawa 1997, s. 21-24.
[228] D. Bliźniak, L. Gontarski, *Giełda towarowa*, Warszawa 1998, s. 11-12.

przyszłości dla armii Północy[229]. Co więcej, na popularność handlu terminowego wypłynęła standaryzacja. W 1865 roku chicagowska giełda wprowadziła standaryzację kontraktów terminowych co do jakoś towaru, jego ilości, czasu i miejsca dostawy[230]. Wprowadzono także system wpłaty wadiów, w celu zmniejszenia ryzyka niewykonania zawartej umowy[231]. Niewątpliwie zatem powstanie *Chicago Board of Trade* stanowiło istotny punkt w rozwoju instrumentów pochodnych. Zawieranie umów, stanowiących instrumenty pochodne, zostało na giełdzie chicagowskiej znacząco usprawnione. W literaturze wskazuje się, że standaryzacja kontraktów terminowych wprowadzona na giełdzie w Chicago pozwoliła na wykształcenie się podstawowego rodzaju kontraktu terminowego, zwanego *futures*[232]. Wzorce wypracowane na giełdzie w Chicago zostały wprowadzone na innych giełdach, na których dochodziło do handlu terminowego[233]. Należy zatem wskazać, że w USA w XIX wieku stworzony został system handlu terminowego, którego założenia są aktualne do dnia dzisiejszego.

Opisany wyżej rozwój rynku towarowych instrumentów pochodnych w USA nakazuje rozważenie kwestii podejścia amerykańskiego prawodawcy i judykatury do kwestii derywatów. W pierwszej kolejności należy omówić możliwość dokonania tzw. krótkiej sprzedaży, a więc umowy sprzedaży, w której sprzedawca w chwili jej zawarcia nie jest właścicielem przedmiotu umowy. Jak wskazano powyżej, dopuszczalność takich umów przewidywało już prawo rzymskie[234]. Jednak ustawodawstwo stanowe początkowo było nieprzychylne zawieraniu takich kontraktów. Przykładowo można wskazać, że w 1812 roku w stanie Nowy York zakazano „krótkiej sprzedaży" papierów wartościowych, a zawarte umowy uznano za nieważne[235]. Z kolei w Pensylwanii za dokonanie takich transakcji groziła nawet kara grzywny[236]. Z biegiem lat zaczęto jednak dopuszczać możliwość zawarcia umów „krótkiej sprzedaży", uchylając wzmiankowane, restrykcyjne przepisy[237].

Najistotniejszą kwestią prawną dotyczącą derywatów była jednak możliwość zawierania umów terminowych, które wykonywane są wyłącznie przez rozliczenie pieniężne, a nie przez fizyczną dostawę. Jak już wcześniej wielokrotnie wskazano, to właśnie głównie ten rodzaj umów zawierany jest współcześnie na rynku instrumentów pochodnych. Początkowo

[229] M. Drewiński, *Giełdy…*, s. 23.
[230] D. Bliźniak, L. Gontarski, *Giełda…*, s. 12.
[231] Tamże, s. 12-13.
[232] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 92.
[233] D. Bliźniak, L. Gontarski, *Giełda…*, s. 13.
[234] Zob. rozdział I pkt 2.3.
[235] E. Swan, *Building…,* s. 214-215.
[236] Tamże, s. 216.
[237] Np. w stanie Nowy York zakaz „krótkiej sprzedaży' zniesiono w 1858 roku, zob. E. Swan, *Building…*, s. 214-218.

orzecznictwo amerykańskie – podobnie jak angielskie – nie było przychylne zawieraniu takich kontraktów[238]. Sądy stanowe nie dopuszczały możliwości dochodzenia roszczeń z omawianych umów. Przykładowo można wskazać, że były oceniane one jako źródło wielkiej szkody dla moralności[239], czy też jako sprzeczne z porządkiem publicznym i nieważne, a nawet zasługujące na najsurowsze potępienie[240].

Wskazaną linię orzeczniczą potwierdził amerykański Sąd Najwyższy w sprawie *Irwin v. Willar*[241]. W przywołanej sprawie, strony sporu zawarły kontrakt terminowy na dostawę pszenicy na giełdzie towarowej w Baltimore (*Corn and Flour Exchange at Baltimore*)[242]. Powód dochodził zapłaty różnicy między ceną zawarcia kontraktu, a ceną w chwili jego wykonania. Z kolei pozwany bronił się, między innymi, wskazując, że zawarta umowa była zakładem. Sąd Najwyższy zwrócił uwagę, że zawieranie umów terminowych, w których nie dochodzi do dostawy fizycznej, a wyłącznie rozliczenia pieniężnego, stanowi zwyczajową praktykę na giełdzie. Niezależnie jednak od powyższego, Sąd Najwyższy uznał, że zawarta umowa była nieważna[243]. Uzasadniając rozstrzygnięcie wskazał, że ogólnie przyjęte jest, że umowa sprzedaży towarów z odroczonym terminem wykonania jest ważna, niezależnie od tego, czy sprzedawca jest właścicielem rzeczy będącej przedmiotem umowy oraz czy ma możliwość nabycia tego towaru inną drogą, niż na rynku[244]. Potwierdził tym samym możliwość zawierania umów tzw. krótkiej sprzedaży i związaną z tym praktykę zawierania kontraktów terminowych także dla celów spekulacyjnych. Sąd Najwyższy stwierdził jednak, że jeśli strony takiej transakcji nie przewidują fizycznego jej wykonania, a jedynie rozliczenie różnicy między ceną towaru z chwili zawarcia umowy, a ceną z chwili jej wykonania, wówczas taka umowa stanowi zakład i jest nieważna[245]. Sąd zastosował zatem rozumowanie znane z brytyjskiej sprawy *Grizewood v. Blane* („*intent test*")[246]. Jak wskazano jednak w przywołanym wyroku, o ile w Wielkiej Brytanii takie umowy pozostawały ważne, a jedynie ich strony nie mogły dochodzić swoich praw przed sądem, o tyle w USA omawiane kontrakty uznano wprost za

[238] M. Golecki, *Three Models…,* s. 8-9.
[239] Wyrok sądu federalnego dla stanu Alabama z 1896r. w sprawie *State v. Stripling*, zob. L. Neal, *Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, "Duke Law Journal", 1999, Vol. 48, No. 4, s. 714.
[240] Wyrok sądu federalnego dla stanu Maine z 1876r. w sprawie *Rumsay v. Berry*, zob. L. Neal, *Why the Law…,* s. 714.
[241] M. Golecki, *Three Models…,* s. 9.
[242] S. Kunhibava, B. Shanmugam, *Sharī'ah…*, s. 353-354.
[243] Tamże.
[244] L. Stout, Risk, *Speculation, and OTC Derivatives: An Inaugural Essay for Convivium*, "Accounting, Economics, and Law. A Convivium", 2011, vol. 1, issue 1, s. 3-4.
[245] Tamże.
[246] S. Kunhibava, B. Shanmugam, *Sharī'ah*…, s. 353-354.

nielegalne[247]. Inną różnicą między przytoczonymi wyrokami był fakt, że w Wielkiej Brytanii uznano zakłady za zgodne z *common law*, a nie dopuszczano wnoszenia skargi do sądu na ich podstawie w oparciu o ustawę z 1845 roku. Tymczasem w USA takie umowy uznano za nielegalne nie na podstawie prawa stanowionego, lecz *common law*[248]. Podejście zaprezentowane przez Sąd Najwyższy zostało następnie powielone w regulacjach stanowych. Niemal wszystkie stany bowiem, pod koniec XIX wieku, wprowadziły przepisy, zgodnie z którymi umowy terminowe, które nie przewidywały fizycznego wykonania, były uznane za nieważne[249] . Wskazane zabiegi nie sprawiły jednak, że instrumenty pochodne straciły na popularności. Opisywane umowy dalej były zawierane na amerykańskich giełdach, natomiast strony tych kontraktów nie miały zapewnionej ochrony ze strony sądów, a jedynie mogły polegać na regulacjach wprowadzanych przez same giełdy[250].

Stanowisko amerykańskich sądów i legislatur stanowych zasadzało na założeniu, że zawieranie omawianych umów stanowi rodzaj hazardu, a nie formę działalności handlowej[251]. Nadto, argumentowano, że analizowane kontrakty są wątpliwe etycznie, a także mogą wywoływać negatywne konsekwencje ekonomiczne. Wśród nich wymieniano zaś negatywny wpływ derywatów na rynek, bezproduktywność spekulacji oraz potencjalne bankructwa osób, których skusi możliwość uzyskania łatwego zysku[252].

Wskazane obawy były wyrażane często przez rolników, którzy oskarżali spekulantów grających na zniżkę (tzw. niedźwiedzi) o celowe obniżanie cen płodów rolnych[253]. Nieufność wobec obrotu derywatami była spowodowana również stosowaniem przez niektórych giełdowych graczy manipulacji cenowych, nazwanych „corner". Przywołany zabieg polega na zawieraniu przez kupca dużej ilości kontraktów terminowych na dostawę określonego towaru w przyszłości. W takiej sytuacji kupcowi zależy na wzroście ceny, gdyż wówczas będzie mógł zanotować zysk. W tym celu, kupiec dokonywał jednocześnie fizycznego zakupu wielkich ilości towaru, który był przedmiotem kontraktu terminowego, a następnie odmawiał odsprzedaży[254]. W ten sposób rosły ceny towaru będącego instrumentem bazowym, a w konsekwencji wzrastał zysk z zawartych umów terminowych. Jak wskazano w literaturze, w

[247] M. Golecki, *Three Models…,* s. 13.
[248] E. Swan, *Building…*, s. 219-220.
[249] S. Kunhibava, B. Shanmugam, *Sharī'ah*…, s. 355-356.
[250] E. Swan, *Building…*, s. 238.
[251] L. Neal, *Why the Law…,* s. 715-718.
[252] Tamże.
[253] E. Swan, *Building…*, s. 237.
[254] D. Cooper, R. Donaldson, *A Strategic Analysis of Corners and Squeezes*, "The Journal of Financial and Quantitative Analysis", 1998, Vol. 33, No. 1, s. 117-118.

1874 roku na giełdzie towarowej w Chicago taka manipulacja cenowa miała miejsce prawie w każdym miesiącu[255].

Pomimo krytyki, handel instrumentami pochodnymi na giełdach amerykańskich dalej się rozwijał. W orzecznictwie zaś wypracowano pewne wyjątki od zasady wyrażonej w orzeczeniu w sprawie *Irwin v. Willar*, zgodnie z którą umowy terminowe, których wykonanie miało nie odbywać się w drodze fizycznej dostawy, a wyłącznie przez pieniężne rozliczenie, były nieważne. W pierwszej kolejności należy wskazać, że w niektórych orzeczeniach zwracano uwagę na fakt, że zawarcie umowy stanowiącej instrument pochodny może odbywać się nie w celu spekulacyjnym, lecz *hedgingowym*[256]. To oznacza, że strona takiej transakcji zabezpiecza się przed niekorzystnym dla siebie wahaniem cen. Przykładowo, rolnik mógł zawrzeć kontrakt terminowy, by zabezpieczyć się przed spadkiem cen zboża. W takich przypadkach sądy uznawały, że dopuszczalne jest dochodzenie roszczeń z omawianych umów, gdyż nie stanowią one zakładów, tylko kontrakty indemnifikacyjne[257]. Stosowano zatem podobne rozumowanie, które powszechnie wykorzystuje się w doktrynie ubezpieczeniowej[258]. Jak już wcześniej bowiem wskazano, umowę ubezpieczenia odróżniano od zakładu przy pomocy pojęcia interesu ubezpieczeniowego[259]. Ubezpieczający zawierając umowę ubezpieczenia musi zabezpieczać się przed niekorzystnymi dla siebie majątkowymi skutkami realizacji ryzyka ubezpieczeniowego. W przeciwnym razie, zawarta umowa miałaby charakter zakładu[260]. Amerykańskie sądy, dla oceny, czy celem zawarcia umowy terminowej był *hedging*, zwracały uwagę miedzy innymi na zawód wykonywany przez strony kontraktu. Jeśli przykładowo stroną kontraktu terminowego, którego instrumentem bazowym była pszenica, był sprzedawca zboża, wówczas należało przypuszczać, że miał on interes ekonomiczny w zabezpieczeniu się przed spadkiem cen zboża, zatem mógł zawrzeć stosowny kontrakt terminowy[261].

Drugi z wyjątków dotyczył zawarcia umów stanowiących derywaty na giełdzie. Na początku XX wieku orzecznictwo amerykańskie dopuściło bowiem możliwość zawierania umów terminowych z wyłącznie pieniężnym rozliczeniem różnic w cenie, jeśli były one zawierane na giełdzie[262]. Przywołany wyjątek znacznie rozszerzył możliwość zawierania

[255] E. Swan, *Building…*, s. 237.
[256] L. Stout, *Why the Law…,* s. 718-719.
[257] Tamże.
[258] Tenże, *Risk…*, s. 4.
[259] Zob. rozdział I pkt 4.2.
[260] Sz. Byczko, *Prawo…*, s. 27.
[261] E. Patterson, *Hedging and Wagering on Produce Exchanges*, "The Yale Law Journal", 1931, Vol. 40, No. 6, s. 873-874.
[262] L. Stout, *Why the Law…,* s. 719.

ważnych umów będących instrumentami pochodnymi. Przytoczone stanowisko zostało wyrażone w 1904 roku przez Sąd Najwyższy w sprawie *Board of Trade of the City of Chicago v. Christie Grain and Stock Company*. Podłożem sporu były konflikt interesów, jaki istniał między giełdami, a instytucjami zwanymi *bucket shop*. Były to miejsca, w których odbywał się handel instrumentami pochodnymi w mniej sformalizowany sposób niż na giełdzie i bez pośrednictwa maklerów[263]. W konsekwencji, koszty zawierania transakcji przy pomocy wskazanych instytucji były niższe niż na giełdzie[264]. W przywołanej sprawie giełda w Chicago pozwała *bucket shop* w celu zabronienia mu korzystania z publikowanych przez siebie notowań[265]. Pozwany bronił się zaś, że na giełdzie zawierane są transakcje będące zakładami i stąd giełdowe kwotowania nie mogą być objęte ochroną prawną[266]. Sąd Najwyższy nie uwzględnił stanowiska pozwanego, maksymalnie rozszerzając wcześniejsze precedensy[267]. W wyroku wskazano bowiem, że omawiane umowy zawierane na giełdzie mogą służyć poważnym celom gospodarczym, np. *hedgingowi*[268]. Nadto, Sąd Najwyższy zauważył, że chociaż takie transakcje mogą niektórych doprowadzić do ruiny finansowej, to zakazywanie ich zawierania byłoby szkodliwe[269]. Sąd oparł swoje rozstrzygnięcie na fakcie, iż na giełdzie transakcje różniczkowe były wykonywane poprzez zawarcie umowy przeciwstawnej do wcześniejszej, w wyniku czego dochodziło do kompensacji (tzw. *offset*)[270]. Taki sposób wykonania kontraktu, w ocenie Sądu Najwyższego, był odmienny od zwykłej wypłaty w pieniądzu różnicy między ceną z chwili zawarcia kontraktu i ceną z chwili jego wykonania, choć w punktu widzenia ekonomicznego efekt był identyczny. W konsekwencji, Sąd doszedł do przekonania, że *offset* może stanowić wykonanie umowy na równi z dostawą fizyczną[271]. Opisana wykładnia doprowadziła *de facto* do objęcia ochroną sądową wszystkich umów stanowiących instrumenty pochodne, niezależnie od tego, czy ich wykonanie odbywało się przez dostawę fizyczną, czy też pieniężne rozliczenie, o ile tylko były one zawarte na giełdzie[272].

Jak powyżej wskazano, w USA w XIX wieku korzystanie z instrumentów pochodnych było popularne. Omawiane umowy zawierano najczęściej na giełdach towarowych.

[263] M. Golecki, *Three Models…,* s. 9.
[264] Tamże.
[265] S. Kunhibava, B. Shanmugam, *Sharī'ah…,* s. 356.
[266] Tamże.
[267] M. Golecki, *Three Models…,* s. 10.
[268] E. Patterson, *Hedging…*, s. 867-868.
[269] M. Golecki, *Three Models…,* s. 10.
[270] L. Stout, *Why the Law…,* s. 719-720.
[271] Tamże.
[272] E. Swan, *Building…*, s. 249.

Prawodawstwo i judykatura, podobnie jak w Wielkiej Brytanii, stopniowo potwierdzały dopuszczalność zawierania omawianych kontraktów. Początkowo, nie uznawano za ważne umów tzw. krótkiej sprzedaży. Następnie dopuszczono możliwość ich zawierania, jednak tylko takich, które zakładały fizyczną dostawę instrumentu bazowego. Kontrakty dyferencyjne zaś, których wykonanie miało postać jedynie rozliczenia pieniężnego różnicy między ceną określoną w umowie, a ceną z dnia wykonania, były uznawane za nieważne aż do końca XIX wieku. Amerykańska judykatura stosowała w tym względzie podobne kryteria, co orzecznictwo brytyjskie, a mianowicie tzw. *intent test*. Różnica między podejściem amerykańskim a brytyjskim zasadzała się na fakcie, że według sądów USA omawiane umowy były nielegalne na mocy *common law,* podczas gdy w Anglii uznano, że takie kontrakty są dopuszczalne na gruncie *common law*, jednak z uwagi na prawo stanowione nie można skutecznie wnieść skargi do sądu o wykonanie umowy. Mimo tego restrykcyjnego podejścia, na giełdach amerykańskich zawierano umowy, które wykonywane były wyłącznie przez pieniężne rozliczenie. Wskazana praktyka zaś została uznana za wiążącą prawnie przez orzecznictwo dopiero na przełomie XIX i XX wieku, kiedy uznano te umowy za ważne, o ile były zawierane na giełdach lub służyły *hedgingowi.*

4.4. Instrumenty pochodne na giełdach Europy kontynentalnej w XIX wieku

Zawieranie umów stanowiących instrumenty pochodne było praktyką popularną nie tylko w krajach anglosaskich. Nie ulega wątpliwości, że także w Europie kontynentalnej prowadzony był handel terminowy. Obrót derywatami miał miejsce przede wszystkim na giełdach, podobnie jak w państwach systemu *common law.* W pierwszej połowie XIX wieku na giełdzie paryskiej powszechnie zawierane były umowy stanowiące instrumenty pochodne. Szczegółowy opis zawieranych wówczas transakcji przedstawia ówczesny polski ekonomista Antoni Barciński w dziele „O giełdzie paryzkiej". Autor wskazuje, że na giełdzie w Paryżu dokonywano transakcji dwóch rodzajów: targu pełnego oraz targu zobowiązującego[273]. Pierwsza z wymienionych kategorii obejmowała zwykłe nabywanie i zbywanie aktywów giełdowych. Współcześnie określone byłoby to terminem transakcji na rynku *spot.* Natomiast drugi rodzaj transakcji dotyczył handlu terminowego, czyli obrotu derywatami. Targ zobowiązujący dzielił się zaś na

[273] A. Barciński, *O giełdzie paryzkiej. Z wyszczególnieniem i opisem wszystkich spekulacyi na papiery długów publicznych*, Warszawa 1832, s. 17.

targ zobowiązujący zwyczajny (dzisiejsze kontrakty terminowe) oraz targ zobowiązujący zadatkowy (dzisiejsze opcje)[274]. Z kolei inny polski ekonomista tej epoki, Florian Zubelowicz, relacjonował, że w Paryżu transakcje terminowe są dokonywane bardzo chętnie, a miesięczne obroty z tego tytułu opiewają na wielkie kwoty[275]. Autor dodawał, że zaletami „targu zobowiązującego" jest możliwość spekulacji na zniżce cen instrumentu bazowego, ponieważ w przypadku targu pełnego konieczne jest wcześniejsze posiadanie instrumentu bazowego, by móc go następnie zbyć. Nadto, jak tłumaczył A. Barciński, handel terminowy wymaga od kupca jedynie odpowiedniego zabezpieczenia wykonania umowy, a nie dysponowania całością kwoty stanowiącej wartość transakcji w chwili jej dokonania[276], co współcześnie określone byłoby mianem zastosowania dźwigni finansowej. Przywołany opis pozwala stwierdzić, że w pierwszej połowie XIX wieku w Paryżu handel terminowy był popularny. Zdawano sobie sprawę z jego korzyści gospodarczych, a także znano techniki inwestycyjne, pozwalające na osiąganie zysków. Trzeba przy tym wskazać, że zawierane na giełdzie paryskiej umowy terminowe nie przewidywały dostawy fizycznej instrumentu bazowego, tylko rozliczenie pieniężne. Jak wskazał A. Barciński, „interesem jest spekulantów, a pośrednio i ajentów, aby się jak najmniej papierów kredytowych na targ wcisnęło, tam najdogodniejszą i najkorzystniejszą jest rzeczą dla jednych i drugich przeprowadzić spekulacye od początku aż do końca samym tylko ołówkiem w notatkach ajentów, tam głównym i jedynym celem likwidacyi jest wypłacenie i pobranie różnicy z cen ilości zakupionych i odsprzedanych"[277].

Powyższa konstatacja prowadzi do pytania, w jaki sposób we francuskim prawodawstwie i orzecznictwie podchodzono do możliwości zawierania opisanych wyżej umów. Zgodnie z art. 1965 Kodeksu Napoleona w ówczesnym brzemieniu, „prawo żadney sprawy nie dozwala o dług z gry, lub wypłacenia zakładu, zaś zgodnie z art. 1967 przywołanego aktu, w żadnym przypadku przegrywaiący nie może się upominać o to, co dobrowolnie zapłacił, chybaby się pokazały ze strony wygrywaiącego, podstęp, oszukanie albo szarlatańswo". Zobowiązania wynikające z umów zakładu lub gry stanowiły więc, zgodnie z Kodeksem Napoleona, zobowiązanie naturalne. Należy zatem postawić pytanie, czy we Francji uznawano umowy dyferencyjne za grę lub zakład w rozumieniu przywołanych wyżej przepisów. Na wskazane pytanie trzeba odpowiedzieć twierdząco. Jak wskazywał bowiem M. Planiol, transakcje terminowe są rodzajem zakładów co do zwyżki lub zniżki kursów papierów publicznych i

[274] Tamże, s. 46.
[275] F. Zubelowicz, *O papierach publicznych w ogólności ze szczegółowym opisem papierów krajowych, ważniejszych zagranicznych i instytucyj, które na ich handel wpływają*, Warszawa 1843, s. 38.
[276] A. Barciński, *O giełdzie…,* s. 47.
[277] Tamże, s. 122.

orzecznictwo francuskie często te transakcje w taki sposób traktowało[278]. Florian Zubelewicz tłumaczył jednak, że nie dochodziło we Francji do wielu sporów sądowych, których przedmiotem byłyby omawiane umowy, gdyż były one zwykle prawidłowo wykonywane przez strony umowy. Wynikać to miało z jednej strony z faktu, że dotrzymanie danego słowa było kwestią honoru, z drugiej zaś, jak objaśnia ekonomista, z uwagi na to, że nienależyte wykonanie tych kontraktów wykluczałoby daną osobę z rynku[279]. Można zatem stwierdzić, że początkowo umowy dyferencyjne były we Francji poddane samoregulacji przez członków giełdy.

Mimo to, z uwagi na potrzebę ochrony uczestników rynku, prawodawca francuski zdecydował się na wprowadzenie ustaw regulujących kwestię zaskarżalności zobowiązań wynikających z kontraktów różniczkowych. Wyłączały one zastosowanie omawianych przepisów Kodeksu Napoleona w przypadku transakcji dokonywanych na giełdzie (ustawa z 28 marca 1855 roku oraz ustawa z 28 marca 1875 roku)[280]. W przywołanych aktach postanowiono, że „celem uchylenia się od zobowiązań stąd wynikających, nikt nie może powoływać się na art. 1965, nawet wówczas, gdyby zobowiązanie to polegało tylko na zapłaceniu różnicy”[281]. Zatem podejście do kontraktów różniczkowych w XIX wieku we Francji zakładało z jednej strony, że stanowią one zakłady i jako takie, zgodnie z regulacją ogólną, jaką był Kodeks Napoleona, mogą być źródłem zobowiązań wyłącznie naturalnych, zaś z drugiej strony regulacje szczególne przewidywały wyjątek od przytoczonych przepisów o zakładzie, odnoszący się do transakcji zawieranych na giełdzie. We Francji więc zobowiązania wynikające z umów dyferencyjnych miały charakter zaskarżalny, o ile analizowane kontrakty były zawarte na giełdzie.

Podobne podejście do derywatów prezentowano w XIX wieku w Austrii. Zgodnie z § 1270 ABGB, w ówczesnym brzmieniu, „gdy z powodu zdarzenia dla obudwóch stron jeszcze niewiadomego, umówioną jest między niemi pewna cena na korzyść tego, z którego twierdzeniem skutek okaże się być zgodnym; natenczas jest zakład”. Natomiast według § 1271 przywołanego aktu, „zakład rzetelny i dozwolony wtenczas tylko obowiązuje, gdy umówiona cena nietylko obiecaną, ale rzeczywiście zapłaconą lub złożoną została. O cenę nie można upominać się sądownie”. Wobec treści przytoczonych przepisów powstaje pytanie, podobnie jak w przypadku prawa francuskiego, czy instrumenty pochodne były uznawane za zakłady w rozumieniu przywołanych norm. Zgodnie z poglądami austriackiej doktryny tego okresu,

[278] M. Planiol, *O zobowiązaniach. Dowody. Nauka ogólna o zobowiązaniach. Umowy*, Warszawa 1928, s. 481.
[279] F. Zubelowicz, *O papierach publicznych*…, s. 38.
[280] H. Konic, *Prawo o zobowiązaniach. Zobowiązania szczególne*, Warszawa 1930, s. 304-305; M. Planiol, *O zobowiązaniach…,* s. 481.
[281] M. Planiol, *O zobowiązaniach*…, s. 481.

zobowiązania z umów terminowych i opcyjnych, które zakładały fizyczną dostawę instrumentu bazowego, były dopuszczalne i zaskarżalne. Natomiast jeśli chodzi o umowy różniczkowe, w których rozliczenie następuje jedynie przez zapłatę w pieniądzu różnicy kursowej, to były one traktowane jako zakłady[282]. Wyjątek od tej zasady został jednak wprowadzony ustawą giełdową z 1875 roku, której § 13 przewidywał, że w sporach, wynikłych z czynności giełdowych zarzut, iż wierzytelności opiera się na umowie na różnicę kursu, która ma być oceniana jako zakład lub gra jest niedopuszczalny[283]. Wprowadzenie powyższych przepisów zostało entuzjastycznie przyjęte w literaturze austriackiej. W ocenie jednak polskiego prawnika ówczesnej doby, Leonarda Piętaka, umowy dyferencyjnych stanowiły „zgniliznę moralną", prowadzącą do ruiny finansowej wielu ludzi[284]. Należy zatem przyjąć, że rozwiązanie przewidujące zaskarżalności zobowiązań wynikających z giełdowych kontraktów różniczkowych jeszcze w drugiej połowie XIX wieku wywoływało kontrowersje. Jednocześnie trzeba uznać, że stanowisko prawa austriackiego wobec instrumentów pochodnych zakładających jedynie rozliczenie pieniężne między stronami w chwili wykonania umowy (zatem w kształcie charakterystycznym dla współczesnego obrotu derywatami) było w XIX wieku zbliżone do rozwiązań francuskich. Istniało bowiem przekonanie, że kontrakty różniczkowe stanowią rodzaj zakładu i na mocy ogólnych norm prawa cywilnego zobowiązania z nich wynikające mają charakter naturalny. Jednocześnie jednak ustanowiono, mocą przepisów szczególnych, wyjątek dotyczący zawierania takich umów na giełdach – wówczas bowiem dopuszczono możliwość sądowego dochodzenia roszczeń z tytułu omawianych kontraktów.

W XIX wieku także w Niemczech znacząco wzrosła popularność handlu terminowego, co doprowadziło do tego, że liczba tego rodzaju umów na niemieckich giełdach przerosła liczbę transakcji kasowych[285]. Odnośnie do instrumentów pochodnych zakładających jedynie pieniężne rozliczenie umowy bez prawa żądania dostawy instrumentu bazowego, w Niemczech wprowadzono zbliżone rozwiązanie do omawianych powyżej. Zgodnie z §762 BGB w ówczesnym brzmieniu, „wskutek gry lub zakładu nie powstaje żadne zobowiązanie. Tego, co świadczono na podstawie gry lub zakładu nie można żądać z powrotem z tego powodu, że żadne zobowiązanie nie istniało". Odmiennie niż we Francji i Austrii, ustawodawca niemiecki

[282] L. Piętak, *Miscellanea z prawa handlowego i wekslowego. O giełdzie i czynnościach giełdowych ze stanowiska prawa austryackiego*, Lwów, 1877, s. 118-119, 129-130.
[283] Tamże, s. 130-131.
[284] Tamże, s. 131-133.
[285] F. Zubelowicz, *Przewodnik giełdy czyli opisanie wszelkich czynności giełdy w handlu papierów publicznych*, Warszawa, 1833, s. 25.

wprost zdecydował się na określenie charakteru prawnego umów różniczkowych. Jak stanowił bowiem §764 BGB, „jeżeli zawarto umowę opiewającą na dostawę towarów lub papierów wartościowych w tym zamiarze, by strona przegrywająca zapłaciła stronie wygrywającej różnicę między ceną umówioną a ceną giełdową lub targową istniejącą w czasie dostawy, natenczas należy tę umowę uważać za grę. To stosuje się także wtedy, gdy zamiar tylko jednej strony jest skierowany na zapłacenie różnicy, a druga strona o tym zamiarze wie lub wiedzieć musi". Zatem w Niemczech już z regulacji ogólnej, jaką było BGB wynikało, iż umowy różniczkowe stanowią grę, zaś zobowiązania z nich wynikające mają charakter niezupełny. Natomiast zastosowanie tych przepisów było ograniczone wobec transakcji zawieranych na giełdach, zgodnie z niemiecką ustawą giełdową z 22 czerwca 1896 roku[286]. Jeśli zatem zostały spełnione niemieckie przepisy giełdowe, wówczas strony mogły skutecznie dochodzić przed sądem swoich praw wynikających z zawartych giełdowych umów dyferencyjnych.

Należy zatem stwierdzić, że w XIX wieku w państwach Europy kontynentalnej zawierane były umowy stanowiące instrumenty pochodne. Były one zwykle rozliczane jedynie pieniężnie. Zarówno w prawie francuskim, austriackim jak i niemieckim, omawiane umowy były kwalifikowane na gruncie przepisów ogólnych prawa cywilnego jako zakłady bądź gry, w związku z czym zobowiązania z nich wynikające miały charakter niezupełny. Jednakże, regulacje szczególne wyłączały zastosowanie wspomnianych przepisów w odniesieniu do transakcji giełdowych. Trzeba więc uznać, że podejście europejskich ustawodawców do umów różniczkowych było podobne do sytuacji prawnej istniejącej w państwach anglosaskich. W USA bowiem, jak wskazano powyżej, wypracowano na przełomie XIX i XX wieku w orzecznictwie stanowisko, zgodnie z którym umowy dyferencyjne były ważne, o ile zawierano je na giełdach. Także w Wielkiej Brytanii do umów zawieranych na giełdach podchodzono w judykaturze w sposób bardziej liberalny. Niewątpliwie zatem, w XIX wieku ostatecznie uznano instrumenty pochodne za ważne i w pełni zaskarżalne umowy, nawet jeśli wykonywane były jedynie przez rozliczenie pieniężne, o ile były one zawierane na giełdach.

[286] M. Golecki, *Three Models…,* s. 12.

5. Instrumenty pochodne w XX i XXI wieku

5.1. Derywaty w XX wieku w USA i Wielkiej Brytanii

Jak wynika z poczynionych wyżej ustaleń, zasadniczy kształt konstrukcji prawnej, jakim jest instrument pochodny wykształcił się na giełdach europejskich i w USA w ciągu XVIII i XIX wieku. Rozwój derywatów wymagał przyjęcia określonego stanowiska wobec ich prawnej natury przez krajowych prawodawców oraz orzecznictwo. Na przełomie XIX i XX wieku uznano w większości państw, że instrumenty pochodne, mimo że stanowią rodzaj zakładu, są umowami w pełni zaskarżalnymi, o ile zostają zawarte na giełdach. Mimo że konstrukcja derywatów co do zasady została wypracowana w XIX wieku, to następne lata przyniosły kolejne kamienie milowe w rozwoju derywatów oraz nowe problemy prawne z nimi związane. W związku z powyższym, celowe jest krótkie scharakteryzowanie rozwoju instrumentów pochodnych na przestrzeni XX wieku oraz w czasach współczesnych. Temu zagadnieniu poświęcone będą dalsze rozważania.

Początek XX wieku nie przyniósł zasadniczych zmian w podejściu do instrumentów pochodnych. W omawianym okresie rozwijano raczej dotychczasową doktrynę. Przykładem powyższego może być sytuacja prawna derywatów w USA. Po przełomowym wyroku Sądu Najwyższego w sprawie *Board of Trade of the City of Chicago v. Christie Grain and Stock Company* w orzecznictwie amerykańskim nie przyjęto od razu nowego poglądu dotyczącego zaskarżalności umów różniczkowych zawieranych na giełdach. O ile wskazane stanowisko prezentowały sądy federalne, o tyle sądy stanowe przyjmowały często stanowisko, zgodnie z którym umowy, które nie przewidywały fizycznej dostawy towaru, stanowiły nielegalny hazard[287]. Przyjmowane w latach 20 i 30 XX wieku ustawodawstwo rozwijało jednak doktrynę zapoczątkowaną przywołanym wyrokiem Sądu Najwyższego[288]. W 1922 roku uchwalono ustawę *The Grain Futures Act,* która zakazywała handlu terminowego zbożem, z wyjątkiem transakcji dokonywanych na giełdach wyznaczonych przez Departament Rolnictwa[289]. Kolejnym istotny wydarzeniem związanym z instrumentami pochodnymi był wybuch wielkiego kryzysu ekonomicznego w 1929 roku. Za jedną z jego przyczyn uznano obrót derywatami[290]. W efekcie tego, w 1936 roku przyjęto nową ustawę – *The Commodity Exchange*

[287] E. Swan, *Building…*, s. 252.
[288] M. Golecki, *Three Models…,* s. 19.
[289] E. Swan, *Building…*, s. 251-252.
[290] E. Chancellor, *Historia…*, s. 298-300.

Act, która rozszerzyła zakres wcześniejszej ustawy na instrumenty pochodne dotyczące określonych towarów rolnych[291]. Takie transakcje mogły odbywać się wyłącznie na wyznaczonych giełdach[292]. Powołano także specjalny organ – *Commodity Exchange Commision*, który miał nadzorować rynek[293]. Kolejna istotna nowelizacja wzmiankowanego aktu miała miejsce w 1974 roku. Rozszerzała ona znacząco zakres przywołanej ustawy, miała bowiem dotyczyć instrumentów pochodnych opiewających na wszelkie towary, usługi czy prawa[294]. Utworzono wówczas także nowy organ – *Commodity Futures Trading Commision*, który miał być regulatorem rynku instrumentów pochodnych[295]. Przywołane ustawy pokazują wyraźną tendencję w amerykańskim ustawodawstwie, która realizowała doktrynę określoną w wyroku Sądu Najwyższego z *Board of Trade of the City of Chicago v. Christie Grain and Stock Company.* Każda następna ustawa przewidywała szerszy zakres ograniczania możliwości zawierania zaskarżalnych umów różniczkowych jedynie do transakcji giełdowych.

Jednocześnie w USA od początku lat 70 znacząco wzrosło zainteresowanie instrumentami pochodnymi. Jedną z głównych przyczyn było załamanie systemu walutowego stworzonego na międzynarodowej konferencji w Bretton Woods w 1944 roku. Jego głównym założeniem było utrzymanie stałych kursów walutowych. W tym celu poszczególne kraje określiły sztywne kursy swojej waluty w stosunku do dolara amerykańskiego, zaś dolar amerykański miał stałą wartość wyrażoną w złocie[296]. Na początku lat 70-tych zaburzenia na rynku monetarnym i gwałtowny wzrost cen ropy wywołały upadek systemu z Bretton Woods i wprowadzenie płynnych kursów walutowych[297]. To z kolei spowodowało, że inwestorzy zostali narażeni na ryzyko walutowe w dużo poważniejszym stopniu, niż dotychczas. Jednym zaś ze sposobów zabezpieczenia się przed tym ryzykiem, było wykorzystanie instrumentów pochodnych na określoną walutę[298]. W ten sposób powstał niescentralizowany, międzynarodowy rynek walutowy FOREX[299]. Popularności finansowych instrumentów pochodnych w owym czasie dowodzi powstanie licznych giełd specjalizujących się w obrocie derywatami, mającymi za instrument bazowy walutę lub papiery wartościowe. W 1972 roku ustanowiono *International Monetary Market*, jako segment giełdy w Chicago – *Chicago*

[291] L. Stout, *Why the Law…,* s. 721-722.
[292] E. Swan, *Building…*, s. 262-263.
[293] Tamże, s. 255.
[294] L. Stout, *Why the Law…,* s. 722.
[295] Tamże.
[296] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 95.
[297] A. Weron, R Weron, *Inżynieria finansowa. Wycena instrumentów pochodnych. Symulacje komputerowe. Statystyka rynku*, Warszawa 2018, s. 18-19.
[298] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 96-97.
[299] Tamże.

Mercantile Exchange, specjalizującej się w obrocie kontraktami na waluty[300]. Niedługo potem, *Chicago Board of Trade* założyło giełdę *Chicago Board Options Exchange*, na której zaczęto handlować wyłącznie opcjami[301]. Wkrótce powstały też instrumenty pochodne wykorzystujące nowe instrumenty bazowe – już nie waluty, papiery wartościowe, czy towary, a indeksy giełdowe. Takie derywaty wprowadzono na początku lat 80-tych na giełdzie w Kansas City oraz Nowym Yorku, a zaraz potem w Londynie[302]. Od chwili, gdy instrumentem bazowym dla instrumentu pochodnego zaczęły być indeksy giełdowe czy wskaźniki ekonomiczne, definitywnie zakończyła się możliwość definiowania kontraktów terminowych jako umów nabycia określonych dóbr w oznaczonym terminie w przyszłości, z ewentualnym rozliczeniem pieniężnym. Nie można bowiem nabyć indeksu czy wskaźnika ekonomicznego. Jak już wcześniej wskazano, takie instrumenty pochodne pod pewnymi względami przypominają rzymskie umowy *emptio spei*. Ich przedmiotem, podobnie jak w przywołanych rzymskich kontraktach, nie jest bowiem rzecz. Można powiedzieć, że w takim przypadku strona umowy stanowiącej derywat nabywa „nadzieję" na to, że określony wskaźnik spadnie lub wzrośnie, co przełoży się na określony dochód dla strony, podobnie jak Rzymianie kupowali „nadzieję" na pomyślny połów ryb[303].

Konstruowanie nowych rodzajów derywatów odbywało się nie tylko poprzez poszerzenie gamy instrumentów pochodnych o różne wskaźniki gospodarcze. W omawianym okresie bowiem zaczęto stosować także instrumenty pochodne, których instrumentami bazowymi były inne instrumenty pochodne[304]. Na rozwój derywatów w omawianym okresie niebagatelny wpływ mieli naukowcy – matematycy, fizycy, informatycy – którzy przyczynili się do tworzenia nowych instrumentów pochodnych, zajmując się nową dziedziną nauki – inżynierią finansową[305]. W tym kontekście warto wskazać choćby prace R. Mertona i M. Scholesa, którzy w latach 70-tych opracowywali metody wyceny instrumentów pochodnych, za które w 1997 otrzymali nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii[306].

Opisany intensywny wzrost zainteresowania instrumentami pochodnymi doprowadził nie tylko do powstania nowych, specjalistycznych giełd, na których handlowano derywatami, lecz także do rozwoju rynku pozagiełdowego (OTC – *over the counter*). Wpływ na powyższe miało szersze wykorzystanie technologii informatycznych i postępująca globalizacja.

[300] E. Wiśniewska, *Giełdowe instrumenty pochodne*, Warszawa 2007, s. 43.
[301] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 98.
[302] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 44.
[303] Zob. rozdział I pkt 2.3.
[304] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 44.
[305] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 98.
[306] A. Weron, R Weron, *Inżynieria finansowa…,* s. 26-29.

Jednocześnie jednak, umowy będące instrumentami pochodnymi zawierane poza giełdą, jak wskazano powyżej, uważane były w USA za nieważne. Wymogi rynku sprawiły jednak, że na przełomie lat 80-tych i 90-tych amerykański regulator - *Commodity Futures Trading Commision,* rozpoczął wydawanie aktów dopuszczających możliwość dokonywania określonych transakcji związanych z instrumentami pochodnymi na rynku pozagiełdowym[307]. Były to zatem wyjątki od generalnej zasady wynikającej z *Commodity Exchange Act.* Ostatecznie wskazany proces liberalizacji podejścia do pozagiełdowego obrotu derywatami doprowadził do przyjęcia w 2000 roku ustawy *Commodities Futures Modernization Act*. Przytoczony akt zrewolucjonizował podejście do instrumentów pochodnych w USA. Zgodnie ze wzmiankowaną ustawą, zawieranie transakcji stanowiących instrumenty pochodne poza giełdą było dopuszczalne, a zobowiązania z nich wynikające – w pełni zaskarżalne[308], o ile strony tej umowy spełniały określone warunki (przede wszystkim odnoszące się do wysokości posiadanych aktywów)[309].

Omawiana zmiana podejścia wobec pozagiełdowych derywatów wcześniej niż w USA zaszła w Wielkiej Brytanii, czego wyrazem było przyjęcie przez parlament brytyjski w 1986 roku ustawy *The Financial Services Act*. Zgodnie z przywołanym aktem, by prowadzić działalność inwestycyjną należało uzyskać zgodę organu państwowego lub określonej prywatnej organizacji zajmującej się regulacją rynku (*self-regulatory organization*)[310]. Działalność inwestycyjna zaś określona została bardzo szeroko, także jako obrót instrumentami pochodnymi[311]. Przepisy omawianej ustawy zaś wprost wyłączały zastosowanie przepisów ustawy *The Gaming Act* z 1845 roku, zgodnie z którymi zobowiązania wynikające z gier lub zakładów są niezaskarżalne[312]. Nie ograniczono przy tym jednak możliwości zawierania umów stanowiących derywaty jedynie do transakcji dokonywanych na giełdach[313]. Podobnie kwestię zawierania umów stanowiących pozagiedłowe instrumenty pochodne regulowała następna brytyjska ustawa - *Financial Services and Markets Act* z 2000 roku. Dopuszczała ona stosowanie pozagiełdowych instrumentów pochodnych, nakładając jedynie określone wymogi dla stron takich transakcji[314]. Jak wskazuje M. Golecki, brytyjska ustawa z 2000 roku

[307] E. Swan, *Building…*, s. 265-269.
[308] L. Stout, *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them Can Prevent Another*, "Cornell Law Faculty Publications", 2009, paper 723, s. 7
[309] L. Garslian, *Towards a Universal Regulatory Framework for Derivatives*, "University of Pennsylvania Journal of International Law", 2016, VOL. 37, NR 3, s. 969, przypis 86.
[310] E. Swan, Building…, s. 231.
[311] D. Awrey, *The FSA, Integrated Regulation, and the Curious Case of OTC Derivatives,* "13 University of Pennsylvania Journal of Business Law", 2010, s. 41.
[312] E. Swan, *Building…*, s. 222.
[313] L. Stout, *How Deregulating…,* s. 7.
[314] L. Garslian, *Towards…*, s. 969-970.

reprezentowała nowe podejście regulacyjne do derywatów[315]. Poprzednie podejście zaś zorientowane było instytucjonalnie - o zaskarżalności derywatów decydował fakt przynależności stron do określonej instytucji – najczęściej giełdy. Tymczasem nowe podejście było zorientowane rynkowo – ustawa regulowała całość rynku instrumentów pochodnych. Takie podejście zostało zaaplikowane również w regulacjach unijnych stanowionych w pierwszej dekadzie XXI wieku[316]

Jak wynika z powyższych rozważań, na przełomie XX i XXI wieku doszło do liberalizacji podejścia do pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Wskazany proces można tłumaczyć ogromnym wzrostem popularności takich transakcji. Rynek pozagiełdowych derywatów zaczął dynamicznie rozwijać się dopiero na przełomie lat 80. i 90. XX wieku, jednak już wkrótce potem zdobył przewagę nad rynkiem giełdowych instrumentów pochodnych[317]. Wystarczy wskazać, że w 2007 nominalną wartość derywatów pozagiełdowych szacowano na blisko 400 trylionów dolarów[318]. Konieczne stało się więc uregulowanie kwestii zawierania umów stanowiących instrumenty pochodne. W tym okresie praktyka obrotu wykształciła także nowe rodzaje derywatów. Jednym z nich jest *swap*. Na mocy tej umowy strony zobowiązują się do wzajemnej wymiany płatności w określonym terminie w przyszłości, stosownie do odpowiedniej formuły[319]. Podstawowymi rodzajami swapów są zaś swap odsetkowy (*interest rate swaps*), w którym jedna strona dokonuje płatności według stopy procentowej stałej, a druga zmiennej, oraz swap walutowy (*currency swaps*), w których strony dokonują płatności w różnych walutach[320]. Innym nowym rodzajem derywatów są instrumenty pochodne przenoszące ryzyko kredytowe, wśród których najpopularniejszym jest *credit default swap (CDS).* Wskazane derywaty zostały wyliczone jedynie przykładowo, gdyż w tym okresie skonstruowano wiele rozmaitych rodzajów instrumentów pochodnych.

5.2. Instrumenty pochodne a światowy kryzys gospodarczy

Współcześnie, najistotniejszym zdarzeniem dotyczącym rynku instrumentów pochodnych był niewątpliwie globalny kryzys finansowy, który wybuchł w 2008 roku w USA. Za jedną z przyczyn kryzysu uznaje się masowe zawieranie na amerykańskim rynku

[315] M. Golecki, *Three Models…,* s. 20.
[316] Tamże.
[317] K. Dąbek, A. Jankowska, A. Ulewicz, [w:] J. Grzywacz (red.) *Finansowe…,* s. 95.
[318] Tamże.
[319] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System…,* s. 801-802.
[320] A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, s. 37.

finansowym transakcji stanowiących instrumenty pochodne. Stąd zasadne jest krótkie omówienie przyczyn i przebiegu wzmiankowanego wydarzenia z uwypukleniem roli instrumentów pochodnych.

Bezpośrednim zarzewiem kryzysu była sytuacja na rynku nieruchomości w USA na przełomie XX i XXI wieku. Amerykańskie władze prowadziły politykę zachęcającą do kupowania własnych nieruchomości przez Amerykanów[321]. Nadto, amerykańska Rezerwa Federalna (FED) zmniejszyła znacząco stopy procentowe. To naturalnie obniżyło koszty kredytu i zachęciło Amerykanów do masowego kupna nieruchomości[322]. Zwiększony popyt spowodował zwyżkę cen. W tej sytuacji wiele osób kupowało domy nie dla celów mieszkalnych, lecz dla inwestycji – by następnie odsprzedać je drożej[323].

Odpowiedzią banków na zwiększony popyt na nieruchomości było udzielanie coraz większej ilości kredytów hipotecznych. Korzystna sytuacja na rynku kredytowym zachęcała Amerykanów do kupna własnych domów, nawet, jeśli nie byli osobami zamożnymi. Banki zaś chętnie udzielały kredytów hipotecznych, uznając, że hipoteki będą stanowiły wystarczające zabezpieczenie przed ryzykiem braku spłaty kredytu[324]. W ten sposób powstał rynek kredytów *sub-prime*, to znaczy kredytów, dla których nie była wymagana udokumentowana zdolność kredytowa[325]. W przypadku tych kredytów, kredytobiorców określono mianem NINJA (*no-income, no-job, no-assets*), czyli osobami bez pracy, bez dochodów i bez majątku[326].

Wzmożoną akcję kredytową banków umożliwiała sekurytyzacja. Banki, na podstawie posiadanych wierzytelności z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych, emitowały papiery wartościowe, które reprezentowały prawa do otrzymania płatności związanych ze spłatą kredytów hipotecznych (tzw. *MBS - Mortgage-Backed Securities*) i sprzedawały je inwestorom[327]. W ten sposób bank uzyskiwał finansowanie udzielanych przez siebie kredytów, inwestorzy zaś otrzymywali w zamian obligacje, które w założeniu były bezpieczne, gdyż zabezpieczone hipoteką (w sensie ekonomicznym, nie prawnym). Podobną rolę odgrywały w tym procesie także obligacje zwane *CDO* (*Collateralized Debt Obligation*), z tym że one były

[321] T. Adamowicz, *Przyczyny i skutki I fazy kryzysu finansowego lat 2007-2009 w wybranych krajach na świecie*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing", 2013, nr 9, s. 10.
[322] N. Stępień, P. Kawa, *Rola instrumentów pochodnych w wywołaniu i przebiegu kryzysu finansowego*, „Zeszyt Naukowy. Wyższa Szkoła Zarządzania i Bankowości w Krakowie, 2015, nr 38, s. 29-30.
[323] T. Adamowicz, *Przyczyny…*, s. 11.
[324] Tamże.
[325] J. Szymańska, *Rola instrumentów pochodnych w kryzysie finansowym 2008/2009*, „Ekonomia XXI Wieku", 2014, nr 2, s. 37.
[326] Tamże.
[327] N. Stępień, P. Kawa, *Rola…*, s. 36-37.

z kolei zabezpieczone papierami wartościowymi stanowiącymi MBS[328]. Powyższe czynniki doprowadziły do tego, że w 2006 roku ponad 20% udzielonych kredytów hipotecznych stanowiły kredyty *sub-prime*, a stopa ich sekurytyzacji przekroczyła 80%[329].

Atrakcyjność wskazanych papierów wartościowych wynikała nie tylko z faktu, że ich wykup był zabezpieczony wierzytelnościami hipotecznymi. Równie istotny był fakt, że posiadacze omawianych obligacji, jak i ich emitenci, dodatkowo „ubezpieczali" się poprzez zawieranie umów stanowiących instrumenty pochodne - swapy ryzyka kredytowego, zwłaszcza przez dokonywanie transakcji *credit default swap (CDS)*[330]. Jest to umowa, zgodnie z którą jedna ze stron (sprzedawca ochrony kredytowej) zobowiązuje się do zapłaty drugiej stronie (nabywcy ochrony kredytowej) wartości nominalnej zobowiązania osoby trzeciej (podmiotu referencyjnego) wobec drugiej strony umowy w razie zajścia zdarzenia kredytowego, w zamian za okresowe płatności[331]. Takim zdarzeniem kredytowym może być zaś: bankructwo osoby trzeciej, zaniechanie obsługi długu, brak wpłaty itp[332]. Z ekonomicznego punktu widzenia, *credit default swap* jest więc konstrukcją zbliżoną do ubezpieczenia należności[333]. Emitent papierów wartościowych dzięki „ubezpieczeniu się" zyskiwał szansę na wyższy *rating*, a tym samym wzrastała jego wiarygodność w oczach inwestorów[334]. Jeśli takiej transakcji dokonywał zaś nabywca omawianych wyżej obligacji, to zawierając umowę swapu kredytowego gwarantował sobie wykup obligacji w razie upadłości emitenta. Swapy kredytowe zatem zwiększały popyt na wyżej wymienione instrumenty – MBS i CDO, które generowały główne zagrożenie dla stabilności rynku finansowego[335]. Ponadto, rozwój swapów kredytowych powodował, że uczestnicy rynku źle określali poziom ryzyka dokonywanych przez siebie transakcji. Przez zawieranie kontraktów CDS bowiem powstawał łańcuch powiązanych ekspozycji kredytowych, który utrudniał badanie, na kim w jakim stopniu spoczywają poszczególne ryzyka[336]. Należy jednak podkreślić, że mimo zawarcia umowy *CDS* ryzyko

[328] A. Świderski, *Kryzys finansowy 2007-2009 jako efekt dysfunkcji legislacyjnych w systemie prawa*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego", 2009, nr 2, s. 195, przypis 146.
[329] N. Stępień, P. Kawa, *Rola…,* s. 37.
[330] S. Wyciślak, *Efekt zarażania w mechanizmie rozprzestrzeniania się kryzysu*, Ekonomista, 2012, nr 2, s. 247; M. Walkowski, *Przyczyny powstania globalnego kryzysu finansowego 2008+. Analiza i porównanie wybranych opinii*, „Przegląd Strategiczny", 2013, nr 2, s. 181.
[331] M. Grodzicki, *Kredytowe instrumenty pochodne w dobie kryzysu finansowego* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.) *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Warszawa 2012, s. 50.
[332] D. Siwica, *Rola Credit Default Swaps w powstaniu, rozwoju i transmisji zjawisk kryzysowych zapoczątkowanych na rynku kredytów hipotecznych subprime Stanów Zjednoczonych*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu", 2014, t. 54, nr 3, s. 112.
[333] M. Grodzicki, *Kredytowe…* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.) *Instrumenty…*, s. 50.
[334] J. Szymańska, *Rola…*, s. 40.
[335] D Siwica, *Rola Credit…,* s. 108.
[336] N. Stępień, P. Kawa, *Rola…*, s. 41-42.

kredytowe wciąż istniało, przenosiło się tylko na inną płaszczyznę, na co nie zwracano wówczas dostatecznej uwagi[337].

Jak wskazano powyżej, instrument pochodny jakim jest *CDS* pełni gospodarczą funkcję ubezpieczenia. Pod względem prawnym znacząco się jednak od umowy ubezpieczenia różni. Podstawową różnicą jest fakt, że przy zawarciu umowy swapu kredytowego nie jest wymagane posiadanie interesu ubezpieczeniowego. „Nabywca ochrony kredytowej" nie musi zatem posiadać aktywów, których ryzyko kredytowe zabezpiecza[338]. Przykładowo można wskazać, że określony podmiot może „nabyć" CDS, nie posiadając żadnych obligacji podmiotu referencyjnego. W takim przypadku dokonana transakcja jest zakładem na niewypłacalność podmiotu referencyjnego – emitenta obligacji. Popularność owych zakładów doprowadziła do tego, że pod koniec 2007 roku wartość rynku CDS w ujęciu nominalnym wynosiła ponad 200 bilionów dolarów (prawie cztery razy więcej niż światowe PKB), z czego większość dotyczyła transakcji czysto spekulacyjnych[339]. Historia zatem zatoczyła koło. Podobnie jak w Anglii w XVII i XVIII wieku, umowy służące ubezpieczeniu stały się zakładami. Można powiedzieć, że współczesne swapy kredytowe są niczym innym, jak nową wersją umów ubezpieczenia na życie królów czy papieży, znanych z minionych wieków[340]. Wywołują też podobne zagrożenia. Stosowanie CDS w celach spekulacyjnych prowadziło do destabilizacji całego systemu finansowego. Mogły one bowiem prowokować pokusę celowych działań zmierzających do wywołania upadłości określonych podmiotów[341]. Dodatkowym problemem była też duża koncentracja rynku – obrót tymi instrumentami pochodnymi miał miejsce między kilkoma podmiotami, a zatem ewentualny upadek jednego z nich wywoływał ogromne problemy u innych[342]. Z tych powodów, korzystanie ze swapów kredytowych wskazuje się jako jedną z przyczyn wybuchu, a przede wszystkim rozwoju globalnego kryzysu ekonomicznego[343].

Można stwierdzić, że w tak skomplikowanej strukturze wzajemnych transakcji i powiązań między największymi graczami na rynku finansowym, sami uczestnicy rynku stracili orientację, co doprowadziło do wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Jego bezpośrednią

---

[337] W. Orłowski, *Świat po kryzysie. Dylematy nowego ładu gospodarczego* [w:] G. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?,* Warszawa 2010, s. 51.
[338] J. Truszkowski, *Niepowodzenia w wykorzystaniu instrumentów pochodnych na rynkach finansowych*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska, *Instrumenty…*, s. 199.
[339] M. Piątkowski, *Źródła światowego kryzysu. Wnioski na przyszłość*, „MBA", 2009, nr 5, s. 20.
[340] Zob. rozdział I pkt 4.2.
[341] K. Dankowski, *Korzyści i zagrożenia związane z rozwojem rynku Credit Default Swap*, „Zeszyty Naukowe. Szkoła Główna Handlowa. Kolegium Gospodarki Światowej", 2012, nr 33, s. 190-191.
[342] Tamże.
[343] Nie bez przyczyny Waren Buffet określił CDS mianem „finansowej broni masowej destrukcji", zob. R. Siciński, *Wykorzystanie derywatów kredytowych do zabezpieczeń ryzyka kredytowego na polskim rynku*, „Zarządzanie i Finanse", 2013, nr 2, s. 341.

przyczyną był zaś kryzys na rynku nieruchomości w USA. Po podwyżce stóp procentowych w 2006 r. część kredytobiorców (w tym z grupy kredytów *sub-prime*) przestała spłacać swoje długi. Wobec powyższego, banki zaczęły masowo przejmować nieruchomości stanowiące przedmiot hipoteki i wystawiać je na sprzedaż[344]. To z kolei spowodowało zwiększenie podaży nieruchomości, które wraz ze wzrostem kosztów kredytów hipotecznych doprowadziło do gwałtownego spadku cen nieruchomości[345]. W ten sposób, w 2007 roku amerykańskie banki stały się właścicielami setek tysięcy domów, które musiały sprzedaż po cenie niższej, niż wysokość zobowiązań ich kredytobiorców, zabezpieczonych hipoteką[346]. Upadek kredytów hipotecznych pociągnął za sobą w konsekwencji ogromny spadek wartości papierów wartościowych zabezpieczonych tymi kredytami (np. MBS), a podmioty, które były zaangażowane w transakcje dotyczące tych instrumentów, odnotowały straty liczone w miliardach dolarów[347]. Problemy z wypłacalnością podmiotów emitujących papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych doprowadziły następnie do kłopotów przedsiębiorców, które „zabezpieczali" wypłatę należności z tytułu tych papierów w ramach transakcji swapów kredytowych. Stanęły bowiem w obliczu wypłat ogromnych odszkodowań[348]. Wskazane problemy wkrótce doprowadziły do znacznych spadków na rynkach akcji i rynkach walutowych, następnie zaś przeniosły się do sfery realnej gospodarki, wywołując globalny kryzys gospodarczy[349].

Niewątpliwie zatem jedną spośród wielu przyczyn kryzysu było niewłaściwe wykorzystanie instrumentów pochodnych, przede wszystkim kredytów swapowych. Niebezpieczne dla rynku okazała się wysoka koncentracja ekspozycji wobec niewielkiej grupy dostawców ochrony kredytowej (wystawców CDS) a także możliwość spekulacji na bankructwo ważnych systemowo podmiotów finansowych[350]. Podejmowanie ryzyka, które jest immanentną częścią transakcji dotyczących instrumentów pochodnych, przez istotnych graczy na rynku finansowym powinno być dokładnie skalkulowane. Upadek bowiem takiego podmiotu, w obliczu koncentracji rynku, może doprowadzić do zachwiania całego globalnego systemu gospodarczego.

[344] N. Stępień, P. Kawa, *Rola…*, s. 38.
[345] Tamże.
[346] T. Adamowicz, *Przyczyny…*, s. 13.
[347] K. Echaust, *Hipoteczne instrumenty pochodne na tle kryzysu kredytów subprime w USA,* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Instrumenty…,* s. 102-103.
[348] T. Adamowicz, *Przyczyny…*, s. 14.
[349] S. Wyciślak, *Efekt…*, s. 248.
[350] M. Grodzicki, *Kredytowe…* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.) *Instrumenty…*, s. 59-64.

W związku z powyższym, po wybuchu globalnego kryzysu gospodarczego, zarówno w USA, jak i w Europie, wprowadzono nowe regulacje mające uporządkować rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych. W USA takie przepisy zawarte zostały w tzw. ustawie Dodd-Frank[351], która została podpisana 21 lipca 2010 roku, natomiast w Unii Europejskiej ten problem został podjęty w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie infrastruktury rynku kapitałowego (ang. *European Market Infrastructure Regulation*, w skrócie - EMIR), które weszło w życie 16 sierpnia 2012 roku[352]. W obu wymienionych aktach prawnych podstawowym założeniem było wprowadzenie obowiązkowego centralnego rozliczenia derywatów w miejsce rozliczeń bilateralnych[353]. W tym celu powołano do życia izby rozliczeniowe, zwane kontrahentami centralnymi (w skrócie - CCP), przy udziale których mają być rozliczane określone rodzaje instrumentów pochodnych[354]. Wskazane podmioty w drodze nowacji rozliczeniowej stają się stroną stosunku rozliczeniowego dla każdej ze stron pierwotnej umowy stanowiącej derywat[355]. W ten sposób kontrahent centralny zabezpiecza przed ryzykiem niewypłacalności drugiej strony transakcji. Ponadto uczestnictwo CCP w obrocie derywatami ułatwia monitorowanie ryzyka oraz zwiększa płynność na rynku[356]. Wprowadzone regulacje mają chronić przed zaburzeniami rynku finansowego wywołanego przez niewłaściwe wykorzystanie derywatów, które, jak wskazano powyżej, mogą doprowadzić do światowego kryzysu gospodarczego.

6. Instrumenty pochodne na ziemiach polskich

6.1. Praktyka obrotu derywatami na ziemiach polskich

Po omówieniu najważniejszych kwestii dotyczących rozwoju derywatów na przestrzeni wieków w ogólności, obecnie trzeba przejść do analizy ewolucji instrumentów pochodnych na

[351] Nazwa ustawy pochodzi od nazwisk dwóch głównych jej twórców - senatora Chrisa Dodda oraz członka Izby Reprezentantów Barneya Franka.
[352] P. Staszewska, *Analiza porównawcza regulacji Dodd-Frank i EMIR oraz ich wpływ na pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych*, Bezpieczny Bank, nr 3, 2014, s. 56.
[353] Tamże, s. 53-56.
[354] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 764-765.
[355] T. Kamiński, *Nowacja rozliczeniowa - sposób rozliczania transakcji przez kontrahentów centralnych*, PPH, 2017, nr 10, s. 44-45.
[356] J. Szewczyk, *Nowacja rozliczeniowa transakcji derywatowych*, PPH, 2014, nr 1, s. 57.

ziemiach polskich. W literaturze współczesnej rzadko porusza się kwestię historii operacji terminowych na ziemiach polskich[357]. Wskazuje się, że takie umowy były w przeszłości w Polsce rzadko zawierane[358]. Z uwagi na przedmiot niniejszej pracy konieczne jest jednak dokładniejsze przedstawienie rozwoju derywatów w Polsce oraz stanowiska prawodawstwa i judykatury wobec ich stosowania.

W pierwszej kolejności trzeba zauważyć, że w dawnej Polsce zawierano kontrakty terminowe zakładające fizyczną dostawę towaru. Były one niczym innym, jak umowami sprzedaży określonych dóbr z odroczonym terminem wydania rzeczy. Jak wcześniej wskazano, już od czasów starożytnych takie umowy uznano za dopuszczalne. Przykładem takich kontraktów mogą być umowy sprzedaży zboża zawierane przez polskich producentów rolnych (głównie szlachtę) z kupcami gdańskimi, w latach rozkwitu handlu gdańskiego. Najpopularniejszym typem takich umów był tzw. *Lieferantzkauf*, w którym producent zobowiązywał się, na własne ryzyko i koszt, dostarczyć daną ilość zboża w określonym miejscu i czasie, za ustaloną z góry cenę[359]. Można było umówić się nie tylko na dostawę towaru w roku bieżącym, ale również i następnym[360]. W takim przypadku, jeśli w następnym roku w wyniku nieurodzaju ceny zbóż wzrosły, zyskiwał na tym kupiec, który mógł kupić towar za niższą cenę od bieżącej ceny rynkowej w chwili wykonania umowy. W przeciwnym zaś razie, gdyby ceny zboża spadły, zysk osiągnąłby producent rolny. Nie ulega więc wątpliwości, że przywołane umowy stanowiły rodzaj kontraktów terminowych, stanowiących archetyp współczesnych instrumentów pochodnych.

Nadto, kupcy gdańscy często sprzedawali wierzytelności wynikające z takich umów. Czynili to m.in. w obawie o spadek cen towaru. Na opisywanych transakcjach można było znacząco zyskać lub wiele stracić z uwagi na duże wahania cen. Ten czynnik sprawił, że handel zbożem w Gdańsku miał charakter w dużej mierze spekulacyjny[361]. Brakuje jednak dowodów na to, by wspomniane transakcje przerodziły się wówczas w kontrakty różnicowe, jakie zawierano w tych latach w miastach niderlandzkich.

---

[357] Zwykle autorzy ograniczają się do wyłącznie do przytoczenia podstawowych informacji w tym zakresie, np. A. Chłopecki, *Opcje…,* s. 122, przypis 40. Wyjątkiem w tym zakresie, jednak wyłącznie w odniesieniu do instrumentów pochodnych towarowych, jest praca „Prawne regulacje działalności giełd towarowych w Polsce", zob. M. Dul, R. Jastrzębski, *Prawne regulacje działalności giełd towarowych w Polsce*, Warszawa 2013.

[358] *Terminowe operacje* [w:] A. Mączak (red.), *Encyklopedia historii gospodarczej Polski do 1945 roku, tom 2,* s. 384.

[359] N. Davies, *Boże igrzysko*, Kraków 2010, s. 252.

[360] Tamże.

[361] M. Bogucka, *Handel zagraniczny Gdańska w pierwszej połowie XVII wieku*, Wrocław – Warszawa – Kraków 1970, s. 99-100.

Fakt, że nie doszło w omawianych czasach do wykształcenia się na ziemiach polskich umów terminowych z rozliczeniem pieniężnym nie oznacza, że kupcy gdańscy stronili od zawierania umów o charakterze losowym. Świadectwem tego są zachowane podręczniki do księgowości, pisane przez gdańskich handlarzy – Sebastiana Gemersfeldera i Wolfganga Sartoriusa. Zawierają one opisy fikcyjnych transakcji, które jednak dają pogląd na handel gdański przełomu XVI i XVII wieku[362]. Obaj autorzy w swoich dziełach wyróżniają kategorię umów określaną mianem „szczęście-nieszczęście[363]. Przykładowo, S. Gamersfelder opisuje transakcje zakupu trzech czemr kun[364] za 180 złotych z dodatkowym zastrzeżeniem, że jeżeli wskazany w umowie kupiec w określonym czasie przybędzie z Narwy do Gdańska, wówczas cena z umowy wzrośnie i kupujący będzie musiał dopłacić temu kupcowi 60 złotych[365]. Z kolei W. Sartorius podaje przykład zakupu 12 łasztów śledzi z następującym postanowieniem: jeśli polski król przybędzie do Gdańska na święto św. Bartłomieja, wówczas cena za łaszt śledzi będzie wynosiła 30 złotych, jeśli nie przyjedzie zaś – 60 złotych[366]. Nadto, wielką popularnością w Gdańsku cieszyły się loterie z nagrodami rzeczowymi i pieniężnymi[367].

Z powyższego wynika zatem, że w Gdańsku – największym ośrodku handlowym dawnej Rzeczypospolitej, zawierano umowy o charakterze losowym. Jednak elementem zależnym od szczęścia w tych transakcjach nie były ceny towarów, a innego rodzaju zdarzenia. Stąd nie można uznać, by stanowiły one kontrakty zbliżone do dzisiejszych derywatów.

Jak wskazano wcześniej, ewolucja instrumentów pochodnych nierozerwalnie wiąże się z rozwojem giełd. Zatem, w celu opisania praktyki obrotu derywatami na ziemiach polskich należy odnieść się do historii polskich giełd. Za najstarszą z nich trzeba uznać gdańską giełdę kupiecką. Pierwsze wzmianki o niej pochodzą z końca XVI wieku, lecz dopiero w 1742 roku oficjalnie nadano prawa urządzania giełdy kupieckiej[368]. Handlowano na niej głównie zbożem, korzystając z wyżej wspomnianego rodzaju kontraktu terminowego[369]. Ponadto istniały również mniej znaczące giełdy w innych miastach, takich jak Toruń czy Zamość[370]. O

[362] A. Grodek, *Powstanie i rozwój nauki rachunkowości* [w:] A. Grodek, I. Surma, *Z historii rachunkowości w Polsce i Gdańsku w wieku XVI*. Wybór tekstów, Warszawa 1959, s. 19-20.
[363] I. Surma, *Gdańska i polska technika handlu w świetle szesnastowiecznych podręczników arytmetyki i księgowości* [w:] A. Grodek, I. Surma, *Z historii…, s. 34-35.*
[364] Czyli 120 sztuk.
[365] S. Gamersfelder, *Księgowość przez dwie księgi włoską sztuką i sposobem zestawiona* [w:] A. Grodek, I. Surma, *Z historii…*, s. 134-135.
[366] W. Sartorius, *Księgowość z dwoma księgami według pruskich monet, miar i wag* [w:] A. Grodek, I. Surma, *Z historii…*, s. 186-187.
[367] M. Bogucka, *Żyć w dawnym Gdańsku. Wiek XVI-XVII*, Warszawa 1997, s. 213.
[368] D. Dziuba, *Giełdy i ich archetypy na ziemiach polskich*, Warszawa 2006, s. 30-31.
[369] Tamże, s. 33.
[370] Tamże, s. 60.

działalności przywołanych giełd jednak niewiele wiadomo, stąd trudno określić z pewnością, na jakich warunkach dochodziło do zawierania transakcji, w tym umów terminowych.

Za pierwszą giełdę na ziemiach polskich, istniejącą w kształcie zbliżonym do współczesnego, uważa się Giełdę Kupiecką w Warszawie. Utworzona została na mocy Postanowienia Księcia Namiestnika Królewskiego z dnia 12 kwietnia 1817 roku, a uroczyście otwarta w Pałacu Saskim 12 maja 1817 roku[371]. Z uwagi na fakt, że powstała w Królestwie Polskim, podstawą normatywną jej funkcjonowania, obok przywołanego postanowienia, był francuski kodeks handlowy z 1809 roku[372]. Przedmiotem handlu na omawianej giełdzie były przede wszystkim weksle, zagraniczne waluty oraz obligacje[373]. Jak wskazano wcześniej, weksle były wówczas także rodzajem kontraktów terminowych z dostawą fizyczną, w których instrumentem bazowym była określona waluta. Gdy przykładowo kupiec zakupił weksle „na Londyn", zatem opiewające na kwotę wyrażoną w funtach i płatny w Londynie, to jeśli w okresie od zakupu weksli do terminu ich płatności funt zdrożał, wówczas kupiec osiągnął zysk dzięki wahaniu ceny funta[374]. Poza wekslami jednak trudno szukać oznak obrotu archetypami instrumentów pochodnych na Giełdzie Kupieckiej. W 1872 roku została ona przemianowana na Giełdę Warszawską[375]. Wraz z biegiem lat, na omawianej giełdzie pojawiało się coraz więcej akcji różnych spółek[376]. Nie ma jednak dowodów wskazujących na istnienie na giełdzie w Warszawie oficjalnego handlu terminowego, podobnego do prowadzonego w tym okresie na giełdach w Londynie, Paryżu czy Wiedniu.

Po odzyskaniu niepodległości przez Polskę sytuacja w omawianym zakresie zasadniczo nie uległa zmianie. W 1921 roku otwarto Giełdę Pieniężną w Warszawie – następczynię Giełdy Warszawskiej[377]. Prowadzony na niej obrót dotyczył przede wszystkim walut, w mniejszym zaś stopniu papierów wartościowych[378]. Były to jednak transakcje wyłącznie kasowe. Operacje terminowe zaś na giełdzie warszawskiej nie były prowadzone[379]. Podobna sytuacja miała miejsce w odniesieniu do giełd towarowych. Warto zwrócić uwagę, że w międzywojennej

[371] M. Puławski, *Dwieście lat minęło. Krótkie opisanie dziejów giełd papierów wartościowych w Polsce*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" 2017, nr 5, s. 170.
[372] D. Dziuba, *Giełdy…*, s. 66-67.
[373] P. Łagowski, *Geneza rynku papierów wartościowych w Polsce*, „Ekonomia. Wrocław Economic Review", 2013, tom 19, nr 4, s. 72.
[374] Kupowanie weksli opiewających na waluty zagraniczne najczęściej służyło do wykonywania zobowiązań wobec zagranicznych kontrahentów, zob. S. Janczewski, *Prawo handlowe, wekslowe i czekowe*, Warszawa 1946, s. 406-407; R. Jastrzębski, *Funkcje weksla w II Rzeczypospolitej*, Warszawa 2003, s. 138-142.
[375] M. Puławski, *Dwieście lat…,* s. 171.
[376] P. Łagowski, *Geneza rynku*…, s. 73-74.
[377] D. Dziuba, *Giełdy…*, s. 95.
[378] M. Puławski, *Dwieście lat…,* s. 182-183.
[379] S. Woyzbyn, *Giełda: przeszłość, organizacja obecna, obroty*, Warszawa 1928, s. 147-148.

literaturze ekonomicznej pojawiły się postulaty utworzenia zbożowej giełdy terminowej. Jak dowodził T. Brudziński, handel terminowy ma wiele zalet takich jak możliwość *hedgingu* czy też przyciąganie inwestorów[380]. W ocenie autora, powstanie takiej giełdy było konieczne, by Polska mogła dostosować się do reszty świata[381]. Pomysłów tych jednak nie zrealizowano.

Należy zatem stwierdzić, że do wybuchu II Wojny Światowej nie wykształciła się na polskich giełdach praktyka obrotu instrumentami pochodnymi. Nie oznacza to jednak, że na ziemiach polskich nie zawierano w ogóle umów stanowiących instrumenty pochodne. Jak wskazuje S. Woyzbun w opracowaniu z 1928 roku, choć na giełdzie warszawskiej nie dochodziło do zawierania omawianych kontraktów, interesy terminowe były prowadzone „poza giełdą, w sporych rozmiarach, zwłaszcza w okresach ożywienia giełdy, lecz prywatnie, nieoficjalnie"[382]. Również Encyklopedia Handlowa Orgelbranda z 1914 roku wspomina o tym, że na giełdzie warszawskiej można zawierać kontrakty terminowe i umowy opcyjnie, jednak wyłącznie „nieurzędownie"[383] Ponadto polscy kupcy mieli możliwość dokonywania transakcji terminowych na giełdach zagranicznych[384]. Powyższe uwagi prowadzą do konieczności rozważania, w jaki sposób prawo obowiązujące na ziemiach polskich regulowało zawieranie umów stanowiących derywaty. Temu zagadnieniu będą poświęcone dalsze rozważania.

6.2. Stanowisko prawodawstwa i judykatury wobec derywatów z rozliczeniem fizycznym na ziemiach polskich

Nie ulega wątpliwości, że na ziemiach polskich dopuszczalne było zawieranie umów terminowych, przewidujących dostawę fizyczną towarów. Były to bowiem, jak już wskazywano, umowy sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy. Jeżeli w postępowaniu sądowym dowiedziono, że kontrakty terminowe miały być wykonywane efektywnie, a nie tylko wyłącznie przez rozliczenie pieniężne, wówczas sądy przyjmowały, że zawarte umowy są ważne i zaskarżalne[385]. Co więcej, w okresie zaborów oraz pierwszych latach II RP obowiązywały na ziemiach polskich normy, które wprost odnosiły się do umów

[380] T. Brudziński, *Zagadnienie handlu terminowego zbożem,* „Rolnictwo. Czasopismo miesięczne poświęcone zagadnieniom polityki rolnej, agrarnej, leśnej i weterynaryjnej", 1933, tom 3, zeszyt 2, 32-33.
[381] Tamże, s. 22.
[382] S. Woyzbun, *Giełda…*, s. 148.
[383] *Interesa giełdowe* [w:] S. Orgelbrand, *Encyklopedia handlowa Orgelbranda, t. 1*, Warszawa 1914, s. 268.
[384] *Terminowe operacje* [w:] A. Mączak (red.), *Encyklopedia historii gospodarczej Polski do 1945 roku*, tom 2, s. 384.
[385] Zob. wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 maja 1928r., sygn. Rw. 863/28, OSP, 1928, t. 7, s. 392-396.

sprzedaży z terminem wykonania oznaczonym w przyszłości. Takim przepisem był §376 niemieckiego kodeksu handlowego, który stanowił, że „jeżeli zastrzeżono, iż świadczenie jednej strony ma być dokonane w pewnym ściśle oznaczonym czasokresie lub w ciągu pewnego ściśle oznaczonego czasu, druga strona ma prawo, gdy świadczenie nie zostało dokonane w pewnym ściśle oznaczonym czasokresie lub w ciągu pewnego ściśle oznaczonego czasu, odstąpić od umowy albo gdy dłużnik popełnia zwłokę żądać zamiast wypełnienia wynagrodzenia szkody zamiast wypełnienia. Wypełnienia może żądać tylko wtedy gdy niezwłocznie po upływie czasu lub czasokresu zawiadomi przeciwników, iż obstaje przy wypełnieniu. Jeżeli żąda się wynagrodzenia szkody z tytułu niewypełnienia, a towar ma cenę giełdową lub rynkową, można żądać różnicy między ceną nabycia a ceną giełdową lub rynkową w czasie i w miejscu powinnego oświadczenia”[386]. Podobny przepis obowiązywał na ziemiach zaboru austriackiego[387]. Nie tylko zatem wyraźnie dopuszczono możliwość zawierania kontraktów terminowych zakładających fizyczną dostawę towaru, ale także zastrzeżono, iż w razie niewykonania umowy druga strona może domagać się odszkodowania w wysokości różnicy między ceną zapłaconą za towar, a ceną rynkową. W sytuacjach niewykonania kontraktów terminowych dopuszczono więc taki sam rezultat, jak w przypadku umów na różnicę kursu, w których od początku wyłączona jest konieczność fizycznej dostawy instrumentu bazowego. Podobna regulacja została wprowadzona w polskim kodeksie handlowym z 1934 roku, w odniesieniu do umowy sprzedaży handlowej. Zgodnie z art. 551 §1 k.h., jeżeli strony się umówiły lub z okoliczności wynika, że świadczenie ma być spełnione niezawodnie w ściśle oznaczonym terminie, a nie zostało w tym terminie spełnione, uważa się, że strona, na której rzecz miało nastąpić świadczenie od umowy odstępuje, chyba że bezzwłocznie po upływie terminu oświadczy stronie przeciwnej, że obstaje przy jej wykonaniu. Natomiast według §2 przywołanego przepisu, w razie zwłoki strona, na której rzecz świadczenie miało nastąpić może gdy przedmiot sprzedaży ma cenę targową lub giełdową domagać się jako odszkodowania różnicy między ceną umówioną a ceną targową lub giełdową dnia, w którym świadczenie miało być spełnione. Dla zastosowania niniejszego przepisu konieczne było, by zgodnie z umową świadczenie miało być niezawodnie spełnione w ściśle określonym terminie, przy czym takie określenie terminu mogło wynikać wprost z umowy, jak też z okoliczności transakcji. Jak wywodził J. Namitkiewicz, za taką okoliczność uznana może być m.in. sytuacja, gdy sprzedaż nastąpiła z powołaniem się na warunki giełdowe, które

[386] Treść przepisu podaję za: *Kodeks handlowy obowiązujący na ziemiach zachodnich Rzeczpospolitej Polskiej. Przekład urzędowy z uwzględnieniem ustawodawstwa polskiego*, Poznań 1924, s. 133
[387] L. Piętak, *Miscellanea…*, s. 60-65.

przewidują ściśle określony termin zapłaty i dostawy towaru[388]. Przywołany autor odwoływał się zatem w tym przypadku do kontraktów terminowych zawieranych na giełdzie, przewidujących fizyczną dostawę towaru. Gdyby taka umowa nie została wykonana w terminie ściśle określonym, wówczas druga strona mogła domagać się odszkodowania w wysokości różnicy między ceną umówioną (czyli z chwili zawarcia kontraktu), a ceną giełdową z dnia wykonania umowy. Tak obliczoną wartość M. Allerhand określił mianem „szkody abstrakcyjnej", której dochodzenie nie wymagało od powoda wykazywania wysokości poniesionej szkody[389]. Podobnie zatem jak w przypadku wspomnianych wyżej przepisów niemieckiego i austriackiego kodeksu handlowego, polski kodeks handlowy przewidywał, że jeśli kontrakt terminowy nie został wykonany w terminie ściśle oznaczonym, to w rezultacie druga strona umowy może domagać się tego, co byłoby wykonaniem umowy różniczkowej – zapłaty różnicy ceny z momentu zawarcia umowy i z chwili jej wykonania. Należy jednak zastrzec, że pierwotnie musiała być zawarta umowa sprzedaży przewidująca rzeczywistą dostawę towaru w terminie ściśle oznaczonym.

6.3. Stanowisko prawodawstwa i judykatury wobec derywatów z rozliczeniem pieniężnym na ziemiach polskich w okresie zaborów

Powyższe uwagi prowadzą nieuchronnie do postawienia pytania, w jaki sposób prawo obowiązujące na ziemiach polskich traktowało umowy różniczkowe, zatem nieprzewidujące fizycznej dostawy towaru, a jedynie rozliczenie pieniężne różnicy kursowej. Taki typ kontraktów jest bliski współczesnej postaci derywatów. Jak opisano powyżej, w XIX wieku to właśnie kwestia kwalifikacji umów dyferencyjnych był podstawowym problemem prawnym dotyczącym derywatów w Europie i USA.

W okresie zaborów, na ziemiach polskich obowiązywały różne systemy prawne. Toteż by odpowiedzieć na zadane powyżej pytanie, należy odnieść się do poszczególnych porządków normatywnych. W pierwszej kolejności trzeba przeanalizować stan prawny w Królestwie Polskim. Na tym obszarze stosunki prywatnoprawne były w dużej części regulowane w przepisami Kodeksu Napoleona. Jak zaś wskazano przy okazji omawiania stanowiska prawa francuskiego, przywołany kodeks przewidywał, iż zobowiązania z zakładów i gier mają

[388] J. Namitkiewicz, *Kodeks handlowy. Komentarz. Tom II. Czynności handlowe. Art. 498-697*, Warszawa 1935, s. 99.
[389] M. Allerhand, *Kodeks handlowy. Komentarz,* Lwów 1935, s. 808; podobnie: A. Żabicki*, Polskie prawo handlowe, t. 2*, Łódź 1948, s. 77.

charakter niezupełny. Dla rozciągnięcia jednak ochrony prawnej na umowy różniczkowe zawierane na giełdzie, prawodawca francuski uchwalił ustawy szczególne wyłączające możliwość podnoszenia zarzutu gry w przypadku sporów wynikłych z giełdowych umów dyferencyjnych[390]. W Królestwie Polskim jednak przytoczone ustawy szczególne nie obowiązywały. Na brak stosownych przepisów i swoistą lukę prawną zwracał uwagę J. Namitkiewicz w 1921 roku[391]. Wobec powyższego uznawano, że powództwa o wykonanie umów różniczkowych były niedopuszczalne[392]. Ponadto, umowy różniczkowe były niekiedy krytykowane z punktu widzenia etycznego i ekonomicznego. Artur Sulimierski określał je mianem „gry hazardowej"[393], natomiast H. Radziszewski wskazywał, iż takie kontrakty są „szkodliwą i godną potępienia grą giełdową", która może doprowadzić jednostki do ruiny finansowej, zaś w skali państwa wywołać sztuczne zwiększenie podaży i spadek cen instrumentu bazowego[394].

Takie stanowisko reprezentowało również orzecznictwo. Istotny w tej materii jest wyrok IX Departamentu Senatu Rządzącego z 1869 roku[395] . Wyrok zapadł w następującym stanie faktycznym: dom handlowy w Berlinie pozwał przed sąd warszawski mieszkańca Królestwa Polskiego. Powód wskazywał, że kupił, jako komisant, dla pozwanego określoną ilość żyta, a następnie sprzedał je taniej, wskutek czego oczekiwał zapłaty różnicy. Pozwany zaś bronił się, że nie była to „rzeczywiste kupno i odsprzedaż", a jedynie „gra różniczkowa na cenę żyta". Istota niniejszego sporu sprowadzała się zatem do pytania, czy doszło do zawarcia kontraktu terminowego, w którym strony zamierzały fizycznie dostarczyć rzecz będącą przedmiotem umowy, czy też chodziło o umowę różniczkową. Występujący w sprawie prokurator uznał, że zawarta umowa miała charakter dyferencyjny. Zdefiniował ją jako umowę, w której strony od początku nie mają zamiaru dostarczać zamówionych towarów, a jedynie płacić sobie wzajemnie różnicę cen podług notowań na giełdzie w oznaczonym dniu. Prokurator określił omawiany kontrakt mianem umowy losowej i zakładu „bardzo hazardownego", który może doprowadzić zarówno do wielkich wygranych, jak i wysokich przegranych. Powołując się na art. 1965 Kodeksu Napoleona prokurator argumentował, że powództwo w niniejszej sprawie

[390] Zob. rozdział I pkt 4.4.
[391] J. Namitkiewicz, *Obecny stan prawodawstwa handlowego w b. Królestwie Kongresowem*, „Ruch Prawniczy i Ekonomiczny", 1921, z. 3, s. 435.
[392] S. Woyzbun, *Giełda…*, s. 147-148.
[393] A. Sulimierski, *Podręcznik handlowy zawierający teoryę handlu i krótki zarys korespondencyi handlowéj*, Warszawa 1872, s. 45.
[394] H. Radziszewski, *Podręcznik ekonomji politycznej do użytku szkół średnich w Polsce*, Warszawa 1919, s. 96-97.
[395] Wyrok IX Departamentu *Loewenberg przeciwko Leipziger*, Rocznik Sądowy na rok 1871, Warszawa, s. 175-178. Senat Rządzący w Rosji od 1802 roku pełnił funkcję sądu kasacyjnego, zob. szerzej: T. Maciejewski, *Historia administracji*, Warszawa 2006, s. 169.

jest niedopuszczalne. Rządzący senat zgodził się z poglądem wyrażonym przez prokuratora i uchylając wyroki sądów niższej instancji, powództwo oddalił. Należy więc uznać, że na terenie Kongresówki umowy różniczkowe traktowano jako zakłady, w związku z czym zobowiązania z nich wynikające uważano za niezupełne.

Jeszcze bardziej restrykcyjne przepisy obowiązywały w zaborze rosyjskim podległym prawu rosyjskiemu. Zgodnie bowiem z art. 1401 Tomu X Zwodu Praw, „zabroniona jest sprzedaż wszelkiego rodzaju prywatnych promes na jakiekolwiek loterje lub na pożyczkę premijową". Zaś według art. 1401[1] przywołanego aktu, „zabronione są układy dotyczące kupna i sprzedaży na termin waluty złotej, trat i tym podobnych walorów, ocenionych podług złotej waluty, zawierany wyłącznie w celu otrzymania różnicy między kursem waluty przez strony umówionym, a rzeczywistym kursem na termin oznaczony, oraz układy co do kupna i sprzedaży waluty złotej i pomienionych walorów, znane pod nazwą umów z premją, stelaży i układów z prawem wymagania dopłaty lub wielokrotnych"[396]. Należy uznać, że skoro ustawa zakazywała zawierania takich umów, to były one uznawane nie tylko za niezaskarżalne, ale w ogóle nieważne.

Bardziej liberalne ustawodawstwo obowiązywało w zaborze austriackim i niemieckim. Jak już wcześniej wskazano, umowy różniczkowe uważano za zakłady w rozumieniu ABGB, jednak na mocy przepisów austriackiej ustawy giełdowej z 1 kwietnia 1875 roku zobowiązania z takich umów były zaskarżalne, o ile kontrakty zawarto na giełdzie[397]. Te normy zostały uzupełnione przepisami austriackiej ustawy z 4 stycznia 1903 roku, zakazującej zawierania omawianych umów w stosunku do określonych towarów (instrumentów bazowych) – zboża i produktów mącznych[398]. W zaborze austriackim od wejścia w życie ustawy z 1875 roku była zatem możliwość sądowego dochodzenia roszczeń z umów dyferencyjnych, o ile były one zawierane na giełdzie, a nadto od wejścia w życie ustawy z 1903 roku, o ile również nie dotyczyły zboża i produktów mącznych.

Podobna sytuacja miała miejsce w zaborze niemieckim. Jak stwierdzono powyżej, BGB wprost określało umowy różniczkowe jako zakłady, w związku z czym miały one charakter niezaskarżalny[399]. Natomiast niemiecka ustawa giełdowa z 1896 roku czyniła wyjątek od

[396] J. Kozłowski, W. Szawłowski, *Prawo cywilne obowiązujące na ziemiach wschodnich Rzeczpospolitej Polskiej, tom 1*, Wilno 1930, s. 319; zob. także orzeczenie SN z 30.09.1926r., sygn. N.I.C. 2145/28, opub. w: W. Szawłowski, *Prawo cywilne obowiązujące na ziemiach wschodnich Rzeczpospolitej Polskiej*, *tom 2,* Wilno 1932, s. L (50).
[397] Zob. rozdział I pkt 4.4.
[398] M. Allerhand, Glosa do orzeczenia SN z 6.06.1935r., sygn. II C 2685/34, OSP, t. 14, Warszawa 1935, s. 471-474.
[399] Zob. rozdział I pkt 4.4.

powyższej regulacji, o ile umowa była zawarta na giełdzie, oprócz umów na określone towary, np. zboże czy mąkę, które były zawsze niedozwolone[400].

6.4. Stanowisko prawodawstwa i judykatury wobec derywatów z rozliczeniem pieniężnym na ziemiach polskich w latach 1918-1934

Po odzyskaniu przez Polskę niepodległości początkowo sytuacja prawna dotycząca umów różniczkowych nie była jednoznacznie określona. Dnia 20 stycznia 1921 roku Sejm uchwalił ustawę o organizacji giełd w Polsce[401]. Przywołana ustawa nie poruszała wprost problematyki instrumentów pochodnych. Jednak zgodnie z art. 24 przytoczonego aktu, „z chwilą wejścia niniejszej ustawy w życie tracą moc obowiązującą wszystkie przepisy prawne, odnoszące się do giełd na całym obszarze Rzeczypospolitej Polskiej, o ile są sprzeczne z niniejszą ustawą", zaś według art. 25 cytowanej ustawy, „do czasu ujednostajnienia prawa handlowego w całej Rzeczypospolitej Polskiej utrzymuje się w mocy na obszarze b. dzielnicy austrjackiej postanowienia §§ 13-16 austrjackiej ustawy giełdowej z r. 1875". Wskazane przepisy ustawy austriackiej to normy dotyczące możliwości zawierania umów różniczkowych na giełdach. Można więc stwierdzić, że ustawa dozwalała na zawieranie umów dyferencyjnych jedynie na giełdach w dawnym zaborze austriackim[402].

Wspomniana ustawa została uchylona rozporządzeniem Prezydenta Rzeczpospolitej z dnia 28 grudnia 1924 roku o organizacji giełd. Także i ten akt prawny nie określił jednoznacznie sytuacji prawnej dotyczącej instrumentów pochodnych. Zgodnie z § 34 przywołanego aktu, „Minister Skarbu w porozumieniu z Ministrem Przemysłu i Handlu, względnie Minister Przemysłu i Handlu, może po wysłuchaniu rad giełdowych i właściwych izb przemysłowo - handlowych uregulować w drodze rozporządzenia zawieranie na giełdach tranzakcyj terminowych, w szczególności może całkowicie lub częściowo zakazać zawierania takich tranzakcyj, względnie całkowicie lub częściowo zezwolić na zawieranie ich tam, gdzie dotychczas istniały do tego przeszkody prawne. W rozstrzyganiu sporów prawnych, wynikłych na tle tranzakcyj, dozwolonych w trybie określonym w poprzednim ustępie, będzie niedopuszczalny zarzut, że roszczenie opiera się na umowie o różnicę kursu, która ma być oceniana jako zakład lub gra". Wskazane rozporządzenie nie zostało jednak do końca istnienia

[400] E. Swan, *Building…*, s. 224.
[401] B. Marks, *Z historii ustawodawstwa i prawodawstwa giełdowego (1817-1921),* [w:] J. Skodlarski (red.), *Księga jubileuszowa poświęcona 50-leciupracy naukowo-dydaktycznej prof. dr. hab. Wiesława Piątkowskiego*, Łódź 2006, s. 178.
[402] Tamże, s. 180.

II RP wydane[403]. Ponadto omawiane rozporządzenie zawierało przepisy analogiczne do wyżej wskazanych norm ustawy z 1921 roku – uchylenie wszystkich dawniejszych przepisów prawnych odnoszących się do giełd (§37) oraz utrzymanie w mocy przepisów ustawy giełdowej austriackiej dopuszczającej zawieranie umów różniczkowych na giełdzie (§38).

Cytowane przepisy dotyczące instrumentów pochodnych były uznawane w okresie dwudziestolecia międzywojennego za niejednoznaczne[404]. Także ze współczesnej perspektywy trudno dokonać ich wykładni. Nie dziwią więc rozbieżności w literaturze międzywojennej dotyczące interpretacji przytoczonych norm. Według pierwszego stanowiska, od wejścia w życie przywołanego wyżej rozporządzenia z 1924 roku, zobowiązania wynikające z giełdowych umów różniczkowych są w pełni zaskarżalne[405]. Mogła za tym przemawiać wykładnia § 34 omawianego aktu, zgodnie z którym można było wprowadzić zakaz zawierania transakcji terminowych, zatem można uznać, że zasadą była dopuszczalność ich dokonywania. Zgodnie natomiast z drugim poglądem, kwestię umów dyferencyjnych należało oceniać z punktu widzenia prawa dawnych państw zaborczych obowiązujących na terytorium danej dzielnicy, gdyż żadne rozporządzenie zakazujące, ani dozwalające na zawieranie umów terminowych nie zostały wydane[406]. Trzeba przychylić się do drugiego ze wskazanych zapatrywań. Skoro bowiem żadne przepisy wykonawcze nie zostały w tej materii wydane, to nie można uważać, że rozporządzenie Prezydenta RP z 1924 roku uregulowało kwestię giełdowych umów różniczkowych. Co więcej, fakt, że przywołany akt prawny uchylał wszystkie dawniejsze przepisy odnoszące się do giełd z wyjątkiem przepisów dotyczących umów terminowych na obszarze dawnego zaboru austriackiego, wskazuje, że intencją ustawodawcy było dopuszczenie do zawierania umów dyferencyjnych jedynie w Galicji[407].

Porządkując ten skomplikowany stan prawny należy uznać, że po wejściu w życie rozporządzenia Prezydenta RP z 1924 roku jedynie na obszarze dawnego zaboru austriackiego istniała możliwość zawarcia giełdowych umów różniczkowych, na podstawie których można było skutecznie wytoczyć powództwo do sądu. Natomiast na obszarze dawnej dzielnicy niemieckiej zobowiązania z takich umów miały charakter niezaskarżalny, co wynika wprost z omawianego wcześniej §794 BGB oraz z faktu, że uchylona została niemiecka ustawa giełdowa, jako „dawniejszy przepis odnoszący się do giełdy", która wprowadzała wyjątek od

[403] R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania*, Lwów 1938, s. 598.
[404] Tamże.
[405] J. Poznański, *Gra i zakład,* [w:] H. Konic (red.), *Encyklopedja podręczna prawa prywatnego, t. 1,* Warszawa 1931, s. 371.
[406] *Giełda (II)* [w:] S. Waschke, B. Olszewicz (red.), *Podręczna encyklopedja handlowa,* Poznań 1931*,* s. 376.
[407] B. Marks, *Z historii…,* s. 178

ogólnej zasady przewidzianej w §794 BGB[408]. Podobna sytuacja miała miejsce w dawnej Kongresówce, gdzie obowiązywał art. 1965 Kodeksu Napoleona. Wydaje się zaś, że na obszarze dawnego zaboru rosyjskiego, umowy różniczkowe były w ogóle nieważne.

Przedstawione stanowisko znajduje potwierdzenie w orzeczeniach sądowych z tego okresu. W pierwszej kolejności należy odwołać się do wyroku Sądu Najwyższego z 11 maja 1934 roku[409]. W przywołanej sprawie powód – bank z Bytomia pozwał swojego klienta o zapłatę kwot wynikających z rachunków bankowych. Pozwany bronił się wskazując, że jego dług wynika z „terminowej gry spekulacyjnej", a takie zobowiązania, zgodnie z §794 BGB są niezaskarżalne. Sąd Apelacyjny w Katowicach w niniejszej sprawie zastosował niemiecką ustawę giełdową, jako ustawę obowiązującą w Polsce. Sąd Najwyższy nie zgodził się z takim poglądem. Uznał, że rozporządzenie Prezydenta RP z 1924 roku uchyliło wskazaną ustawę, Ustalił ponadto, że polskie prawo nie zabraniało polskim obywatelom zawierać umów na zagranicznych giełdach oraz że w sprawie właściwe będzie prawo niemieckie. Wobec powyższego Sąd Najwyższy uchylił wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach i przekazał do ponownego rozpoznania. Sąd Najwyższy uznał zatem, że na terenie dawnego zaboru niemieckiego nie obowiązuje niemiecka ustawa giełdowa, a jedynie §794 BGB. Sąd nie wykluczył jednak zastosowania w konkretnej sprawie niemieckiej ustawy giełdowej, w razie ustalenia, że prawem właściwym w sprawie byłoby prawo niemieckie.

Inne stanowisko co do możliwości stosowania prawa obcego w stosunku do umów różniczkowych wyraził Sąd Apelacyjny w Warszawie z 5 grudnia 1928 roku[410]. W przywołanej sprawie bank z siedzibą w Paryżu wytoczył powództwo przeciwko swojemu klientowi przed Sąd Okręgowy w Białymstoku o zapłatę kwot wynikających z wykonywanych w ciągu kilku lat zleceń pozwanego nabywania na giełdzie paryskiej różnych walorów. Pozwany podniósł zaś zarzut, iż wskazane transakcje miały charakter dyferencyjny, zatem były zakładem. Sąd Apelacyjny w Warszawie w pierwszej kolejności ustalił, przy pomocy opinii biegłych, że w omawianej sprawie nie dochodziło do transakcji rzeczywistego nabycia i zbycia papierów wartościowych, tylko do zlecenia przez pozwanego powodowemu bankowi zawierania umów różniczkowych. Sąd zwrócił bowiem uwagę, że z ksiąg handlowych banku wynika, iż pozwany nabywał i zbywał jednocześnie te same papiery wartościowe, zaś do ksiąg w terminach likwidacyjnych wpisywano jedynie różnice kursów tych papierów. Można zatem

[408] Odmiennie: *Giełda (II)* [w:] S. Waschke, B. Olszewicz (red.), *Podręczna…*, s. 377.
[409] Orzeczenie Sądu Najwyższego z 11 maja 1934r., sygn. C III 253/33, Zbiór Orzeczeń Sądu Najwyższego, Orzeczenia Izby Cywilnej, 1934, z. 12, s. 3—4.
[410] Wyrok SA w Warszawie z 5.12.1928r., sygn. A.C. IV 565/27, PPH, nr 1/1929, s. 127-130.

domniemywać, że umowy różniczkowe dokumentowano jako splot dwóch transakcji. Gdy pozwany chciał „kupić na termin" określone akcje, zatem grał na zwyżkę kursu, wówczas „zawierał" jednocześnie dwie umowy z tym samym podmiotem: zakupu akcji po cenie w terminie zawarcia umowy oraz sprzedaży takiej samej ilości akcji po cenie giełdowej z określonego dnia w przyszłości. Jeśli pozwany chciał zaś „sprzedać na termin" wówczas dokonywał czynności odwrotnych. Kiedy zaś nadchodził oznaczony termin, wierzytelności stron miały potrącać się do wysokości wierzytelności niższej. Sąd Apelacyjny w Warszawie przyjął jednak, że w takiej sytuacji dochodzi po prostu do zawarcia umowy dyferencyjnej, czyli na różnicę kursu[411].

Następnie zaś Sąd Apelacyjny przeszedł do rozważań prawnych i wskazał, że na terenie dawnego zaboru rosyjskiego takie umowy nie były zakazane, lecz miały charakter niezaskarżalny, gdyż były uznawane za niemoralne. Ponadto Sąd Apelacyjny odmówił zastosowania prawa francuskiego, gdyż uznał, że przepisy dotyczące zarzutu gry mają charakter przepisów porządku publicznego, gdyż zostały wydane w celach moralności publicznej. Od przywołanego wyroku obie strony wywiodły skargi kasacyjne, które Sąd Najwyższy w wyroku z 9 maja 1930 roku oddalił[412]. Sąd Najwyższy uznał, że przepisy Tomu X Zwodu Praw nie zakazywały zawierania umów różniczkowych, ale podobnie jak art. 1965 Kodeksu Napoleona nie pozwalały na wytaczanie powództw o wykonanie tych kontraktów. Ponadto Sąd Najwyższy potwierdził, że w sprawie nie mogą mieć zastosowania francuskie przepisy giełdowe wyłączające możliwość podniesienia zarzutu gry.

Na podstawie przywołanych wyżej wyroków można wyprowadzić kilka istotnych wniosków. Po pierwsze, według orzecznictwa na terenie dawnego zaboru niemieckiego, rosyjskiego, jak i na obszarze Kongresówki, umowy różniczkowe miały charakter niezaskarżalny, niezależnie od tego, czy były zawierane na giełdzie. Po drugie, w orzecznictwie nie było zgody co do możliwości zastosowania do transakcji dyferencyjnych prawa obcego – w pierwszym z przywołanych orzeczeń Sąd Najwyższy uznał, że jest to dopuszczalne, podczas gdy w drugiej sprawie sądy jednoznacznie wykluczyły taką możliwość. Wreszcie trzeba zwrócić uwagę, że w przytoczonych sprawach powodami były banki, dokonujące transakcji na giełdzie na zlecenie klienta zaś pozwanymi - ich klienci. Nie były to zatem spory między stronami samej umowy różniczkowej, tylko między jedną z jej stron oraz jej pośrednikiem.

[411] Objaśnianie transakcji różniczkowych za pomocą splotu dwóch umów sprzedaży i potrącenia krytykował i oceniał jako pozorne L. Piętak na gruncie prawa austriackiego, zob. L. Piętak, *Miscellanea…,* s. 123-124, przypis 178.

[412] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 maja 1930r., sygn. N.I.C. 437/29, Zbiór Orzeczeń Sąd Najwyższego Izby Pierwszej (Cywilnej), 1930, półrocze pierwsze, s. 191-194.

Polska judykatura oceniała te sprawy jednak w taki sam sposób, jak spory między samymi stronami umów dyferencyjnych, w odróżnieniu np. od orzecznictwa angielskiego, które dopuszczało możliwość skargi pośrednika przeciwko klientowi w oparciu o umowę różniczkową[413].

Inna sytuacja, jak już powyżej opisano, miała miejsce na obszarze dawnego zaboru austriackiego. Ustawa z 1921 roku o organizacji giełd, jak i późniejsze rozporządzenie Prezydenta z 1924 roku bowiem utrzymały w mocy przepisy austriackiej ustawy giełdowej z 1875 roku odnoszące się do umów różniczkowych. Na tle tych przepisów powstał jednak inny problem prawny, który został rozstrzygnięty w wyroku Sądu Najwyższego z 6 czerwca 1935 roku[414]. W przywołanej sprawie bank mający siedzibę w Budapeszcie domagał się zapłaty od lwowskiego kupca zapłaty za kupno zboża, jakiej dokonywał na jego zlecenie na giełdzie budapesztańskiej. Pozwany zaś bronił się zarzutem, że były to transakcje dyferencyjne. Choć co do zasady były one dozwolone w Galicji gdy zawierano je na giełdzie, to jednak w tym przypadku w ocenie pozwanego winny być uznane za niedopuszczalne, gdyż ich przedmiotem było zboże. Dokonywania zaś takich transakcji zakazywała austriacka ustawa z 1903 roku o zakazie terminowego handlu zbożem i mlewem. Sąd drugiej instancji uznał, że wobec wejścia w życie ustawy z 1921 roku o organizacji giełd w Polsce przepisy ustawy austriackiej z 1903 roku zostały uchylone. Sąd Najwyższy wyraził jednak odmienny pogląd. Uznał, że przywołana ustawa polska uchylała jedynie dawne przepisy o organizacji giełd, zaś wzmiankowana ustawa austriacka nie może być tak kwalifikowana. Ponadto stwierdził, że w omawianej sprawie trzeba zastosować prawo obowiązujące w Polsce, tj. austriacką ustawę z 1903 roku, gdyż odmienne przepisy prawa obcego byłyby sprzeczne z podstawowymi zasadami krajowego porządku prawnego. Przywołane orzeczenie poddał krytyce M. Allerhand. W ocenie przywołanego autora, ustawa z 1903 roku odnosiła się do giełdy i jako taka została uchylona przepisami ustawy z 1921 roku[415]. Z taką konstatacją należy się zgodzić, tym bardziej, że w polskiej ustawie o organizacji giełd z 1921 roku, jak i w późniejszym rozporządzeniu Prezydenta z 1924 wyraźnie pozostawiono w mocy jedynie przepisy austriackiej ustawy giełdowej z 1875 roku przewidujące zaskarżalność umów różniczkowych zawartych na giełdach. Maurycy Allerhand w odniesieniu do omawianego wyroku zwrócił uwagę nadto na fakt, że oceniana w tej sprawie umowa była zawarta na giełdzie w Budapeszcie, zastosowane winno być zatem prawo węgierskie. Nie można przy tym przyjąć, zdaniem autora, że uznanie w niniejszej sprawie

[413] Zob. rozdział I pkt 4.2.
[414] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 czerwca 1935r., sygn. C. II. 2685/34, OSP, 1935, t. 14, s. 471-474.
[415] M. Allerhand, Glosa do wyroku SN z 6.06.1935r., sygn. C. II. 2685/34, OSP, t. 14, 1935, s. 471-473.

umowy za ważną i zaskarżalną byłoby sprzeczne z podstawowymi zasadami krajowego porządku publicznego, gdyż pozwany był przedsiębiorcą i grając na giełdzie musiał liczyć się z możliwością odnotowania straty[416]. Można zatem przyjąć, że na obszarze dawnego zaboru austriackiego co do zasady umowy różniczkowe były ważne i zaskarżalne, jeżeli zawierane były na giełdzie, sporne jednak było, czy ważne są też te z nich, których przedmiotem było zboże lub produkty mączne.

Nie ulega natomiast wątpliwości, że umowy dyferencyjne zawierane poza giełdą były także w dawnym zaborze austriackim uznawane za niezaskarżalne. Dowodem tego jest wyrok SN z 31 października 1927 roku[417]. W przywołanym orzeczeniu Sąd oddalił powództwo oparte na zobowiązaniu wynikającym z umowy różniczkowej z uwagi na jego niezupełny charakter. Sąd stwierdził, że w omawianej sprawie nie doszło do zawarcia umowy terminowej zakładającej fizyczną dostawę instrumentu bazowego (w tym wypadku akcji), a wyłącznie umowy dyferencyjnej. Dowodem tego były zaś rozmowy stron umowy, w których wyrażali oni „wzajemnie swoją ciekawość, który któremu różnicę kursu będzie miał zapłacić".

6.5. Stanowisko prawodawstwa i judykatury wobec derywatów z rozliczeniem pieniężnym na ziemiach polskich po wejściu w życie kodeksu zobowiązań

Stan prawny na ziemiach polskich w omawianym zakresie zmienił się wraz z wejściem w życie kodeksu zobowiązań. Zgodnie z art. 610 § 1 k.z. niedopuszczalne jest sądowe dochodzenie wierzytelności, pochodzących z gry lub zakładu. Według zaś art. 611 przywołanego aktu, za grę uważa się również umowę o dostawę towarów lub papierów wartościowych, jeżeli według wyraźnej lub domniemanej woli stron rzeczywiste spełnienie wzajemnych świadczeń jest wyłączone, a tylko jedna lub druga ze stron obowiązana jest zapłacić różnicę między umówioną ceną sprzedaży a ceną rynkową w czasie wykonania umowy. Regulację dotyczącą omawianej problematyki zamykał art. 612 k.z., zgodnie z którym przepisów powyższych nie stosuje się do gier i losowań, zarządzonych lub zatwierdzonych przez państwo oraz do umów zawieranych na giełdach.

Przywołana zmiana jednolicie unormowała kwestię umów różniczkowych na terytorium II Rzeczpospolitej. Jako zasadę przyjęto, że umowa dyferencyjna, czyli taka, która nie przewiduje

[416] Tamże.
[417] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 31 października 1927r., sygn. Rw. 2300/26, OSP, 1928, t. 7, s. 76.

fizycznej dostawy towaru, a jedynie wykonanie przez rozliczenie pieniężne, stanowi grę i w związku z tym zobowiązanie z niej wynikające ma charakter niezaskarżalny. Z drugiej jednak strony zarzut gry był wyłączony w stosunku do umów zawieranych na giełdach.

W odniesieniu do przytoczonych przepisów należy w pierwszej kolejności zauważyć, że dla ich zastosowania konieczne jest, by strony określiły charakter dyferencyjny umowy wyraźnie lub w sposób domniemany. W większości przypadków jednak nie zastrzegano wyraźnie, że wykonanie umowy będzie następowało jedynie przez zapłatę różnicy między ceną towaru z dnia zawarcia umowy, a z chwili jej wykonania[418]. Konieczne zatem było, dla właściwej kwalifikacji umowy, wzięcie pod uwagę dodatkowych względów, które wskazywałyby na domniemaną wolę stron. Autorzy przedstawiali szereg takich przykładowych okoliczności. Według J. Korzonka i I. Rosenblütha, mogą to być np. wiadoma stronom niemożność faktycznego dostarczenia towarów, czy też faktyczne niewykonywanie zleceń[419]. Z kolei J. Namitkiewicz wskazywał jeszcze inne sytuacje, takie jak: zawód strony, który nie przystawał do przedmiotu zawartej umowy lub stosunek możliwości finansowych strony do wielkości obrotów[420]. Sporna zaś w doktrynie międzywojennej była kwestia, komu trzeba przypisać wolę zawarcia umowy różniczkowej, by móc zastosować art. 611 k.z. Według J. Namitkiewicza, wbrew językowej wykładni tego przepisu wystarczy, by tylko jedna ze stron umowy miała wolę wykonania umowy przez rozliczenie różnicy kursów, a druga strona o tym wiedziała, lub mogła z okoliczności transakcji wywieść taki wniosek o zamiarze kontrahenta[421]. Przy takiej interpretacji polskie przepisy były bardzo zbliżone do omawianego powyżej §764 BGB, który wprost przewidywał, że dla jego zastosowania wystarczy wola jednej ze stron umowy, jeśli druga strona o tym zamiarze wie lub wiedzieć musi. Natomiast E. Till i R. Longchamps de Bérier przyjmowali, że konieczne dla zastosowania art. 611 k.z. jest wykazanie woli obu stron umowy, czym regulacja kodeksu zobowiązań miałaby się różnić od unormowania tego problemu w prawie niemieckim[422].

Co istotne, w doktrynie sformułowanie „umowa o dostawę towarów lub papierów wartościowych" było rozumiane szeroko. Za taką umowę mogła być uznana nie tylko umowa

[418] J. Namitkiewicz, *Kodeks zobowiązań. Komentarz dla praktyki. Tom II, Część szczegółowa art. 294-645, przepisy wprowadzające kod. zob. oraz projekt kodeksu cywilnego*, Łódź 1949, s. 451-452.
[419] J. Korzonek, I. Rosenblüth, *Kodeks zobowiązań. Komentarz. T. 2*, Kraków 1935, s. 1220.
[420] J. Namitkiewicz, *Kodeks zobowiązań…,* s. 452.
[421] Tamże.
[422] E. Till, R. Longchamps de Bérier, *Polskie prawo zobowiązań. Część szczegółowa. Projekt wstępny z motywami*, Lwów 1928, s. 258-259; podobnie: L. Domański, *Instytucje kodeksu zobowiązań. Komentarz teoretyczno-praktyczny. Część szczególna*, Warszawa 1938, s. 670.

sprzedaży, ale również komisu, zlecenia, spółki[423]. Dla zakwalifikowania umowy z art. 611 k.z. bowiem, jak wskazywał J. Namitkiewicz, znaczenie miał cel gospodarczy kontraktu, a nie jego typ formalnoprawny[424]. Ponadto, L. Domański podnosił, że za grę należy również uznać umowę na różnicę kursów, choćby nie mogła być ona określona jako „umowa o dostawę towarów lub papierów wartościowych"[425]. Powyższe uwagi dowodzą, że w doktrynie międzywojennej umowa różniczkowa nie była traktowana jako oddzielny typ umowy, a jedynie jako zbiorcza kategoria dla różnych umów, których wykonanie miało następować przez zapłatę różnicy między ceną z chwili zawarcia umowy, a ceną z dnia jej wykonania. Kategorię umów dyferencyjnych wyróżniono w kodeksie zobowiązań w celu przesądzenia, że stanowią one grę, chyba że były zawarte na giełdach. W piśmiennictwie podkreślano, że dla kwalifikacji kontraktu z art. 611 k.z. należy wziąć pod uwagę gospodarczy cel umowy, który trzeba określić jako chęć odnotowania zysku na wzroście lub spadku cen określonego towaru. Należy zauważyć także, iż w doktrynie wyróżniono także umowę o wypłatę różnicy kursu między ceną z chwili zawarcia umowy, a z dnia jej wykonania, która nie może być nazwana umową o dostawę towaru. Przywołana uwaga jest szczególnie istotna współcześnie, gdy część instrumentów pochodnych ma za instrumenty bazowe nie towary lub papiery wartościowe, ale wskaźniki ekonomiczne czy stawki klimatyczne. W takim przypadku zaś nie można mówić o dostawie instrumentu bazowego.

Jak zatem powyżej opisano, umowy różniczkowe były przez kodeks zobowiązań traktowane jako gry. W związku z tym zobowiązania z nich wynikające miały charakter niezaskarżalny. Wyjątkiem były umowy zawierane na giełdach, gdyż wówczas zarzut gry był wyłączony[426]. Takie podejście, jak wskazano wcześniej, było powszechne także w innych państwach Europy oraz w USA. Trzeba jednak zwrócić uwagę na pogląd sformułowany w doktrynie międzywojennej przez H. Konica, zgodnie z którym umowy różniczkowe nie powinny być traktowane jak gry, jeśli mają one na względzie „realny cel ekonomiczny"[427]. Autor podaje przykład, w którym kupiec planuje zakupić towar w walucie zagranicznej, zabezpiecza się więc przed wzrostem ceny tej waluty zawierając umowę różniczkową na daną walutę zagraniczną. Wówczas, według autora, dochodzi do „asekuracji kursu waluty obcej" i taka umowa winna być w pełni zaskarżalna[428]. Innymi słowy, H. Konic zauważył, że niektóre

[423] J. Namitkiewicz, *Kodeks zobowiązań…,* s. 452; L. Domański, *Instytucje kodeksu zobowiązań. Komentarz teoretyczno-praktyczny. Część szczególna*…, s. 669.
[424] J. Namitkiewicz, *Kodeks zobowiązań*…, s. 452.
[425] L. Domański, *Instytucje kodeksu zobowiązań. Komentarz teoretyczno-praktyczny. Część szczególna*…, s. 670.
[426] F. Zoll, *Zobowiązania w zarysie według polskiego kodeksu zobowiązań*, Warszawa 1948, s. 443.
[427] H. Konic*, Prawo…,* s. 305.
[428] Tamże.

umowy dyferencyjne mogą służyć celom *hedgingowym* i wówczas, w ocenie autora, należy uznawać je za zaskarżalne. Autor zaprezentował zatem odmienne podejście, niż ustawodawca – proponował uzależnienie zaskarżalności umowy różniczkowej nie od miejsca jej zawarcia (na rynku giełdowym lub pozagiełdowym), tylko od ekonomicznego celu umowy. Tym samym nawiązał do omawianych powyżej poglądów wyrażanych w USA na przełomie XIX i XX wieku dotyczących wyjątku od zasady „*intent test*" tj. sytuacji, gdy zawarta umowa miała na celu zabezpieczenie interesów kupca przed wahaniami cen[429].

Wybuch drugiej wojny światowej nie pozwolił na szersze stosowanie w praktyce przepisów kodeksu zobowiązań dotyczących umów dyferencyjnych. Po zakończeniu wojny, w zmienionych warunkach politycznych i gospodarczych, omawiane przepisy kodeksu zobowiązań straciły znaczenie z uwagi na zniesienie giełd[430]. Jak podkreślono w doktrynie, omawiane kontrakty w przeszłości wywoływały kryzysy ekonomiczne, natomiast „w ustroju socjalistycznym tego rodzaju umowy są zupełnie nieaktualne"[431]. Przytoczone przepisy kodeksu zobowiązań zostały uchylone ustawą z dnia 23 kwietnia 1964 roku - Przepisy wprowadzające kodeks cywilny. Kwestie instrumentów pochodnych i ich kwalifikacji cywilnoprawnej mogły stać się na powrót aktualne dopiero po transformacji ustrojowej na przełomie lat 80 i 90 XX wieku.

6.6. Derywaty w Polsce na przełomie XX i XXI wieku

Przejście od gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej, jakie nastąpiło w Polsce na przełomie lat 80-tych i 90-tych XX wieku, pozwoliło na otwarcie nowego rozdziału historii instrumentów pochodnych na ziemiach polskich. W dniu 12 kwietnia 1991 roku do życia została powołana Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., zaś 4 dni później odbyła się inauguracyjna sesja giełdowa[432]. Podstawą prawną obrotu giełdowego była ustawa z dnia 22 marca 1991 roku - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych[433]. Początkowo we wspomnianym akcie nie zawarto przepisów odnoszących się do derywatów, dopiero ustawa z dnia 29 grudnia 1993 roku o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw zmieniła ten stan. Jak stanowił dodany dzięki wspomnianej

[429] Zob. rozdział I pkt 4.3.
[430] A. Ohanowicz, J. Górski, *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Poznań 1956, s. 199-200.
[431] Tamże.
[432] P. Łagowski, *Geneza rynku…,* s. 17.
[433] Dz.U. 1991, nr 35, poz. 155, dalej: p.p.o.p.w.f.p.

nowelizacji art. 49 ust. 3 omawianej ustawy, „przewodniczący Komisji może określić, w drodze zarządzenia, tryb i warunki wprowadzania do publicznego obrotu szczególnych praw z papierów wartościowych (opcje, transakcje terminowe)". Takie zarządzenie zostało jednak wydane dopiero 10 lutego 1997 roku[434]. Jak stwierdzono wówczas w doktrynie, instrumenty pochodne wprowadzone do publicznego obrotu na mocy tego zarządzenia mogły kreować w pełni zaskarżalne zobowiązania[435]. Zgodnie bowiem z art. 413 § 2 k.c., roszczeń z gry lub zakładu można dochodzić tylko wtedy, gdy gra lub zakład były prowadzone na podstawie zezwolenia właściwego organu państwowego. Przywołane zarządzenie należy zaś traktować jako właściwe zezwolenie[436].

Omawianą ustawę zastąpiła ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi[437]. Zgodnie z art. 3 ust. 3 tego aktu, „papierami wartościowymi są również inne, niż wymienione w ust. 2, prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny papierów wartościowych wymienionych w ust. 1 i 2 (prawa pochodne)". W wyniku nowelizacji z dnia 12 marca 2004 roku, do tej definicji dodano sformułowanie „a w szczególności kontrakty terminowe i opcje". Przywołane akty zostały zmienione obecnie obowiązującą ustawą z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, której normy będą przedmiotem analizy w kolejnych rozdziałach pracy.

Na podstawie przedstawionych przepisów instrumenty pochodne zadebiutowały na warszawskiej giełdzie. Dnia 16 stycznia 1998 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. rozpoczęła notowanie kontraktów terminowych na WIG20, zaś 9 marca 1998 roku rozpoczęły się tam notowania pierwszych warrantów[438]. W ten sposób rozpoczął się nowy rozdział w historii instrumentów pochodnych w Polsce.

7. Wnioski

Powyższe rozważania pozwalają wyprowadzić szereg wniosków. W pierwszej kolejności trzeba wskazać, że instrumenty pochodne wywodzą się, przynajmniej w ich podstawowej wersji, z umów sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy. Takie

[434] Zarządzenie Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych z dnia 10 lutego 1997 r. w sprawie trybu i warunków wprowadzania do publicznego obrotu szczególnych praw z papierów wartościowych (opcji i transakcji terminowych), M.P.1997.11.77.
[435] L. Koziorowski, *Umowa opcji kupna i sprzedaży jako gra lub zakład*, PPH, 1996, nr 5, s. 32.
[436] Tamże.
[437] Dz.U. 1997 nr 118, poz. 754, dalej: p.p.o.p.w.
[438] A. Chłopecki, *Opcje…,* s. 22.

kontrakty były zawierane już w państwach starożytnej Mezopotamii, skąd trafiły do świata greckiego i rzymskiego. Dzięki prawu rzymskiemu powstały podstawy teoretyczne do konstruowania instrumentów pochodnych. W prawie rzymskim umowa sprzedaży została ukształtowana jako umowa konsensualna. Rzymianie dopuszczali możliwość zawarcia umowy sprzedaży rzeczy, której sprzedawca nie był właścicielem w chwili zawarcia umowy (tzw. krótka sprzedaż), a także umów kupna rzeczy spodziewanej lub samej nadziej (*emptio spei*). Ten dorobek wykorzystywany był w Europie w czasach średniowiecza, kiedy oprócz handlu terminowego towarami, zaczęto także dokonywać sprzedaży „na termin" pierwszych papierów wartościowych oraz walut (weksle).

Trzeba zauważyć, że omawiane umowy w okresie starożytności i średniowiecza były zawierane głównie w celu zapewnienia dostaw określonego towaru w przyszłości, choć zdarzało się, że były one wykorzystywane w celach spekulacyjnych. W przywołanych epokach zawieranie umów terminowych było ściśle związane z intensywnością obrotu handlowego – pierwsze instrumenty pochodne były wykorzystywane w miejscach, w których wymiana gospodarcza była ożywiona (Mezopotamia, imperium arabskie, średniowieczne włoskie miasta).

Do prawdziwego przełomu w dziejach instrumentów pochodnych doszło w XVI i XVII wieku na niderlandzkich giełdach. Zaczęto tam bowiem handlować kontraktami terminowymi, tworząc pierwszy, dobrze wykształcony, rynek instrumentów pochodnych. Cel niektórych stron tych transakcji był wówczas wyraźnie spekulacyjny. Co jednak najważniejsze, zaczęto rezygnować z fizycznego wykonania zawieranych umów, na rzecz wyłącznie pieniężnego rozliczenia. Rozpoczęto więc zawieranie umów stanowiących derywaty w takiej formie, w jakiej obecnie dominują na rynku finansowym.

Z Holandii instrumenty pochodne trafiły do Anglii, gdzie na przestrzeni XVII-XIX wieku wykształciła się ostatecznie praktyka giełdowego obrotu derywatami. Zaczęto ich używać nie tylko do prostej spekulacji, ale też w celach *hedgingowych* i jako elementy strategii inwestycyjnych. Omawiane umowy stały się także bardzo popularne na towarowych giełdach amerykańskich w XIX wieku, gdzie powstały nawet specjalne giełdy poświęcone wyłącznie transakcjom terminowym. W krajach anglosaskich zarówno prawodawstwo, jak i judykatura, początkowo zajęły nieprzychylne stanowisko wobec derywatów. W pierwszej kolejności kwestionowano możliwość zawierania umów krótkiej sprzedaży. Następnie uznano legalność takich transakcji, jednak wciąż wymagano od stron fizycznego wykonania umowy – w innym wypadku zawarty kontrakt traktowano jako zakład. Wreszcie, na przełomie XIX i XX wieku

wykształciła się praktyka, zgodnie z którą umowy różniczkowe były zaskarżalne, o ile zawierane były na giełdzie. Podobne stanowisko przyjęły prawodawstwa państw europejskich.

Kolejnym ważnym dla rozwoju derywatów okresem była druga połowa XX wieku, kiedy wskutek globalizacji, informatyzacji i postępu inżynierii finansowej transakcje będące derywatami zaczęły być dokonywane przez wielkie podmioty finansowe, a tworzone derywaty zaczęły mieć coraz bardziej skomplikowaną konstrukcję. Z uwagi na fakt, że omawiane umowy zawierane były głównie na rynku pozagiełdowym (OTC), ustawodawcy zaczęli w coraz szerszym zakresie dopuszczać legalność i zaskarżalność pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Wreszcie należy zaznaczyć, że wykorzystanie instrumentów pochodnych przyczyniło się do wybuchu globalnego kryzysu gospodarczego w 2008 roku, co skłoniło prawodawców ponownie do ustanowienia ściślejszego nadzoru nad rynkiem derywatów.

Na ziemiach polskich do wybuchu drugiej wojny światowej nie powstał oficjalnie rynek instrumentów pochodnych. Takich transakcji nie dokonywano na rodzimych giełdach. Omawiane umowy były jednak zawierane na giełdach zagranicznych oraz w obrocie pozagiełdowym. W okresie zaborów i pierwszych lat po odzyskaniu niepodległości, na ziemiach polskich obowiązywały ustawodawstwa państw zaborczych, które co do zasady nie dopuszczały zaskarżalności umów różniczkowych, z pewnymi wyjątkami. Natomiast od wejścia w życie kodeksu zobowiązań, wskazane umowy były uznane za zaskarżalne, o ile zawarte zostały na giełdzie. W ten sposób powielono rozwiązania innych ustawodawstw z tego okresu wobec derywatów. Wybuch wojny nie pozwolił jednak nowych regulacji przetestować w praktyce. W okresie powojennym zaś, założenia gospodarcze ustroju socjalistycznego wykluczyły w ogóle możliwość dokonywania transakcji stanowiących instrumenty pochodne. Zagadnienia związane z derywatami stały się na powrót aktualne dopiero w latach 90-tych XX wieku, wraz z przywróceniem w Polsce zasad gospodarki rynkowej.

II. Pojęcie instrumentu pochodnego

1. Pojęcie instrumentu pochodnego w znaczeniu ekonomicznym

W poprzednim rozdziale poświęconym rozwojowi derywatów w ujęciu historycznym pojęciem instrumentu pochodnego posługiwano się w sposób intuicyjny. W tym miejscu należy spróbować odpowiedzieć na pytanie, czym jest instrument pochodny. Jak wykazano w poprzednim rozdziale, współczesne znaczenie derywatów wykształciło się w drugiej połowie XX wieku, w związku z powstaniem globalnego rynku finansowego i rozwojem nowej dyscypliny naukowej – inżynierii finansowej. Pochylając się zatem nad pojęciem instrumentu pochodnego, w pierwszej kolejności należy krótko odnieść się do znaczenia, jakie nadaje się mu w naukach ekonomicznych. Nadto, zarys ekonomicznego podejścia do kwestii instrumentów pochodnych pozwoli na wyjaśnienie terminologii finansowej odnoszącej się do derywatów. To zaś jest niezbędne do dalszych, prawnych ustaleń odnoszących się do instrumentów pochodnych.

1.1. Podstawowe cechy instrumentu pochodnego

W literaturze finansowej dość podobnie definiuje się pojęcie instrumentu pochodnego[439]. Jak wskazuje J. Hull, instrumentem pochodnym jest walor, którego cena uzależniona jest od wartości aktywów pierwotnych[440]. Inni autorzy uznają, że instrumentem pochodnym są instrumenty, z których stopa zwrotu zależna jest ściśle od innych instrumentów[441]. W proponowanych definicjach podkreśla się związek między instrumentem pochodnym, a innym aktywem, które określane jest mianem instrumentu bazowego lub aktywu

[439] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 17.
[440] J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje*. *Wprowadzenie*, Warszawa 1997, s. 13-14.
[441] E. Wiśniewska, *Giełdowe…,* s. 17.

bazowego[442]. Stąd, opisywane konstrukcje zostały nazwane „pochodnymi" instrumentami. Jest to instrument niesamodzielny, zależny od wartości instrumentu podstawowego[443].

Instrumenty pochodne są określane również mianem derywatów[444]. Także ta nazwa wyraża wspomniany wyżej związek z instrumentem bazowym. Określenie derywat wywodzi się bowiem od łacińskiego „*derivatio*", oznaczającego wywieść, wyprowadzić[445]. Przytoczone nazwy należy traktować synonimicznie.

Drugą, obok pochodnego charakteru, cechą derywatów jest ich terminowość. Gospodarczy sens tych konstrukcji opiera się na wahaniach cen (wartości) instrumentów bazowych w czasie. Zasadniczo opisywane transakcje polegają na zagwarantowaniu przez strony dostawy (sprzedaży) określonych dóbr (instrumentów bazowych) w przyszłości po z góry określonych cenach[446]. W zależności od różnicy wartości instrumentu bazowego między chwilą zawarcia umowy, a chwilą jej wykonania, określona strona transakcji odnotuje zysk bądź stratę. Ta podstawowa cecha derywatów, jaką jest terminowy charakter, odróżnia je od transakcji kasowych, czyli tzw. *spot.* Transakcje kasowe są bowiem realizowane niezwłocznie po ich zawarciu. W Europie przyjmuje się, że powinny być wykonane w terminie od 2 do 5 dni[447]. Przykładem transakcji na rynku *spot* będzie zakup akcji lub operacja natychmiastowej wymiany waluty.

Kolejną podstawową cechą instrumentów pochodnych, obok jego związku z wartością instrumentu bazowego oraz różnicą w czasie między chwilą zawarcia umowy, a jej wykonaniem, jest istnienie tzw. „dźwigni finansowej" (ang. *leverage*). Dzięki niej, można osiągnąć nieproporcjonalnie wysokie zyski w stosunku do zainwestowanej kwoty[448]. W przypadku transakcji kasowych, np. zakupu akcji, inwestor w chwili zawarcia umowy musi dysponować kwotą stanowiącą całość ceny akcji. Inaczej sytuacja przedstawia się jednak w przypadku instrumentów pochodnych, gdyż wówczas w momencie zawierania umowy strona nie musi dysponować całością kwoty, na jaką opiewa transakcja. W przypadku kontraktów terminowych wystarczy, że wniesiony zostanie depozyt zabezpieczający, zaś w przypadku

[442] J. Czekaj, P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Warszawa 2017, s. 36.
[443] A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2010, s. 134.
[444] J. Czekaj, P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 36.
[445] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 134.
[446] J. Czekaj, P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 36.
[447] T. Nieborak, *Pochodne…,* s. 107.
[448] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 134.

kupna opcji – zapłata premii[449]. W chwili zawarcia umowy zatem inwestor musi jedynie dysponować określonym ułamkiem wartości nominalnej transakcji. W związku z powyższym, dźwignia finansowa pozwala na osiągnięcie bardzo dużych zysków przy niewielkim nakładzie finansowym i nawet nieznacznych wahaniach cen instrumentów bazowych, o ile oczywiście trafnie przewidziana zostanie przyszła zmiana cen[450]. W przeciwnym razie – w szybkim tempie można wiele stracić[451]. Dźwignia finansowa zatem z jednej strony jest zaletą instrumentów pochodnych, gdyż pozwala na inwestowanie przy dysponowaniu nawet niewielkim kapitałem, ale równocześnie prowadzi do zwiększenia skali ewentualnej straty.

Dotychczasowe rozważania zatem pozwoliły na wyodrębnienie następujących cech instrumentów pochodnych: związek z wartością instrumentu bazowego, możliwość wykonania transakcji w przyszłości oraz zastosowanie dźwigni finansowej. Należy przy tym podkreślić, że wszystkie wymienione cechy łączą się ze sobą i wzajemnie przenikają.

Instrumenty pochodne są wykorzystywane na szeroko pojętym rynku finansowym. Rynek finansowy, w naukach ekonomicznych, definiuje się jako rynek obrotu instrumentami finansowymi, zatem roszczeniami finansowymi jednych podmiotów gospodarczych wobec drugich[452]. Na rynku finansowym dokonuje się zatem zarówno transakcji terminowych, jak i *spot.* Sam rynek finansowy można podzielić na kilka kategorii: rynek pieniężny, na którym przedmiotem obrotu są instrumenty o terminie zapadalności nie przekraczającym roku, rynek kapitałowy, na którym obracane są instrumenty o terminie trwania dłuższym niż rok i rynek walutowy, na którym dochodzi do wymiany walut[453]. Należy zauważyć, że instrumenty pochodne mogą być wykorzystywane w każdym z wymienionych segmentów rynku finansowego, w zależności od tego, jaki jest okres ich trwania oraz instrument bazowy[454]. Niekiedy wyróżnia się także specjalną kategorię rynku finansowego, jakim jest rynek instrumentów pochodnych, na którym wykorzystywane są derywaty, niezależnie czy stanowią równocześnie przedmiot obrotu w innych segmentach rynku finansowego[455].

W tym miejscu konieczna jest także uwaga terminologiczna. W literaturze bowiem, obok określeń „instrument pochodny" oraz „derywat" używa się niekiedy pojęć „kontrakt

[449] P. Sobolewski, *Instrumenty pochodne na współczesnych rynkach finansowych* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska, *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Warszawa 2012, s. 18-19.
[450] Tamże.
[451] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 134.
[452] J. Czekaj, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…*, s. 22.
[453] Tamże, s. 31-35.
[454] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 108.
[455] J. Czekaj, P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 36-37.

terminowy" oraz „transakcja terminowa". Jak wywodzi T. Nieborak, rozumienie tych terminów jest identyczne, a różnica sprowadza się jedynie do wyeksponowania określonej cechy omawianej konstrukcji – w przypadku „instrumentu pochodnego" oraz „derywatu" – zależności od instrumentu bazowego, zaś w odniesieniu do „kontraktu terminowego" oraz „transakcji terminowej" – możliwości wykonania umowy w przyszłości. Z kolei I. Wojciechowski wskazuje, że termin „instrument pochodny" oraz „derywat" są popularne w USA i Wielkiej Brytanii, podczas gdy w Europie kontynentalnej częściej używa się pojęcia „transakcji terminowych"[456]. Wydaje się, że obaj autorzy mają rację. Określenie „transakcje terminowe" było bowiem używane w dawnej, polskiej literaturze[457]. Przywoływany w poprzednim rozdziale polski XIX-wieczny ekonomista, Florian Zubelewicz, pisał w swoim dziele z 1843 roku o „umowie terminowej" i jej dwóch rodzajach: umowie stałej lub warunkowej[458], co odpowiada dzisiejszym kontraktom terminowym i opcjom. Wyrażenie „umowa terminowa" było zatem używane jako pojęcie zbiorcze, obejmujące różne rodzaje instrumentów pochodnych.

Współcześnie nazwa „transakcja terminowa" bywa traktowana w doktrynie jako synonim derywatu[459]. Natomiast pod pojęciem kontraktu terminowego rozumie się zwykle jeden, konkretny rodzaj instrumentu pochodnego, mający z kolei dwa typy – *futures* oraz *forward*[460]. Używanie tych określeń zamiennie może zatem doprowadzić do nieścisłości, stąd w niniejszej pracy termin „kontrakt terminowy" oznaczać będzie jeden z podstawowych rodzajów instrumentów pochodnych, dzielący się z kolei na dwa typy - *futures* oraz *forward.* Z kolei, szanując tradycyjne określenie polskiej doktryny, nazwa „transakcje terminowe" będzie traktowana synonimicznie wobec nazw: „instrument pochodny" oraz „derywat"[461].

1.2. Motywy wykorzystywania instrumentów pochodnych

Opisując pojęcie instrumentu pochodnego w ujęciu ekonomicznym nie sposób abstrahować od funkcji, jakie derywaty pełnią w gospodarce. Jak wykazano w poprzednim rozdziale, wykształcenie się, w praktyce obrotu, instrumentów pochodnych służyło różnym

[456] I. Wojciechowski, *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, Zakamycze 1999, s. 44.
[457] S. Bratkowski, *Nieco inna…,* s. 137.
[458] F. Zubelowicz, *O papierach …*, s. 42.
[459] M. Michalski [w:] M. Bączyk i in., *Papiery wartościowe*, Zakamycze 2000, s. 697.
[460] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System…,* s. 793.
[461] Podobnie: T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 115-117.

celom. Współcześnie wskazuje się na trzy główne motywy stosowania derywatów – *hedging*, spekulacja oraz arbitraż. W tym miejscu pokrótce trzeba omówić każdą z wymienionych funkcji.

1.2.1. Hedging

Hedging polega na zabezpieczeniu się przed niepożądaną zmianą cen określonego dobra, będącego instrumentem bazowym wobec danego derywatu[462]. W tym celu należy zająć na rynku terminowym (rynku instrumentów pochodnych) pozycję odwrotną od zajmowanej na rynku kasowym[463]. Jeśli zatem określony podmiot jest producentem danego dobra i obawia się, że w przyszłości ceny tego dobra na rynku zmniejszą się (spadek ceny instrumentu bazowego na rynku kasowym), wówczas może nabyć instrument pochodny, w którym zajmie krótką pozycję – zobowiąże się w przyszłości do dostawy towaru po aktualnej cenie. W takiej sytuacji ewentualny realny spadek cen sprzedawanego towaru w przyszłości i związane z tym zmniejszenie dochodu ze sprzedaży towaru będzie kompensowane zyskiem z transakcji terminowej. Jeśli zaś ceny danego towaru nie spadną albo nawet wzrosną, zysk producenta będzie mniejszy, gdyż trzeba będzie pomniejszyć go o stratę wynikającą z transakcji terminowej. Zatem zastosowanie instrumentu pochodnego dla celów *hedgingowych* oznacza z jednej strony zabezpieczenie się przed stratą wynikającą z wahań cen określonych dóbr, a jednocześnie rezygnację z nieograniczonych zysków, jakie te wahania mogą przynieść[464].

Można też wyobrazić sobie inną sytuację - ten sam producent obawia się wzrostu cen w przyszłości kupowanych przez siebie prefabrykatów. W takim przypadku może nabyć instrument pochodny i zająć w nim pozycję długą, zatem „zakupić na termin" określone prefabrykaty (zwykle z rozliczeniem pieniężnym). W tej sytuacji nawet jeśli cena prefabrykatów rzeczywiście wzrośnie, to ich nabywca zwiększenie kosztów wywołanych ich nabyciem skompensuje zyskiem z wykonania transakcji terminowej.

Podane wyżej dwa przykłady wykorzystania instrumentu pochodnego w celach *hedgingowych* odpowiadają dwóm rodzajom *hedgingu*. W pierwszym przypadku doszło do *hedgingu* sprzedażowego, bowiem podmiot realizujący strategię *hedgingową* zabezpieczył się przed ryzykiem spadku cen instrumentu bazowego[465]. Natomiast druga sytuacja była

[462] W. Tarczyński, *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, Warszawa 2003, s. 111.
[463] J. Preś, *Zarządzanie ryzykiem pogodowym*, Warszawa 2007, s. 68.
[464] W. Tarczyński, *Instrumenty…*, s. 112.
[465] E. Wiśniewska, *Giełdowe…,* s. 86-87.

przykładem zastosowania *hedgingu* zakupowego, bowiem zabezpieczał on określony podmiot przed wzrostem cen instrumentu bazowego[466]. Należy zwrócić uwagę, że niezależnie od rodzaju *hedgingu*, wykorzystanie instrumentów pochodnych w tym celu stanowi formę ochrony przed ryzykiem wiążącym się z prowadzeniem działalności gospodarczej[467].

1.2.2. Spekulacja

Drugą podstawową funkcją stosowania instrumentów pochodnych jest spekulacja. Jej istotą jest osiąganie zysku przez inwestora wyłącznie wskutek zmiany cen instrumentu bazowego[468]. Spekulant zakłada, że jego przewidywania co do zmian cen instrumentów bazowych są trafniejsze od prognoz innych uczestników rynku[469]. Jego podstawowym celem jest osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków, lecz w związku z tym godzi się również ponosić bardzo duże ryzyko[470]. Na popularność derywatów wśród spekulantów wpływa funkcjonowanie, opisywanej wyżej, dźwigni finansowej. Dzięki temu mechanizmowi, spekulanci mogą liczyć na bardzo duże zyski, inwestując niewielką część kapitału. Jednocześnie jednak muszą liczyć się z odpowiadającymi zyskom dużymi stratami, jeśli zmiana cen rynkowych nie zostanie przez nich trafnie przewidziana[471].

Spekulacyjną funkcję instrumentów pochodnych najłatwiej przedstawić na przykładzie kontraktu terminowego. Jeśli spekulant przewiduje, że cena danego instrumentu bazowego wzrośnie, wówczas „kupuje na termin" dany towar, czyli zajmuje tzw. długą pozycję. Gdy jego przewidywania będą trafne, odnotuje zysk równy różnicy między ceną z chwili zawarcia kontraktu, a ceną z dnia jego wykonania. Jeśli zaś prognozy spekulanta będą mylne, wówczas poniesie on stratę obliczaną analogicznie jak przy zysku. Natomiast jeżeli spekulant przewiduje, że cena towaru spadnie, wówczas „sprzedaje na termin" ten towar, tzn. zajmuje krótką pozycję i liczy na zysk równy różnicy między ceną z chwili zawarcia transakcji oraz z dnia jej wykonania.

Niekiedy termin „spekulacja" odbiera się negatywnie, jako działanie nieuczciwe i niezgodne z prawem. Takie skojarzenie jest często pochodną ocen wyrażanych w realiach

[466] Tamże.
[467] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 755.
[468] E. Wiśniewska, *Giełdowe…,* s. 87.
[469] W. Tarczyński, *Instrumenty…,* s. 112
[470] Tamże.
[471] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 755.

systemu polityczno-gospodarczego, w jakim znajdowała się Polska w latach 1945-1989[472]. Tymczasem spekulanci odgrywają ważną rolę na rynku instrumentów pochodnych, przyczyniają się bowiem do jego stabilności i płynności[473]. Należy bowiem pamiętać, że spekulanci stanowią często drugą stronę transakcji *hedgingowych*, pozwalając na efektywny transfer ryzyka[474]. Z drugiej jednak strony nie można zapominać, że zbyt duża liczba transakcji spekulacyjnych nie jest korzystna z punktu widzenia polityki gospodarczej. Jeśli bowiem dojdzie do znacznej koncentracji strat w obrębie określonych inwestorów (spekulantów), to ich kłopoty finansowe mogą spowodować, na zasadzie domina, kryzys w całej gospodarce[475].

1.2.3. Arbitraż

Za trzeci podstawowy cel wykorzystania instrumentów pochodnych uważa się arbitraż. Polega on na dokonywaniu transakcji na dwóch lub więcej rynkach i wykorzystywaniu różnic cenowych w celu uzyskiwania ponadprzeciętnych dochodów[476]. Taka działalność różni się zasadniczo od spekulacji, gdyż arbitrażysta odnotowuje zysk nie ponosząc przy tym ryzyka strat[477]. Należy jednak wskazać, że możliwość wykorzystania nierównowagi na dwóch rynkach celem osiągnięcia zysku jest wyłącznie chwilowa, gdyż działalność arbitrażystów powoduje, że ceny na różnych rynkach wyrównują się[478]. Stąd arbitraż mogą wykorzystywać jedynie podmioty dysponujące większymi środkami, o znaczącej pozycji na rynku (np. banki czy instytucje finansowe)[479].

1.3. Podstawowe rodzaje instrumentów pochodnych

Za podstawowe rodzaje instrumentów w literaturze uważa się kontrakty terminowe (*futures* i *forward*), opcje oraz *swapy*. W tym miejscu należy krótko je scharakteryzować. Trzeba jednak zaznaczyć, że nie będzie to analiza prawna, a jedynie przedstawienie najważniejszych elementów konstrukcyjnych i wyjaśnienie gospodarczego sensu tych

[472] J. Pruś, *Zarządzanie…,* s. 67.
[473] Tamże.
[474] E. Wiśniewska, *Giełdowe…,* s. 87.
[475] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 147.
[476] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 87.
[477] Tamże.
[478] J. Pruś, *Zarządzanie…*, s. 67.
[479] W. Tarczyński, *Instrumenty…*, s. 121.

walorów. Żaden z wymienionych instrumentów pochodnych nie jest bowiem przedmiotem niniejszej pracy. Krótka charakterystyka tych derywatów jest jednak niezbędna dla zrozumienia pojęcia instrumentu pochodnego oraz dla późniejszego skontrastowania tych konstrukcji z kontraktem na różnicę, stanowiącym główny przedmiot zainteresowań w niniejszej pracy.

1.3.1. Kontrakt terminowy

Kontrakt terminowy to umowa na dostawę pewnych towarów w przyszłości. Jedna ze stron, określana mianem „nabywcy kontraktu" zobowiązuje się do zapłacenia z góry określonej ceny w danym terminie w przyszłości w zamian za otrzymanie oznaczonej ilości towaru (instrumentu bazowego)[480]. Natomiast „sprzedawca kontraktu" zobowiązuje się do dostawy określonej ilości instrumentu bazowego w przyszłości za z góry oznaczoną cenę na rzecz „nabywcy kontraktu"[481].

W związku z powyższym, „nabywcy kontraktu" zależy na wzroście cen instrumentu bazowego, wówczas bowiem odnotuje zysk. W praktyce rynkowej mówi się, że zajmuje on wtedy tzw. „długą pozycję"[482]. Natomiast „sprzedawca kontraktu" liczy na odwrotny rezultat – zyska, jeśli ceny instrumentu bazowego spadną. Takie zachowanie określa się mianem zajęcia „krótkiej pozycji"[483].

Kontrakt terminowy może przewidywać, że wykonanie umowy nastąpi przez dostawę instrumentu bazowego na rzecz „nabywcy kontraktu". Wówczas jest to transakcja o charakterze rzeczywistym[484]. Strony jednak mogą umówić się także, że wykonanie kontraktu będzie odbywało się przez rozliczenie pieniężne – tzn. przez zapłatę różnicy między ceną instrumentu bazowego określoną w umowie, a ceną instrumentu bazowego z dnia wykonania umowy. W takim przypadku instrument pochodny ma charakter nierzeczywisty[485].

Dwoma podtypami kontraktu terminowego są transakcje *futures* oraz *forward*[486]. Umowa *forward* jest zawierana w obrocie pozagiełdowym, w związku z czym nie jest

[480] P. Jankowski, M. Winiarski, P. Żuk, [w:] J. Grzywacz (red.), *Finansowe instrumenty pochodne*, Warszawa 2009, s. 29.
[481] Tamże.
[482] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 793.
[483] Tamże.
[484] M. Michalski [w:] M. Bączyk i in, *Papiery…*, s. 702.
[485] Tamże.
[486] M. Krawiec, *Zastosowania instrumentów pochodnych do ograniczania ryzyka rynkowego*, Warszawa 2007, s. 27.

standaryzowana[487]. Strony umowy samodzielnie określają ilość instrumentu bazowego oraz termin dostawy[488]. Wskazane kontrakty najczęściej wykonywane są przez fizyczną dostawę instrumentu bazowego[489]. Ich stronami są zwykle wielkie przedsiębiorstwa, banki oraz rządy państw[490]. W obrocie nimi, co do zasady, nie uczestniczy izba rozliczeniowo-rozrachunkowa, a do zawarcia umowy dochodzi w drodze negocjacji[491]. Rozliczenie umowy *forward* następuje w dniu wykonania umowy, zaś ustalenie wcześniejszego dnia wykonania umowy wymaga zgody drugiej strony[492].

Natomiast *futures* to transakcje standaryzowane, zawierane wyłącznie na giełdzie, przy udziale izby rozrachunkowej zapewniającej bezpieczeństwo obrotu[493]. W przypadku *futures*, odmiennie niż w odniesieniu do *forward*, rozliczenie transakcji następuje codziennie. Przykładowo, jeśli inwestor „nabył" kontrakt *futures* kupna instrumentu bazowego za 30 dni po 30 złotych, to jeśli w następnym dniu wynegocjowano cenę tego kontraktu opiewającą na 28 złotych z datą rozliczenia za 29 dni, wówczas cena rozliczenia droższego kontraktu spadnie do ceny 28 złotych, zaś rachunek inwestora zostanie obciążony różnicą między ceną z chwili zawarcia umowy, a ceną z dnia następnego (-2 zł)[494]. Taki model rozliczeń określany jest mianem *marking to market*[495]. Nadto, kontrakty *futures* są wykonywane przez rozliczenie pieniężne, zwykle przed ustalonym w umowie terminem. Wcześniejsze wykonanie umowy odbywa się przez zajęcie pozycji przeciwnej[496]. Nie przewiduje się też fizycznej dostawy instrumentu bazowego.

1.3.2. Opcja

Opcja stanowi umowę, dającą kupującemu prawo (a nie obowiązek) do zakupu lub sprzedaży określonego instrumentu bazowego w przyszłości, po ustalonej z góry cenie[497]. Nabywca opcji, w przeciwieństwie do stron kontraktu terminowego, może, ale nie musi

[487] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 21.
[488] M. Krawiec, *Zastosowania…*, s. 27.
[489] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 193, J. Czekaj, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…*, s. 69.
[490] M. Krawiec, *Zastosowania…,* s. 27.
[491] W. Tarczyński, *Instrumenty…*, s. 37.
[492] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 193.
[493] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 21-22.
[494] W. Tarczyński, Instrumenty…, s. 36-37.
[495] Tamże.
[496] J. Czekaj, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…*, s. 71.
[497] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 23.

wykonać umowę w przyszłości[498]. W zamian za przysługujące mu uprawnienie jest zobowiązany do zapłaty wystawcy opcji premii opcyjnej[499].

Przykładowo: inwestor, licząc na wzrost cen danego instrumentu bazowego, zawiera umowę opcji, na mocy której otrzymuje prawo do zakupu tego instrumentu bazowego po danej cenie, w zamian za zapłatę premii opcyjnej. Jeśli jego przewidywania się sprawdzą, w określonym terminie w przyszłości wykona umowę opcji i odnotuje zysk równy różnicy między ceną instrumentu bazowego z chwili zawarcia umowy i ceną z dnia jej wykonania pomniejszony o wysokość premii opcyjnej. Osiągnie zatem mniejszy dochód niż w przypadku zawarcia kontraktu terminowego w analogicznej sytuacji, gdyż jest zobowiązany do zapłaty premii opcyjnej. Z drugiej jednak strony, nie ponosi ryzyka straty większej, niż wysokość premii opcyjnej. Gdyby bowiem jego prognozy nie sprawdziły się i cena instrumentu bazowego by spadła, wówczas nie wykonałby umowy opcji (nie musiałby uiszczać drugiej stronie różnicy w cenach z chwili zawarcia umowy i z dnia jej wykonania), a jedynie poniósłby koszt zapłaty premii opcyjnej.

Opcje można podzielić na opcje kupna (*call*), czyli dające prawo do nabycia instrumentów bazowych oraz opcje sprzedaży (*put*), dające prawo do sprzedania instrumentów bazowych[500]. W literaturze wyróżnia się także podział na opcję amerykańską, którą można wykonać w dowolnej chwili do momentu jej wygaśnięcia oraz opcję europejską, która może być wykonana wyłącznie w określonym dniu[501].

1.3.3. Swap

Swapy definiuje się w naukach ekonomicznych jako umowy, których przedmiotem jest wymiana przepływów strumieni gotówkowych według określonych zasad[502]. Podstawowymi rodzajami swapów są: swapy odsetkowe (*IRS, Interest Rate Swap*), swapy walutowe (CS, Currency Swap) oraz swapy walutowo-odsetkowe (CIRS, Cross Currency Interes Rate Swap)[503]. W przypadku swapu odsetkowego strony zwykle umawiają się, że jedna z nich będzie płacić drugiej przez określony czas odsetki od kwoty nominalnej liczone według stopy stałej,

[498] M. Krawiec, *Zastosowania…*, s. 51.
[499] Tamże.
[500] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 151.
[501] M. Krawiec, *Zastosowania…*, s. 51-52.
[502] J. Czekaj, J. Raganiewicz,[w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 73-74.
[503] P. Jankowski, M. Winiarski, P. Żuk, [w:] J. Grzywacz (red.), *Finansowe…*, s. 73.

zaś druga – według stopy zmiennej[504]. Z kolei na mocy swapu walutowego strony najczęściej zobowiązują się do sprzedaży jednej waluty za drugą (transakcja spot – pierwsza noga swap) oraz do odkupienia tej waluty w terminie późniejszym, po cenie określonej w dniu zawarcia umowy (kontrakt *forward* – druga noga swap)[505]. Natomiast umowa swapu walutowo-procentowego polega na wymianie płatności odsetkowych od sumy nominalnej według stopy stałej lub zmiennej w jednej walucie, na płatności odsetkowe według stopy stałej lub zmiennej w innej walucie[506].

Umowy swapu są zawierane na rynku pozagiełdowym, w trybie negocjacji między stronami, często przy pomocy pośredników kojarzących potencjalnych partnerów[507]. Celem ich stosowania jest przede wszystkim wykorzystania tzw. korzyści komparatywnych, które występują na rynkach finansowych w związku ze zróżnicowaną oceną tych rynków oraz niejednakowymi możliwościami dostępu do nich przez różne podmioty[508].

1.4. Klasyfikacja instrumentów pochodnych

Instrumenty pochodne można podzielić na wiele kategorii, w zależności od przyjętego kryterium podziału. Takie operacje pomagają zrozumieć istotę określonych derywatów. Dzięki wyróżnieniu określonych klas instrumentów pochodnych, łatwiej można scharakteryzować dany derywat oraz porównać go z innymi podobnymi konstrukcjami. Stąd w tym miejscu celowe jest przywołanie najbardziej podstawowych podziałów instrumentów pochodnych.

1.4.1. Podział z uwagi na sposób rozliczenia

Najważniejszy, z punktu widzenia prawnego, podział instrumentów pochodnych przeprowadza się w oparciu o kryterium sposobu rozliczenia. W ten sposób instrumenty pochodne można określić mianem „rzeczywistych" lub „nierzeczywistych". Derywaty rzeczywiste to te, które przewidują fizyczną dostawę instrumentu bazowego (ang. *physical*

[504] J. Czekaj, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 74.
[505] E. Leszczyńska, *Rynek kontraktów swap w Polsce,* Warszawa 2002, s. 15.
[506] M. Bartkowiak, K. Echaust, *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie do inżynierii finansowej*, Poznań 2019, s. 101.
[507] M. Krawiec, *Zastosowania…*, s. 182-183.
[508] W. Tarczyński, *Instrumenty…*, s. 60.

delivery)[509]. Wykonanie umowy w tym przypadku polega na dostarczeniu towaru po cenie oznaczonej wcześniej, która różni się zwykle od ceny z dnia wykonania transakcji[510]. Taki charakter mają przede wszystkim opisywane wyżej kontrakty *forward,* oprócz nich zaś niekiedy także transakcje *futures* oraz opcje[511]. Jak wskazano w poprzednim rozdziale, taki charakter miały pierwsze instrumenty pochodne, z których korzystano już od czasów starożytnych.

Drugą kategorią są instrumenty nierzeczywiste (różniczkowe). Ich wykonanie następuje przez zapłatę różnicy między ceną (wartością) instrumentu bazowego z chwili jego zawarcia a tą ceną (wartością) z dnia jego wykonania[512]. W tym przypadku zatem nie dochodzi zatem do fizycznej dostawy towaru, tylko do rozliczenia pieniężnego (ang. *cash settlement*). Do tej grupy należą przede wszystkim transakcje *futures*, swapy oraz niektóre opcje[513]. Jak omówiono w poprzednim rozdziale, początek stosowania derywatów nierzeczywistych datuje się na XVI wiek, kiedy to na giełdach niderlandzkich zaczęto dokonywać takich transakcji. Współcześnie, ten typ instrumentów pochodnych zdecydowanie dominuje w obrocie. Ponad 90% wszystkich transakcji na instrumentach pochodnych dotyczy derywatów o charakterze nierzeczywistym[514]. To one też przesądzają o oryginalności tych konstrukcji pod względem prawnym.

1.4.2. Podział z uwagi na charakter zobowiązania

Inny podział derywatów jest dokonywany według kryterium charakteru zaciąganego zobowiązania. W tym zakresie można wyróżnić instrumenty bezwarunkowe oraz warunkowe[515]. Derywaty bezwarunkowe to umowy, które muszą być wykonane przez strony bez względu na okoliczności[516]. Taki charakter mają kontrakty terminowe (*futures, forwards*) oraz swapy[517]. Niezależnie bowiem od tego, w jaki sposób ukształtuje się przyszła cena (wartość) instrumentu bazowego, każda ze stron ma obowiązek wykonać umowę, od którego

[509] M. Górski, *Rynkowy system finansowy*, Warszawa 2018, s. 349-350.
[510] M. Baranowski, [w:] H. Zadora (red.), *Finanse. Kategorie-zjawiska i procesy-podmioty*, Warszawa 2015, s. 91.
[511] J. Śliwa, R. Pawlicki, *Wprowadzenie do finansów*, Warszawa 2013, s. 167.
[512] M. Baranowski, [w:] H. Zadora (red.), *Finanse…*, s. 91.
[513] M. Górski, *Rynkowy…*, s. 350.
[514] T. Nieborak, *Pochodne…,* s. 127.
[515] D. Dziawgo, *Rynek finansowy. Istota-instrumenty-funkcjonowanie*, Warszawa 2012, s. 172.
[516] M. Baranowski, [w:] H. Zadora (red.), *Finanse…*, s. 93.
[517] J. Śliwa, R. Pawlicki, *Wprowadzenie…,* s. 167.

nie może się uchylić. Wskutek tego, każda ze stron ponosi ryzyko straty, którą odnotuje, gdy jego prognoza przyszłej sytuacji na rynku się nie sprawdzi.

Z kolei derywaty warunkowe charakteryzują się tym, że są wiążące tylko dla jednej strony umowy, dla drugiej zaś stanowią prawo, z którego w określonych okolicznościach można skorzystać[518]. Podstawowym przykładem takiego instrumentu pochodnego jest opcja. Jej posiadacz ma prawo kupić (opcja kupna) lub sprzedać (opcja sprzedaży) określony instrument bazowy po danej cenie[519]. Jeśli cena (wartość) instrumentu bazowego w chwili wykonania umowy będzie dla posiadacza opcji niekorzystna (niższa od ceny z dnia zawarcia umowy w przypadku opcji kupna lub wyższa od ceny z dnia zawarcia umowy w przypadku opcji sprzedaży), wówczas nie skorzysta on ze swojego prawa i nie wykona umowy opcji. Natomiast wystawca opcji jest zobowiązany do spełnienia świadczenia niezależnie od okoliczności (w zamian za to ryzyko, otrzymuje od drugiej strony premię). Ten brak symetrii między stronami sprawia, że niektórzy autorzy określają derywaty bezwarunkowe symetrycznymi, zaś warunkowe – niesymetrycznymi[520].

1.4.3. Podział z uwagi na sposób obrotu

Następne kryterium podziału derywatów – sposób obrotu - dzieli omawiane konstrukcje na giełdowe instrumenty pochodne oraz pozagiełdowe instrumenty pochodne (ang. *OTC – over the counter*)[521]. Obrót giełdowymi instrumentami pochodnymi odbywa się na giełdzie (szerzej: w obrocie zorganizowanym). Jak wskazano w poprzednim rozdziale, to właśnie powstanie giełd (początkowo towarowych, a następnie papierów wartościowych) doprowadziło do wykształcenia się, w XVI i XVII wieku nierzeczywistych instrumentów pochodnych, zatem współczesnej postaci derywatów. Obrót derywatami na giełdach jest sformalizowany i szczegółowo normowany przez przepisy prawa[522]. Co więcej, omawiane derywaty są standaryzowane (co do terminu dostawy, miejsca dostawy, jakości przedmiotu transakcji, wielkości przedmiotu transakcji)[523]. Zatem treść tych umów nie może być swobodnie negocjowana przez strony[524]. Nadto, w zawieraniu tych umów pośredniczy izba rozliczeniowo-

[518] M. Górski, *Rynkowy…*, s. 348.
[519] M. Baranowski, [w:] H. Zadora (red.), *Finanse…*, s. 93.
[520] K. Jajuga, *Elementy nauki o finansach*, Warszawa 2007, s. 193.
[521] Tamże.
[522] T. Nieborak, *Pochodne…,* s. 121.
[523] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 34.
[524] M. Baranowski, [w:] H. Zadora (red.), *Finanse…,* s. 91.

rozrachunkowa, która kojarzy strony transakcji i następnie dokonuje rozliczenia, a także jest stroną wobec każdego z podmiotów – „kupującego" i „sprzedającego" instrument bazowy[525]. Najważniejszymi przykładami giełdowych instrumentów pochodnych są transakcje *futures* i opcje giełdowe[526].

Obecnie jednak na rynku zdecydowanie dominują derywaty pozagiełdowe (szerzej: w obrocie niezorganizowanym, OTC)[527]. Są one bardziej elastyczne, zaś ich treść może być dopasowana do potrzeb stron umowy[528]. Zawierane są w drodze indywidualnych negocjacji między stronami[529]. Początkowo obrót instrumentami pozagiełdowymi był domeną wyłącznie banków inwestycyjnych lub wielkich przedsiębiorstw finansowych[530]. Jednak rozwój platform elektronicznych, dzięki którym można przekazywać zlecenia od klienta do brokera, pozwolił na uczestnictwo w tym rynku klientów detalicznych[531]. W tym celu klienci zlecają swoim brokerom „kupowanie" lub „sprzedawanie" instrumentów pochodnych, na podstawie zawartej wcześniej umowy ramowej[532]. Na rynku podejmowane są starania, by treść tych umów ramowych była jednolita[533]. Najpopularniejszy standard umowy ramowej został sporządzony przez międzynarodową organizację ISDA (*International Swaps and Derivatives Assoctation*), której polską wersję sporządził Związek Banków Polskich[534].

Jak wspomniano także w poprzednim rozdziale, w następstwie globalnego kryzysu gospodarczego, który wybuchł w 2007 roku, wprowadzono konieczność scentralizowanego rozliczania niektórych derywatów pozagiełdowych na terenie UE oraz w USA. Te względy sprawiają, że niektóre derywaty OTC upodabniają się w swoim charakterze do giełdowych instrumentów pochodnych. Przykładami derywatów pozagiełdowych są: umowy forward, swapy oraz opcje pozagiełdowe[535].

[525] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 122-123.
[526] K. Jajuga, *Elementy…,* s. 197.
[527] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 121.
[528] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 36.
[529] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 119-120.
[530] K. Dąbek, A. Jankowska, A. Ulewicz, [w:] J. Grzywacz (red.), *Finansowe instrumenty pochodne*, Warszawa 2009, s. 108-109.
[531] Tamże.
[532] Tamże.
[533] T. Nieborak, *Pochodne…,* s. 125.
[534] K. Dąbek, A. Jankowska, A. Ulewicz, [w:] J. Grzywacz (red.), *Finansowe…*, s. 109.
[535] K. Jajuga, *Elementy…,* s. 197.

1.4.4. Podział z uwagi na rodzaj instrumentu bazowego

Najbardziej podstawowym podziałem instrumentów pochodnych z uwagi na rodzaj instrumentu bazowego jest podział na towarowe instrumenty pochodne (instrumentem bazowym są towary) oraz finansowe instrumenty pochodne (instrumentem bazowym są papiery wartościowe). Taki podział funkcjonował u początków korzystania z derywatów. Wraz z rozwojem rynku doszło jednak do wykształcenia się zupełnie nowych konstrukcji z wykorzystaniem różnych instrumentów bazowych, co sprawia, że obecnie katalog instrumentów pochodnych wyznaczony w oparciu o kryterium rodzaju instrumentu bazowego jest bardzo szeroki[536]. Wyróżnić można zatem:

1. Walutowe instrumenty pochodne – ich instrumentem bazowym są różne waluty;
2. Instrumenty pochodne na stopę procentową – ich instrumentem bazowym są stopy procentowe występujące na rynku (np. WIBOR, LIBOR);
3. Instrumenty pochodne na akcje (instrumentem bazowym są akcje konkretnej spółki) lub na indeksy akcyjne (instrumentem bazowym jest indeks akcyjny, np. WIG 20);
4. Towarowe instrumenty pochodne – ich instrumentem bazowym są towary (np. towary rolne, metalowe, produkty energetyczne);
5. Kredytowe instrumenty pochodne – służą do transferu ryzyka kredytowego. Ich instrumentem bazowym jest różnica między stopą dochodu z danego instrumentu dłużnego (np. obligacji) a stopą dochodu z inwestycji wolnych od ryzyka;
6. Pogodowe instrumenty pochodne – instrumentem bazowym są określone wielkości charakteryzujące zjawiska pogodowe, np. średnia ilość opadów na danym obszarze czy średnia temperatura;
7. Katastroficzne instrumenty pogodowe – ich instrumentem bazowym są przeciętne wielkości odszkodowań wypłacanych przez towarzystwa ubezpieczeniowe w ubezpieczeniach majątkowych.[537]

Współcześnie zatem derywaty są konstruowane w oparciu o różne instrumenty bazowe. Należy zwrócić uwagę, że niektóre z instrumentów bazowych mogą służyć do stworzenia zarówno rzeczywistych jak i nierzeczywistych derywatów (np. waluta, określony towar), podczas gdy inne stanowią fundament tylko dla instrumentów pochodnych nierzeczywistych (np. indeks giełdowy). Oczywiste jest bowiem, że gdy strony określają w umowie, że

[536] E. Wiśniewska, *Giełdowe…,* s. 30.
[537] K. Jajuga, *Elementy…,* s. 195-197.

instrumentem bazowym będzie np. indeks giełdowy, wówczas nie mogą domagać się fizycznej dostawy instrumentu bazowego. W tych przypadkach wykonanie umowy będzie polegało wyłącznie na pieniężnym rozliczeniu transakcji.

1.4.5. Inne podziały

W literaturze można spotkać się także z innymi podziałami derywatów. Według jednego z nich, instrumenty pochodne można podzielić na rozliczane jednokrotnie (np. finansowe kontrakty futures, opcje walutowe) oraz rozliczane wielokrotnie (np. swapy)[538]. W oparciu o sposób konstrukcji derywatów zaś można je podzielić na klasyczne (opcje call i put oraz kontrakty futures i forward) oraz egzotyczne, czyli zawierające niestandardowe cechy w swojej konstrukcji (np. opcje binarne)[539].

2. Pojęcie instrumentu pochodnego w znaczeniu prawnym

Po przeanalizowaniu pojęcia instrumentu pochodnego w ujęciu ekonomicznym, należy przejść do charakterystyki prawnej tego terminu. Obecnie analizowanym pojęciem posługują się różne akty prawne, a także judykatura i doktryna. Stanowi więc ono składnik zarówno języka prawnego, jak i prawniczego. Wobec powyższego konieczne jest ustalenie, jakie znaczenie prawne ma pojęcie instrumentów pochodnych. W szczególności trzeba odpowiedzieć na pytanie, czy prawodawca nadaje instrumentom pochodnym takie samo znaczenie, jakie wypracowano w naukach ekonomicznych. Tym zagadnieniom poświęcone będą poniższe rozważania.

[538] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 35.
[539] Tamże.

2.1. Instrument pochodny w prawie UE

2.1.1. Pojęcie instrumentu finansowego w prawodawstwie UE

Regulacje unijne odgrywają ogromną rolę dla polskiego prawa rynku kapitałowego[540]. Stąd, rozpoczynając rozważania nad pojęciem instrumentu pochodnego, w pierwszej kolejności należy odwołać się do prawa UE.

Już na samym początku należy zaznaczyć, że w unijnym prawie rynku kapitałowego centralnym pojęciem jest „instrument finansowy", a nie „instrument pochodny". To on wyznacza zakres zastosowania regulacji prawa europejskiego, jak i implementujących ich przepisów prawa polskiego[541]. Niewątpliwie jednak instrumentami finansowymi są także instrumenty pochodne, stąd należy w tym miejscu wyjaśnić krótko pojęcie instrumentu finansowego.

Pierwszy raz pojęcie „instrumentu finansowego" zostało użyte przez prawodawcę unijnego w dyrektywie 2003/6/WE PE i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku[542]. W art. 1 ust. 3 przywołanego aktu został zawarty katalog instrumentów, określonych mianem „instrumentów finansowych"[543]. Nawiązywał on do katalogu instrumentów zawartych w dyrektywie Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych[544], rozszerzając go m.in. o towarowe instrumenty pochodne[545]. Następnie zaś katalog instrumentów finansowych określony został w załączniku 1 sekcji C dyrektywy

[540] A. Jakubiec, *Opcja…,* s. 89.
[541] M. Godlewski, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz,* Warszawa 2022, s. 44.
[542] Dz.U.UE.L.2003.96.16., dalej: dyrektywa *Market Abuse*
[543] Zgodnie z art. 1 ust. 3 przywołanego aktu, "Instrument finansowy" oznacza:
– zbywalne papiery wartościowe według definicji zawartej w dyrektywie Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych,
– jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania,
– instrumenty rynku pieniężnego,
– kontrakty finansowe typu futures, w tym równoważne instrumenty rozliczane w gotówce,
– umowy terminowe na stopy procentowe,
– kontrakty typu swap dotyczące stopy procentowej, walut lub udziałów,
– opcje nabycia lub zbycia instrumentów objętych tymi kategoriami, wraz z równoważnymi instrumentami rozliczanymi w gotówce. Kategoria ta obejmuje w szczególności opcje walutowe i opcje stopy procentowej,
– towarowe instrumenty pochodne,
– wszelkie inne instrumenty dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w Państwie Członkowskim lub ubiegające się o zezwolenie o dopuszczenie do obrotu na takim rynku.
[544] Dz.U. L 141 z 11.6.1993, s. 27–46.
[545] A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 90 przypis 26.

2004/39/WE PE i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG[546]. Ten katalog w niezmienionej postaci został powtórzony w załączniku 1 sekcji C obecnie obowiązującej dyrektywy 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE[547]. Do niego odwołują się także inne akty unijne regulujące rynek kapitałowy, np. rozporządzenie PE i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012[548].

Wzmiankowany katalog zawiera 11 rodzajów instrumentów pochodnych[549]. Zasadniczo można je podzielić na dwie grupy: instrumenty finansowe niebędące instrumentami pochodnymi oraz instrumenty finansowe będące instrumentami pochodnymi. W pierwszej kategorii znajdują się: zbywalne papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego,

[546] Dz.U. UE L 145, s. 1 ze zm., dalej: dyrektywa MIFID I
[547] Dz.U.UE.L.2014.173.349, dalej: dyrektywa MIFID II
[548] Dz. Urz. UE L Nr 172, s. 84 ze zm., dalej: rozporządzenie MiFIR
[549] Instrumenty finansowe:
1) Zbywalne papiery wartościowe;
2) Instrumenty rynku pieniężnego;
3) Jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania;
4) Transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swap, kontrakty terminowe typu forward oraz wszelkie inne kontrakty pochodne dotyczące papierów wartościowych, instrumentów dewizowych, stóp procentowych lub oprocentowania, uprawnień do emisji lub innych instrumentów pochodnych, indeksów finansowych lub środków finansowych, które można rozliczać fizycznie lub w środkach pieniężnych;
5) Transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swap, kontrakty terminowe typu forward oraz wszelkie inne kontrakty pochodne dotyczące towarów, które muszą być rozliczane w środkach pieniężnych lub które mogą być rozliczane w środkach pieniężnych według uznania jednej ze stron, w przypadku innym niż niedotrzymanie warunków lub innego rodzaju zdarzenie skutkujące rozwiązaniem kontraktu;
6) Transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swapy oraz wszelkie inne kontrakty pochodne dotyczące towarów, które można rozliczać fizycznie, pod warunkiem że podlegają one obrotowi na rynku regulowanym, MTF lub OTF, z wyjątkiem produktów energetycznych sprzedawanych w obrocie hurtowym, stanowiących przedmiot obrotu na OTF, które muszą być rozliczane fizycznie;
7) Transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swap, kontrakty terminowe typu forward oraz wszelkie inne kontrakty pochodne dotyczące towarów, które można rozliczać fizycznie oraz które nie zostały wymienione w inny sposób w pkt 6 niniejszej sekcji i które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych;
8) Instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego;
9) Kontrakty finansowe na transakcje różnicowe;
10) Transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swapy, kontrakty terminowe typu forward oraz wszelkie inne kontrakty pochodne odnoszące się do stawek klimatycznych, opłat przewozowych lub stóp inflacji lub innych urzędowych danych statystycznych, które muszą być rozliczane w środkach pieniężnych lub można rozliczać w środkach pieniężnych według uznania jednej ze stron w przypadku innym niż niedotrzymanie warunków lub innego rodzaju zdarzenia skutkującego rozwiązaniem kontraktu, a także wszelkiego rodzaju inne kontrakty pochodne dotyczące aktywów, praw, zobowiązań, indeksów oraz środków niewymienionych gdzie indziej w tej sekcji, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych, uwzględniając, między innymi, czy podlegają one obrotowi na rynku regulowanym, OTF lub MTF;
11) Uprawnienia do emisji obejmujące dowolne jednostki uznane za spełniające wymogi dyrektywy 2003/87/WE (system handlu uprawnieniami do emisji).

jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania (pkt 1-3) oraz uprawnienia do emisji (pkt 11). Do drugiej grupy należy zaliczyć instrumenty pochodne o różnej konstrukcji (pkt 4-10).

Obecnie zatem pojęcie instrumentu finansowego w prawie UE nie ma definicji klasycznej. Wyliczono jedynie konstrukcje, które stanowią instrumenty finansowe. Co więcej, prawo UE nie definiuje poszczególnych wyliczanych konstrukcji, pozostawiając ustalenie zakresu pojęcia instrumentu finansowego w pewnym zakresie praktyce obrotu[550]. Takie podejście nie może jednak dziwić. W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę, że prawo europejskie nie reguluje kwestii materialnoprawnych związanych z obrotem na rynku finansowym[551]. Celem unijnych regulacji jest bowiem nadzór nad rynkiem kapitałowym. Prawodawca unijny koncentruje się przede wszystkim na sposobie obrotu na rynku finansowym i jego bezpieczeństwie, a w dużo mniejszym stopniu przedmiotem tego obrotu[552]. Co więcej, trudno byłoby znaleźć wspólne elementy dla różnych konstrukcji używanych na rynku kapitałowym. Przedmiotem tego obrotu nie są obecnie bowiem jedynie towary, czy papiery wartościowe, ale też prawa i obowiązki wynikające ze skomplikowanych umów stanowiących derywaty[553]. Nadto, analizowane konstrukcje wywodzą się przede wszystkim z systemu *common law*, stąd niełatwo dopasować je do siatki pojęciowej kultury prawa stanowionego[554]. Wreszcie, innowacyjność rynku finansowego sprawia, że tworzenie pojęć ogólnych mogłoby być niewystarczające z punktu widzenia celów regulacji, stąd zamiast dokonywać kwalifikacji instrumentów pochodnych – dokonano ich klasyfikacji[555].

Powyższe uwagi potwierdza także rozwój omawianego pojęcia w prawie UE. Począwszy od dyrektywy 93/22/EWG, przez dyrektywę *Market Abuse* po dyrektywy MIDIF I i MIDIF II, wyliczenie konstrukcji stanowiących instrumenty finansowe stawało się coraz dłuższe. Stopniowo bowiem włączano w zakres tego pojęcia kolejne rodzaje instrumentów stanowiących przedmiot obrotu na rynku finansowym. Z uwagi na ustawiczny rozwój inżynierii finansowej, na rynku pojawiały się i z pewnością wciąż będą pojawiać się nowe konstrukcje, które prawodawca winien objąć nadzorem. Z wymienionych zatem powodów definicja instrumentu pochodnego w prawie UE polega na długim wyliczeniu rozmaitych konstrukcji.

---

[550] K. Glibowski [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I. Komentarz,* Warszawa 2023, s. 22.
[551] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 760.
[552] M. Lemmonier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011, s. 213.
[553] A. Jakubiec, *Opcja…,* s.86.
[554] Tamże, s. 113.
[555] M. Lemmonier, *Europejskie…*, s. 260-261.

Z cywilistycznego punktu widzenia, przywołana definicja może zdawać się nadmiernie skomplikowana i nieczytelna. Od czasów recepcji prawa rzymskiego bowiem, cywiliści w Europie kontynentalnej starali się stworzyć siatkę pojęć ogólnych, z których dedukcyjnie można wyprowadzić pojęcia szczegółowe[556]. Tymczasem koncepcja instrumentu finansowego w prawie UE stoi w sprzeczności ze wzmiankowaną metodą. Należy jednak pamiętać, że regulacje unijne dotyczące rynku kapitałowego mają przede wszystkim charakter administracyjnoprawny, a dopiero w dalszej kolejności wywołują konsekwencje cywilnoprawne. Co więcej, unijne prawo rynku kapitałowego w znacznej mierze jest pochodną regulacji obowiązujących w państwach anglosaskich. W krajach kultury *common law* zaś dominuje indukcyjny paradygmat rozumowania prawniczego, który można określić formułą: „od szczegółu do ogółu"[557]. Powyższe względy przełożyły się na sposób zdefiniowania instrumentu finansowego w prawie europejskim.

2.1.2. Pojęcie instrumentu pochodnego w aktach unijnych

Po krótkim przedstawieniu pojęcia instrumentu finansowego, należy przejść do rozumienia pojęcia instrumentu pochodnego. Został on zdefiniowany w rozporządzeniu PE i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji[558]. Przywołany akt unijny zawiera szereg istotnych regulacji dotyczących rynku kapitałowego. Został przyjęty w odpowiedzi na zagrożenia wynikające z obrotu derywatami, które ujawniły się w trakcie globalnego kryzysu gospodarczego z 2008 roku[559]. Zgodnie z art. 2 pkt 5 rozporządzenia EMIR, do celów niniejszego rozporządzenia stosuje się następujące definicje: "instrument pochodny" lub "kontrakt pochodny" oznacza instrument finansowy wymieniony w sekcji C pkt 4)-10) załącznika I do dyrektywy 2004/39/WE określony w art. 38 i 39 rozporządzenia (WE) nr 1287/2006. Instrumenty pochodne nie zostały więc zdefiniowane bezpośrednio, tylko poprzez odesłanie do omawianego powyżej katalogu instrumentów finansowych z dyrektywy MIFID I[560]. Jest to niewątpliwie definicja legalna, przyjęta na

[556] W. Rozwadowski [w:] M. Safjan (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 1. Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2012, s. 6-7.
[557] I. Kamiński, *Kontrowersje wokół pojęcia europejskiej kultury prawa prywatnego*, PiP, 2002, nr 1, s. 38-39.
[558] Dz.Urz. UE L Nr 201 s.1., dalej: rozporządzenie EMIR.
[559] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 763.
[560] Tożsamego z katalogiem zawartym w obecnie obowiązującej dyrektywie MIFID II.

potrzeby wskazanego rozporządzenia, jednak ze względu na wagę rozporządzenia dla zagadnień obrotu derywatami, trzeba uznać ją za podstawową definicję instrumentów pochodnych w prawie UE. Za instrumenty pochodne należy więc uważać niektóre rodzaje instrumentów finansowych. „Instrument finansowy" stanowi zatem pojęcie nadrzędne wobec pojęcia instrumentu pochodnego, gdyż zakres nazwy „instrument pochodny" zawiera się w zakresie nazwy „instrument finansowy", co zresztą zaznaczono już wcześniej.

Instrumenty pochodne zostały więc, podobnie jak pozostałe instrumenty finansowe, zdefiniowane jedynie enumeracyjnie. Lektura omawianego katalogu prowadzi do wniosku, że za główne rodzaje instrumentów pochodnych należy uznać: transakcje opcyjne, transakcje typu futures, kontrakty terminowe typu forward oraz swapy. Prawodawca europejski bowiem wylicza je aż w 5 punktach katalogu. Nadto, jak wynika z przeprowadzonej w poprzednim rozdziale analizy historycznej, to właśnie te umowy były zawierane najczęściej na rynku na przestrzeni wieków.

Na podstawie przywołanego katalogu z dyrektywy MIFID, a także art. 2 u.o.i.f., który stanowi kalkę regulacji europejskiej, można wskazać kilka podstawowych grup instrumentów pochodnych. Prawodawca dokonuje rozróżnienia przede wszystkim w oparciu o kryterium instrumentu bazowego i sposobu rozliczenia transakcji. Pierwszą grupę derywatów stanowią finansowe instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym są: papiery wartościowe, waluty, stopy procentowe, wskaźniki rentowności, uprawnienie do emisji lub inne instrumenty pochodne, indeksy finansowe lub wskaźniki finansowe (pkt 4 sekcji C dyrektywy MIFID I, art. 2 pkt 2 lit. c u.o.i.f.). Mogą być one rozliczane zarówno fizycznie, jak i poprzez zapłatę różnicy w pieniądzu[561]. Będą to przykładowo: kontrakty *forward* na stopę procentową (FRA), *swap* walutowy lub odsetkowy lub też opcja na indeks giełdowy. Drugą kategorię stanowią derywaty towarowe, które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być tak wykonywane według wyboru jednej ze stron (pkt 5 sekcji C dyrektywy MIFID I, art. 2 pkt 2 lit. d u.o.i.f.). Przykładem takiego instrumentu będzie chociażby opcja zakupu ropy z rozliczeniem pieniężnym. Trzecią kategorię stanowią również towarowe instrumenty pochodne, które mogą być wykonane jednak przez dostawę, ale tylko wówczas, gdy są dopuszczone do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi (pkt 6 sekcji C dyrektywy MIFID I, art. 2 pkt 2 lit. d u.o.i.f.). Następnie należy wymienić towarowe derywaty, które mogą być wykonywane przez dostawę i nie są dopuszczone do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi,

[561] Tamże, s. 418-419.

jednak spełniają wymogi, o których mowa w przepisach szczególnych (pkt 7 sekcji C dyrektywy MIFID I , art. 2 pkt 2 lit. e u.o.i.f.). Wreszcie ostatnią podstawową grupą derywatów są tzw. egzotyczne instrumenty pochodne, zatem takie, których instrumentem bazowym są zmiany klimatyczne, stawki frachtowe, stawki inflacji lub inne oficjalne dane statystyczne (pkt 10 sekcji C dyrektywy MIFID I, art. 2 pkt 2 lit. i u.o.i.f.)[562]. Mogą być one rozliczane zarówno przed dostawę fizyczną, jak i pieniężnie.

Oprócz przywołanych wyżej kategorii instrumentów pochodnych wyróżnionych z uwagi na rodzaj instrumentu bazowego i sposób ich wykonania, prawodawca europejski i w ślad za nim ustawodawca polski wymieniają jeszcze dwa instrumenty finansowe uznane przez rozporządzenie EMIR za instrumenty pochodne: instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego (pkt 8 sekcji C dyrektywy MIFID I, art. 2 pkt 2 lit. g u.o.i.f.) oraz kontrakty na różnicę (pkt 9 sekcji C dyrektywy MIFID I art. 2 pkt 2 lit. g u.o.i.f.), stanowiące zasadniczy przedmiot rozważań w niniejszej pracy. W tych dwóch przypadkach nie wskazano żadnych dodatkowych warunków uznania ich za instrumenty pochodne stanowiące instrumenty finansowe. Należy zatem uznać, że w dokonanym podziale instrumentów pochodnych z uwagi na instrument bazowy prawodawca nie jest konsekwentny.

Do definicji instrumentów pochodnych w prawie UE można odnieść wyżej poczynione uwagi poświęcone definicji instrumentów finansowych, jako że instrumenty pochodne wchodzą w jej zakres. Prawodawca definiuje to pojęcie wyliczając konstrukcje, które określa jako „instrumenty pochodne". Nie wskazuje zatem wspólnego mianownika tych instrumentów, ani też bliżej nie precyzuje ich cywilnoprawnego charakteru.

2.2. Pojęcie instrumentu pochodnego w prawie polskim

2.2.1. Pojęcie instrumentu pochodnego w u.o.i.f.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi[563] jest jednym z podstawowych aktów prawnych regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce[564]. Stanowi również implementacje licznych regulacji unijnych, w tym omawianych

[562] M. Godlewski, T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 46.
[563] Dz. U. 2005, nr 183, poz. 1538, ze zm., dalej: u.o.i.f.
[564] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…*, s. 7-8.

powyżej dyrektyw MIFID. Stąd, rozpoczynając rozważania na temat pojęcia instrumentu pochodnego w prawie polskim, w pierwszej kolejności należy odwołać się do przepisów wymienionej ustawy.

W u.o.i.f. instrumenty pochodne zostały zdefiniowane w art. 3 pkt 28a, zgodnie z którym ilekroć w ustawie jest mowa o instrumentach pochodnych - rozumie się przez to opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy *forward* oraz inne prawa majątkowe, których cena lub wartość 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, oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego. Z racji na fakt, że, jak wspomniano wyżej, u.o.i.f. ma podstawowe znaczenie dla funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego, należy dokładnie przeanalizować powyższą definicję.

W pierwszej kolejności trzeba wskazać, że niewątpliwie jest to definicja legalna, która określa znaczenie omawianego pojęcia na gruncie ustawy, w której została zamieszczona. Natomiast dla rozważań prowadzonych w oparciu o przepisy innych ustaw, przytoczona definicja może mieć znaczenie jedynie pomocnicze. Dowodzi tego wyraźnie fakt, że przywołana definicja została umieszczona w art. 3 u.o.i.f., który pełni rolę „ustawowego słownika" oraz użyte w niej sformułowanie „ilekroć w ustawie jest mowa o instrumentach pochodnych", które odwołuje się jedynie do u.o.i.f. Z drugiej jednak strony, u.o.i.f. jest podstawowym aktem prawnym regulującym obrót na rynku kapitałowym, stąd waga zawartych w nim przepisów jest duża.

Konstrukcja przytoczonego przepisu budzi wątpliwości. *Prima facie* mogłoby się zdawać, że ustawodawca wskazuje, iż wymóg uzależnienia wartości prawa majątkowego od określonego instrumentu bazowego dotyczy także opcji, kontraktów terminowych, swapów i *forwardów*. Takie stanowisko reprezentuje T. Sójka, który wywodzi na podstawie przywołanego przepisu, że instrumentem pochodnym na gruncie omawianej ustawy jest prawo majątkowe, np. wynikające z umowy opcji czy swapu, którego cena zależy pośrednio lub bezpośrednio od instrumentu bazowego[565]. Takie zapatrywanie prowadziłoby jednak to nielogicznych wniosków, bowiem wymienione umowy i wynikające z nich prawa *ex*

[565] T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku kapitałowego,* Warszawa 2015, s. 679.

definitione zależą od wartości instrumentu bazowego. Gdyby prawa powstające z przywołanych umów nie zależały od wartości instrumentu bazowego, wówczas zawieranych umów nie można byłoby określić jako opcji, kontraktu terminowego czy swapu. Zaprezentowane rozumowanie prowadziłoby zatem do stwierdzenia, że w omawianym przepisie ustawodawca dopuścił się *superfluum*. Należy więc uznać, że dodatek wskazujący na relację między prawem a instrumentem bazowym tyczy się tylko „innych praw majątkowych".

Co jednak najistotniejsze, omawiana definicja ujmuje pojęcie instrumentu pochodnego w sposób niezwykle szeroki. Należy bowiem zwrócić uwagę, że w świetle tego przepisu dla uznania danej konstrukcji za instrument pochodny nie jest istotne, czy przewidziane zostało fizyczne wykonanie umowy, czy też jedynie rozliczenie pieniężne. Co za tym idzie, katalog praw majątkowych, których wartość jest zależna od wskazanych instrumentów bazowych jest nieograniczony. Definicja z omawianego przepisu odpowiada zatem ekonomicznemu ujęciu instrumentu pochodnego. Za taki, w świetle przywołanego przepisu, należy uznać każdą umowę sprzedaży, w której wydanie towaru zostało odroczone w czasie. Jeśli bowiem ustalono z góry cenę, za którą zostanie kupiony dany towar, to po stronie kupującego powstaje roszczenie o jego wydanie w oznaczonym terminie w przyszłości i niewątpliwie wartość ekonomiczna tego prawa zależeć będzie od tego, w jaki sposób kształtować się będą ceny określonego towaru – instrumentu bazowego, na rynku w chwili oznaczonej jako dzień wydania towaru.

Powyższa uwaga może budzić zdumienie. Okazuje się bowiem, że wiele umów powszechnie zawieranych w obrocie kreowałoby instrumenty pochodne w rozumieniu u.o.i.f., choć trudno wykazać ich związek z szeroko pojętym rynkiem kapitałowym. Przykładem mogłaby być umowa sprzedaży nowego samochodu, którego dostawa ma nastąpić po pewnym czasie od zawarcia umowy. W wyniku dokonania takiej czynności kupujący otrzymuje „inne prawo majątkowe", czyli roszczenie o wydanie rzeczy w określonym czasie, którego wartość zależy bezpośrednio od cen samochodów na rynku. Jeżeli ceny te wzrosną od chwili zawarcia umowy, wówczas wartość prawa kupującego (roszczenia o wydanie rzeczy) będzie wyższa, jeśli zaś ceny spadną – wartość prawa kupującego będzie mniejsza. W świetle omawianej definicji prawo kupującego do otrzymania pojazdu mogłoby być uznane za instrument pochodny, gdyż jest prawem majątkowym, którego wartość bezpośrednio zależy od cen towaru. Co więcej, przywołana szeroka definicja instrumentu pochodnego nie jest zgodna z definicją, jaką posługuje się rozporządzenie EMIR, które za instrument pochodny uznaje jedynie

konstrukcję zaliczającą się do jednej z kategorii instrumentu finansowego, wyliczonych w dyrektywie MIFID I.

Od razu jednak należy zaznaczyć, że analizowana definicja nie ma praktycznego znaczenia dla omawianej ustawy. Omawiany akt posługuje się bowiem przede wszystkim pojęciem instrumentu finansowego, tak jak to czynią zresztą dyrektywy MIFID, które są implementowane do polskiego porządku prawnego właśnie przez u.o.i.f. Definicja instrumentu finansowego znajduje się w art. 2 ust. 1 u.o.i.f., który jest praktycznie identyczny z katalogiem instrumentów finansowych z dyrektywy MIFID I. Co za tym idzie, także na płaszczyźnie prawa polskiego można wyróżnić instrumenty finansowe niebędące instrumentami pochodnymi oraz będące instrumentami pochodnymi. Trzeba zaznaczyć, że nie będą się do nich zaliczać wszystkie instrumenty pochodne w rozumieniu ekonomicznym, a wyłącznie takie, które spełniają kryteria wskazane w tym przepisie.

Nie można zatem zgodzić się z P. Tereszkiewiczem, jakoby treść art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c-j była powtórzona w wyżej cytowanym art. 3 pkt 28a u.o.i.f[566]. Precyzyjnie rzecz ujmując, między nazwami „instrument finansowy" a „instrument pochodny" w rozumieniu u.o.i.f. zachodzi relacja krzyżowania się. Istnieją instrumenty finansowe, które nie są instrumentami pochodnymi – np. akcje czy obligacje, jak i są instrumenty pochodne, które nie są instrumentami finansowymi, jak chociażby umowa sprzedaży rzeczy z odroczonym terminem jej wydania. Wreszcie istnieje trzecia kategoria – instrumenty pochodne będące instrumentami finansowymi, a zatem spełniające kryteria z art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c-i u.o.i.f. Należy przyjąć, że instrumenty pochodne niebędące instrumentami finansowymi nie mają, na gruncie u.o.i.f. praktycznego znaczenia. Ponadto, wprowadzenie tej definicji jest mylące, gdyż unijne rozporządzenie EMIR za instrument pochodny przyjmuje jedynie instrumenty pochodne będące jednocześnie instrumentami finansowymi. Stąd należy uznać, że wprowadzenie w art. 3 pkt 28a u.o.i.f. osobnej definicji instrumentów pochodnych, która posługuje się zasadniczo kryteriami wypracowanymi w naukach ekonomicznych, nie jest potrzebne i może wywoływać wątpliwości interpretacyjne, które zostały powyżej zaznaczone.

Z powyższych powodów, na gruncie u.o.i.f. za instrumenty pochodne należy rozumieć konstrukcje, które wchodzą w zakres art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c-i u.o.i.f. (ew. także art. 3 pkt 1 lit. b u.o.i.f.), to znaczy należą do grupy instrumentów finansowych. Takie ujęcie pozostaje bowiem w zgodzie z prawem UE i zakresem przedmiotowym samej ustawy, gdyż zgodnie z

[566] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System…*, s. 768.

art. 1 u.o.i.f., ustawa reguluje zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie. Z uwagi na fakt, że art. 2 u.o.i.f. zasadniczo powiela treść załącznika I sekcja C dyrektywy MIFID I, w tym miejscu nie jest konieczne omawianie poszczególnych kategorii instrumentów pochodnych, gdyż zostało to dokonane przy analizie prawa UE.

2.2.2. Pojęcie prawa pochodnego

Od „instrumentu pochodnego" należy odróżnić pojęcie prawa pochodnego. Zgodnie z art. 3 pkt 1 lit. b) u.o.i.f., prawa pochodne to 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, odnoszące się do papierów wartościowych określonych w lit. a, walut, stóp procentowych, stóp zwrotu, towarów oraz innych wskaźników lub mierników. Omawiana ustawa zalicza prawa pochodne do kategorii papierów wartościowych.

Prawa pochodne stanowią zatem szczególną kategorię instrumentów pochodnych, rozumianych tak w znaczeniu ekonomicznym, jak i prawnym (art. 3 pkt 28a u.o.i.f.). Nie każdy instrument pochodny może jednak stanowić prawo pochodne, gdyż ustawodawca wskazuje na szereg koniecznych cech prawa pochodnego – ma być to prawo majątkowe zbywalne, powstawać w wyniku emisji, i być rozliczane w sposób fizyczny lub pieniężny, gdy jego instrumentem bazowym jest papier wartościowy, o którym mowa w art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f., lub wyłącznie pieniężnie, jeśli jego instrumentem bazowym jest waluta, stopa procentowa, stopa zwrotu, towar lub inny wskaźnik czy miernik. Trzeba zauważyć, że definicja praw pochodnych w tym kształcie obowiązuje od 21 kwietnia 2018 roku[567]. Przed tą datę omawiane pojęcie było węższe, gdyż obejmowało jedynie prawa, których instrumentem bazowym był papier wartościowy.

Termin „prawo pochodne" w polskim ustawodawstwie pojawił się wcześniej niż „instrument finansowy" czy „instrument pochodny". Posługiwał się nim już art. 3 ust. 3 p.p.o.p.w., zgodnie z którym papierami wartościowymi są również inne, niż wymienione w ust.

[567] Tj. od wejścia w życie ustawy z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2018 poz. 685).

2, prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny papierów wartościowych wymienionych w ust. 1 i 2 (prawa pochodne). W wyniku nowelizacji p.p.o.p.w., do tej definicji dodano sformułowanie „a w szczególności kontrakty terminowe i opcje".

Przywołana definicja ograniczała pojęcie prawa pochodnego do tych praw, których instrumentem bazowym był papier wartościowy. Dodany jednak potem[568] ust. 4 cytowanego przepisu stanowił, że od dnia dopuszczenia do publicznego obrotu papierami wartościowymi są również inne niż określone w ust. 2 i 3 prawa majątkowe pod warunkiem, że zostaną zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych. Ta kategoria obejmowała m.in. derywaty oparte o inne instrumenty bazowe niż papiery wartościowe. W doktrynie twierdzono, że wskazane prawa nie różnią się konstrukcyjnie od praw pochodnych[569] Jakkolwiek nie były one formalnie „prawami pochodnymi" to jednak stosowano wobec nich tę nazwę[570]. Można więc uznać, że pojęcie „prawa pochodnego", choć ustawowo ograniczone, niekiedy było rozumiane szerzej, jako synonim konstrukcji nazywanych obecnie instrumentami pochodnymi.

Tymczasem obecnie obowiązująca u.o.i.f., za centralne pojęcie obrotu na rynku kapitałowym uznała „instrument finansowy", znacznie ograniczając zakres pojęcia „prawa pochodnego". Najistotniejszym czynnikiem zawężającym zakres nazwy „prawo pochodne" w świetle regulacji u.o.i.f. jest wymóg, by analizowane prawo powstało w wyniku emisji. Ta przesłanka wzbudza najwięcej kontrowersji w doktrynie i wymaga szerszego omówienia.

Pojęcie emisji nie zostało zdefiniowane w przepisach prawa, choć u.o.i.f. wiele razy się nim posługuje. Objaśnienie tego sformułowania pozostaje więc w gestii piśmiennictwa. Wydaje się, że należy je rozumieć w sposób zbliżony do potocznego znaczenia, jakie nadaje emisji praktyka rynkowa. Taką definicję formułuje A. Chłopecki, wskazując, że emisja to proces rozpoczynający się od zaproponowania przez emitenta nabycia papierów wartościowych, a kończący się z ostatnią czynnością niezbędną do nadania papierom wartościowym samodzielnego bytu w obrocie[571].

Według cytowanego autora, przesłanka emisji sprawia, że prawa pochodne musi emitować jeden podmiot, który jako jedyny będzie zobowiązany z danego papieru

[568] Ustawą z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz.U. 2004 nr 64 poz. 594).
[569] L. Sobolewski [w:] S. Włodyka (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 857.
[570] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 205.
[571] Tamże, s. 220.

wartościowego[572]. Stąd, w ocenie A. Chłopeckiego, prawami pochodnymi mogą być warranty, a nie mogą choćby kontrakty terminowe, gdyż w takim przypadku obie strony kontraktu są zobowiązane[573]. Podobne stanowisko wyraził A. Borowski, który wskazywał, że, poza warrantami, instrumenty pochodne powstają w drodze umowy dwóch „emitentów". Nie mogą być też zbywane, stąd nie istnieje w tych przypadkach podział na obrót pierwotny i wtórny[574]. Na tym stanowisku stanął też R. Czerniawski, który argumentował, że w przypadku zwykłych instrumentów pochodnych nie jest znana liczba „wyemitowanych" opcji czy kontraktów terminowych[575]. Za przedstawionym poglądem opowiadają się także inni autorzy[576].

Wydaje się natomiast, że odmiennej oceny dokonali: M. Wierzbowski, P. Wajda i K. Zaradkiewicz, którzy stwierdzają, że podstawowymi rodzajami praw pochodnych są m.in. opcje i kontrakty terminowe. Autorzy nie przedstawiają jednak szerszego wyjaśnienia swojego stanowiska[577]. Przywołaną tezę należy uznać za błędną i opowiedzieć się za poglądem wyrażanym przez większość przedstawicieli piśmiennictwa, zgodnie z którym prawami pochodnymi mogą być wyłącznie te instrumenty pochodne, które są emitowane przez jeden podmiot, który jako jedyny będzie z nich zobowiązany.

Za przyjętym zapatrywaniem przemawia nie tylko tradycyjne rozumienie pojęcia „emisja", ale także wykładnia systemowa. Jeśliby bowiem uznać, że prawami pochodnymi mogą być kontrakty terminowe czy opcje, wówczas kategoria instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi z art. 2 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. byłaby w dużej mierze pusta, bowiem większość wyliczonych w niej konstrukcji mieściłaby się w definicji papieru wartościowego, jako że prawa pochodne stanowią papiery wartościowe.

Trzeba zatem stwierdzić, że opcje czy kontrakty terminowe nie stanowią praw pochodnych, gdyż nie kreuje ich emitent. Przykładowo, na GPW S.A. w Warszawie to zarząd spółki prowadzącej rynek regulowany (GPW S.A.) niejako „proponuje" instrumenty pochodne, takie jak opcje czy kontrakty terminowe, ustanawiając tzw. standard instrumentów

---

[572] Tenże [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 832.
[573] Tamże.
[574] A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Warszawa 2005, s. 10-11.
[575] R. Czerniawski [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski (red.), *Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 46.
[576] M. Godlewski, T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 65-66; P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System…*, s. 759.
[577] P. Wajda, K. Zaradkiewicz [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,* s. 147-148.

pochodnych. Określa on podstawowe elementy konstrukcyjne danego instrumentu pochodnego[578]. Praw z tych instrumentów powstanie zaś tyle, do ilu transakcji dojdzie między zainteresowanymi stronami.

Opcje i kontrakty terminowe, będące najpopularniejszymi instrumentami pochodnymi, nie stanowią więc *de lege lata* praw pochodnych. Ta konstatacja dowodzi, że pojęcia „prawa pochodnego" na gruncie p.p.o.p.w. i u.o.i.f. różnią się od siebie znacząco, gdyż art. 3 ust. 3 p.p.o.p.w. wprost stanowił, że przykładowymi prawami pochodnymi są kontrakty terminowe i opcje.

Natomiast przykładem prawa pochodnego w rozumieniu obecnie obowiązującej ustawy, tj. u.o.i.f., jest warrant. W literaturze ekonomicznej wskazuje się bowiem, że warranty stanowią odmianę opcji, a wyróżniają się zaś właśnie tym, iż są one emitowane przez jeden, ściśle określony podmiot, w ściśle określonej liczbie[579]. Do emisji takich warrantów opcyjnych może dojść choćby przy okazji programów opcji menadżerskich[580]. W takim przypadku spółka może wyemitować warranty opcyjne, dla których instrumentem bazowym są jej własne akcje. Będą to instrumenty, które zobowiązują emitenta do zapłaty na rzecz posiadacza warrantu kwoty równej różnicy między ceną wykonania warrantu, a ceną instrumentu bazowego z chwili jego wykonania. Jeśli spółka wyda warranty swoim pracownikom, wówczas będą oni dodatkowo zmotywowani do pracy, gdyż wzrost rynkowej ceny akcji spółki przełoży się na zysk z wykorzystanych przez nich warrantów opcyjnych (tzw. opcji menadżerskich). Takie warranty należy uznać za prawa pochodne, a w konsekwencji za papiery wartościowe w rozumieniu u.o.i.f.

2.2.3. Pojęcie instrumentu pochodnego w innych przepisach prawa polskiego

Pojęcie instrumentu pochodnego jest używane nie tylko w u.o.i.f., ale także w innych ustawach. Zasadniczo możemy podzielić pozostałe ustawy korzystające z tego sformułowania na dwie kategorie – akty prawne, które konstruują własną definicję instrumentów pochodnych oraz akty, które odsyłają do u.o.i.f.

[578] J. Mojak, *Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu*, Warszawa 2021, s. 404-405.
[579] E. Wiśniewska, *Giełdowe…*, s. 27.
[580] M. Stradomski, *Wykorzystanie opcji menedżerskich w programach motywacyjnych* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy. Debiuty ekonomiczne*, Poznań 2000, s. 214-223.

W pierwszej z wymienionych grup mieści się ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi[581]. Zawiera ona bowiem własną definicję „instrumentu pochodnego". Zgodnie z art. 2 pkt 18 wymienionej ustawy, instrumenty pochodne to prawa majątkowe, których cena rynkowa zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości papierów wartościowych, o których mowa w art. 3 pkt 1 lit. a ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz inne prawa majątkowe, których cena rynkowa bezpośrednio lub pośrednio zależy od kształtowania się ceny rynkowej walut obcych lub od zmiany wysokości stóp procentowych.

Przywołana definicja jest bardzo zbliżona do definicji praw pochodnych z p.p.o.p.w., o której była analizowana powyżej. Już *prima facie* widać, że cytowana definicja obejmuje dość wąską grupę instrumentów pochodnych, z uwagi na ograniczenie zakresu pojęcia tylko do tych konstrukcji, których instrumentami bazowymi papiery wartościowe, waluty lub stopy procentowe. Z drugiej jednak strony definicja jest bardzo ogólna, gdyż cechą wyróżniającą instrumenty pochodne od innych praw majątkowych ma być zależność ich ceny rynkowej od ceny lub wartości instrumentu bazowego. Z całą pewnością to istotna cecha każdego derywatu. Z punktu widzenia jednak definicji określonych w u.o.i.f., takie ujęcie jest zbyt ogólne. Można sobie bowiem wyobrazić wiele praw majątkowych, których cena rynkowa jest zależna od wartości wymienionych instrumentów bazowych, jednak trudno uznać je za instrumenty pochodne w rozumieniu, jakie nadaje im u.o.i.f. oraz prawo UE. Jeśli bowiem określonemu podmiotowi przysługuje wobec drugiego wierzytelność wyrażona w walucie obcej, to wzrost ceny waluty obcej wpłynie na wartość tej wierzytelności. Przyjmując definicję z omawianej ustawy, taką wierzytelność należałoby określić jako instrument pochodny, co trudno pogodzić zarówno z definicjami wskazanymi w u.o.i.f., jak i rozumieniem instrumentów pochodnych w praktyce obrotu.

Warto odnotować także, że omawiana ustawa posługuje się także pojęciem „niewystandaryzowanych instrumentów pochodnych", które definiuje jako instrumenty pochodne, które są przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym, a ich treść jest lub może być przedmiotem negocjacji między stronami. Należy uznać, że taka definicja odpowiada ekonomicznemu rozumieniu standaryzacji instrumentów pochodnych. Nadto, przywoływana ustawa definiuje także „bazę instrumentów pochodnych", jako papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego lub inne prawa majątkowe, a także określone indeksy, kursy

[581] Dz. U. 2004 Nr 146 poz. 1546 ze zm., dalej: u.f.i.

walut, stopy procentowe, stanowiące podstawę do ustalenia ceny instrumentu pochodnego lub niewystandaryzowanego instrumentu pochodnego. Trudno zrozumieć, czemu w tym zakresie ustawodawca zdecydował się odejść od utrwalonego w praktyce obrotu pojęcia „instrument bazowy" i zastąpić go terminem „bazy instrumentów pochodnych"[582]. Negatywnie należy ocenić także użycie w niniejszej definicji terminu „niewystandaryzowanego instrumentu pochodnego", gdyż, jak wynika z cytowanego wyżej przepisu, zawiera się on w pojęciu „instrumentu pochodnego".

Trzeba zatem stwierdzić, że definicja instrumentu pochodnego i jego składowych w u.f.i. zawiera szereg nieścisłości. Nadto wydaje się, że nie jest celowe definiowanie w tej ustawie pojęcia „instrumentu pochodnego" w sposób odrębny od definicji z u.o.i.f. Wszak wymienione ustawy należą do tej samej gałęzi prawa, zgodnie więc z generalną zasadą wykładni prawa, pojęcia w nich używane winny być rozumiane jednakowo.

Drugą grupę ustaw posługujących się pojęciem „instrumentu pochodnego" tworzą akty, które odsyłają do u.o.i.f. Do tej kategorii można zaliczyć ustawę z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz ustawę z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych[583]. Co ciekawe jednak, każda z wymienionych ustaw odsyła do innej definicji z u.o.i.f. Zgodnie z art. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych[584], „instrument pochodny" to instrument pochodny w rozumieniu art. 3 pkt 28a u.o.i.f. Przywołana ustawa zatem posługuje się definicją wyrażoną w słowniku ustawowym z art. 3 u.o.i.f. Natomiast art. 5a pkt 13 u.p.d.o.f. stanowi, że finansowymi instrumentami pochodnymi są instrumenty finansowe, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c-i u.o.i.f. Ustawa podatkowa zatem przyjmuje węższą definicję instrumentów pochodnych, ograniczającą je do tych derywatów, które stanowią jednocześnie instrumenty finansowe. W tym zakresie jest zatem tożsama z, omawianą powyżej, definicją unijną, wyrażoną w rozporządzeniu EMIR.

Odrębną grupę ustaw tworzą te akty, które posługują się terminami innymi niż „instrument pochodny", jednak które treściowo są bardzo zbliżone do tego pojęcia lub nawet z nim tożsame. Przykładem jest art. 85 ust. 2 ustawy z dnia 28 lutego 2003 roku - Prawo upadłościowe[585], który definiuje pojęcie „terminowych operacji finansowych". Zgodnie z

[582] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 769.
[583] Dz.U. 1991 nr 80 poz. 350 ze zm, dalej: u.p.d.o.f.
[584] Dz.U. 1997 nr 140 poz. 940.
[585]Dz.U. 2003 nr 60 poz. 535 ze zm, dalej: p.u.

przywołanym przepisem, są to operacje, w których ustalono cenę, kurs, stopę procentową lub indeks - a w szczególności nabywanie walut, papierów wartościowych, złota lub innych metali szlachetnych, towarów lub praw, w tym umowy obliczone tylko na różnicę cen, opcje i prawa pochodne - zawarte na umówioną datę lub umówiony termin, w obrocie rynkowym. Przywołaną definicję można ocenić jako dość chaotyczną. Trzeba jednak pozytywnie ocenić wskazanie, że w analizowanych operacjach konieczne jest ustalenie ceny, kursu, stopy procentowej lub indeksu. Oznacza to, że omawiana definicja wymaga, by w zawieranej umowie z góry określić wartość, po której będzie ona w przyszłości wykonana. Jest to bardzo istotny element konstrukcyjny instrumentu pochodnego, o którym nie wspominano w innych, przytaczanych wcześniej aktach prawnych.

Pojęcie „terminowych operacji finansowych" jest używane także w art. 5 ust. 2 pkt 4 oraz art. 7a ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe[586]. W piśmiennictwie wskazano, że wobec braku definicji „terminowych operacji finansowych" uprawnione jest rozumienie tego pojęcia zgodnie z definicją wskazaną w art. 85 ust. 2 p.u[587]. Analizowany termin nawiązuje do używanego w doktrynie pojęcia „transakcji terminowych", które obejmuje ogół instrumentów pochodnych[588], w przeciwieństwie do kontraktów terminowych, które są jednym z rodzajów instrumentów pochodnych[589].

Jak wynika z powyższych rozważań, pojęcie instrumentu pochodnego jest używane także przez inne akty prawne, niż u.o.i.f. Zwykle odsyłają one do u.o.i.f., jednak niekiedy można spotkać odrębną definicję – jak w przypadku ustawy o funduszach inwestycyjnych. Taki zabieg nie jest zasadny – należy starać się ujednolicić rozumienie tego pojęcia, przynajmniej w granicach gałęzi prawa, jaką jest prawo rynku kapitałowego.

Obok nazwy „instrument pochodny" w polskich ustawach używane jest także pojęcie „terminowych operacji finansowych". Wydaje się, że dla jasności i spójności omawianych regulacji należałoby zrezygnować z tego określenia i zastąpić je pojęciem instrumentu pochodnego, które jest stosowane zarówno przez prawodawcę UE, jak i przez ustawodawstwo

[586] Dz.U. 1997 nr 140 poz. 939 ze zm, dalej: Prawo bankowe.
[587] A. Kawulski, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013, s. 60; Z. Ofiarski, *Prawo bankowe. Komentarz LEX*, Warszawa 2013, s. 128.
[588] S. Szuster, M. Wyrwiński [w:] F. Zoll (red.), *Prawo bankowe. Komentarz. Tom I. Komentarz do art. 1-92*, Zakamycze 2005, s. 97, P. Zapadka [w:] A. Mikos-Sitek, P. Zapadka (red.), *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2022, s. 86-88, Z. Ofiarski, *Prawo…,* s. 128.
[589] M. Michalski [w:] M. Bączyk i in., *Papiery…,* s. 697.

krajowe dotyczące prawa rynku kapitałowego, które omawianymi konstrukcjami jest najżywiej zainteresowane.

2.3. Pojęcie instrumentu pochodnego w doktrynie

Przeprowadzona wyżej analiza dowodzi, że pojęcie instrumentu pochodnego w znaczeniu prawnym jest bardzo trudne do zdefiniowania. Mnogość przepisów, przewaga języka ekonomicznego nad prawnym, innowacyjność rynku finansowego oraz nakładanie się regulacji unijnych i krajowych sprawiają, że stan prawny dotyczący derywatów nie przedstawia się klarownie[590]. Stąd należy przeanalizować propozycje definicji instrumentu pochodnego przedstawione w piśmiennictwie i skonfrontować je z obowiązującymi przepisami dotyczącymi tej materii. W założeniu bowiem definicje doktrynalne winny przedstawiać pojęcie za pomocą kategorii ogólnych, które jednocześnie pozostają w zgodzie z odnośnymi przepisami prawa.

W pierwszej kolejności warto przywołać definicję L. Sobolewskiego, według którego „instrument pochodny jest konstrukcją opartą na uzależnieniu treści pewnego prawa podmiotowego od wartości określonych dóbr będących przedmiotem obrotu cywilnoprawnego albo określonych wskaźników ekonomicznych opisujących wartość dóbr będących w obrocie. Dobra te lub wskaźniki w kontekście instrumentów pochodnych zwane są instrumentami bazowymi”[591]. Przedstawioną definicję przyjmuje wielu innych autorów[592]. Zaletą przywołanej definicji jest podkreślenie związku, jaki istnieje między treścią prawa podmiotowego a wartością instrumentu bazowego, który stanowi podstawową cechę każdego derywatu. W zależności bowiem od poziomu cen instrumentu bazowego, prawo podmiotowe będące instrumentem pochodnym może być roszczeniem o różne kwoty, a przy niekorzystnej dla uprawnionego zmianie wartości instrumentu bazowego jego prawo może w ogóle przestać istnieć. To rozumowanie może zilustrować następujący przykład: strony zawarły ze sobą kontrakt terminowy na dostawę ropy, w którym ustaliły cenę ropy na x, zaś termin wykonania umowy za miesiąc. Umowa ma być rozliczona pieniężnie. W takiej sytuacji, jeśli za miesiąc cena ropy wyniesie x+10, wówczas „kupujący” (zajmujący długą pozycję) będzie miał roszczenie o zapłatę 10. Natomiast gdy cena ropy wyniesie x+20 – wówczas temu podmiotowi

[590] A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”),* PPH, 2009, nr 7, s. 4-5.
[591] L. Sobolewski [w:] S. Włodyka (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4…,* s. 857.
[592] T. Nieborak, *Pochodne…,* s. 139; P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*… s. 752; M. Michalski [w:] M. Bączyk i in., *Papiery…,* s. 697.

będzie służyło roszczenie o zapłatę 20. Wyraźnie treść roszczenia uzależniona jest od ceny instrumentu bazowego, jakim w tym przykładzie jest ropa. Natomiast jeśli cena ropy spadnie i będzie wynosiła w dniu wykonania umowy x-10, wówczas „kupującemu" nie będzie służyło żadne roszczenie, natomiast będzie miał obowiązek zapłaty 10 na rzecz drugiej strony.

Takie ujęcie jest jednak poprawne tylko w odniesieniu do derywatów nierzeczywistych, tj. z rozliczeniem pieniężnym. Wprawdzie, jak wskazano powyżej, takie instrumenty zdecydowanie dominują na współczesnym rynku, jednak prawodawca UE, a w ślad za nim także polski ustawodawca, za instrumenty pochodne uważa również niektóre instrumenty pochodne z dostawą fizyczną, Jeśli zawarty zostanie kontrakt terminowy na dostawę akcji określonej spółki z dostawą fizyczną, wówczas niezależnie od zmiany ceny rynkowej tych akcji do momentu wykonania umowy, treść prawa podmiotowego kupującego będzie taka sama – służyć mu będzie roszczenie o wydanie mu akcji. Zmieni się wyłącznie wartość ekonomiczna jego uprawnienia, w zależności od tego, czy cena akcji wzrośnie czy spadnie. Mimo, że dojdzie wówczas do zawarcia umowy zakładającej dostawę fizyczną towaru, w świetle przepisów u.o.i.f. będzie to także instrument pochodny (art. 2 ust. 2 pkt 2 lit.c u.o.i.f.).

Wadą cytowanej definicji jest także zbyt wąskie wyliczenie instrumentów bazowych. W ocenie autora, mogły być to jedynie dobra znajdujące się w obrocie bądź wskaźniki ekonomiczne, które się do wartości tych dóbr odnosiły. Tymczasem w obrocie istnieją chociażby tzw. pogodowe instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym są indeksy pogodowe, zależne od temperatury, ilości opadów, czy zachmurzenia[593]. Wskazane derywaty nie byłyby objęte wskazaną definicją, z uwagi na zbyt wąskie zakreślenie instrumentów bazowych.

Omawiana propozycja nie może być zatem w świetle przepisów prawa UE i u.o.i.f. uznana za w pełni poprawną, choć należy przyznać, że większość derywatów na rynku byłaby objęta jej zakresem.

Podobną definicję formułuje A. Borowski, według którego instrument pochodny to zbywalne prawo majątkowe o charakterze roszczenia, którego wartość pośrednio lub bezpośrednio zależy od kształtowania się wartości instrumentu bazowego. Cechą wyróżniającą

[593] D. Blachowski, *Ryzyko pogodowe i pogodowe instrumenty pochodne w przedsiębiorstwach energetycznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia", nr 38/2011, s. 642-643.

tę propozycję jest skonkretyzowanie rodzaju prawa podmiotowego, jakim jest instrument pochodny. W ocenie autora instrument pochodny stanowi roszczenie.

Przywołana definicja od wartości instrumentu bazowego uzależnia wartość istniejącego prawa, a nie jego treść, jak w przypadku definicji L. Sobolewskiego. W ten sposób można nią objąć zarówno derywaty o rozliczeniu pieniężnym, jak i przewidujące dostawę fizyczną. Niewątpliwie bowiem, niezależnie od tego, czy derywat ma charakter rzeczywisty czy też nierzeczywisty, wartość ekonomiczna uprawnienia zmienia się wraz z wahaniem cen instrumentu bazowego. Tym samym autor uniknął zarzutu, który postawiono definicji L. Sobolewskiego.

Jednocześnie jednak takie ujęcie powoduje, że proponowana definicja jest zbyt szeroka. Obejmuje ona towarowe instrumenty pochodne niezależnie od tego, czy wykonywane są przez dostawę fizyczną, czy rozliczenie pieniężne. W takim ujęciu przykładowo prawo z umowy kontraktacji będzie stanowiło instrument pochodny. Zgodnie z art. 613 k.c., przez umowę kontraktacji producent rolny zobowiązuje się wytworzyć i dostarczyć kontraktującemu oznaczoną liczbę produktów rolnych określonego rodzaju, a kontraktujący zobowiązuje się te produkty odebrać w terminie umówionym, zapłacić umówioną cenę oraz spełnić określone świadczenie dodatkowe, jeżeli umowa lub przepisy szczególne przewidują obowiązek spełnienia takiego świadczenia. W świetle definicji A. Borowskiego, prawo z przywołanej umowy będzie stanowiło instrument pochodny. Wartość prawa podmiotowego kontraktującego, którym jest roszczenie o wydanie określonej ilości produktów rolnych, np. żyta, jest zależna od wartości instrumentu bazowego – żyta. Jeśli w chwili wykonania umowy, cena żyta będzie wyższa niż oznaczona w umowie – zyska kontraktujący, w przeciwnym razie – zyska producent rolny. Nie wydaje się jednak, by można było taką umowę uznać za instrument pochodny, tym bardziej, że nie da się ona zakwalifikować do żadnej z kategorii wymienionych w art. 2 u.o.i.f.

Ponadto, A. Borowski uzależnia uznanie za instrument pochodny od jego zbywalności. Trzeba stwierdzić, że jest to cecha zbyt zawężająca zakres nazwy „instrument pochodny". Nie ulega wątpliwości, że w przypadku wielu instrumentów pochodnych, szczególnie zawieranych na rynku pozagiełdowym (jak *swap*) strony mogą wyłączyć możliwość zbycia praw wynikających z zawartej umowy. Trudno więc wskazywać, by zbywalność była cechą konieczną każdego instrumentu pochodnego. Również w odniesieniu do giełdowych kontraktów terminowych i opcji pojęcie zbywalności może budzić wątpliwości – w tym

przypadku bowiem strona umowy, która chce „wyjść" z istniejącego stosunku prawnego, czyni to poprzez zawarcie umowy przeciwnej, czyli przez tzw. zamknięcie pozycji[594]. Nie można zatem mówić o obrocie tymi derywatami w klasycznym rozumieniu.

Zupełnie odmienną definicję derywatu od przedstawionych powyżej przedstawił W. Kocot. W ocenie autora, „instrument pochodny to dwustronnie zobowiązująca umowa, w której kontrahenci zobowiązują się do jednorazowej albo cyklicznej zapłaty sumy pieniężnej wyrażonej w polskiej lub obcej walucie lub przeniesienia prawa do instrumentu bazowego, przy czym wartość świadczenia co najmniej jednej ze stron zależna jest od przyszłego, niepewnego zdarzenia, a zatem ma losowy charakter"[595]. W pierwszej kolejności trzeba zaznaczyć, że autor uznaje instrumenty pochodne za umowy, a nie prawa majątkowe, które mogą z tych umów wynikać. Na uwagę zasługuje fakt, że w definicji podkreślony jest aspekt losowości, który, w ocenie W. Kocota, stanowi ekonomiczny motyw dokonywania tych transakcji i szczególną cechą derywatów[596]. Trzeba pozytywnie ocenić przyjęcie przez autora, że obowiązkiem wynikającym z omawianych umów może być zarówno zapłata sumy pieniężnej, jak i wydanie instrumentu bazowego. Obejmuje on tym samym zakresem definiowanego pojęcia zarówno instrumenty pochodne o rozliczeniu pieniężnym, jak i wykonaniu fizycznym.

Z drugiej jednak strony, także tej propozycji można postawić pewne zarzuty. Jej treść jest bowiem myląca – autor posługuje się kryterium losowości umowy, a z drugiej strony włącza w zakres definiowanego pojęcia derywaty o charakterze rzeczywistym. Trudno jednak instrumenty pochodne o wykonaniu fizycznym zaliczyć do kategorii umów losowych, przynajmniej w tradycyjnym, prawniczym ujęciu. W piśmiennictwie formułuje się różne definicje umowy losowej, które zwykle są do siebie podobne[597]. Z. Radwański wskazuje, że są to umowy, w których rozmiar, a nawet istnienie świadczenia zależą od przypadku[598]. Tak ujęta losowość w znaczeniu prawnym należy jednak odróżnić od losowości w ujęciu ekonomicznym. Istnieją bowiem umowy, których wynik ekonomiczny (opłacalność) jest zależna od zdarzenia niepewnego, jednak nie mogą być one uznane za umowy losowe[599]. Przykładem może być kontrakt terminowy na akcje określonej spółki. Jeśli dany podmiot kupił „na termin" określoną liczbę akcji wybranej spółki z wykonaniem fizycznym, to w momencie nadejścia terminu

[594] A. Chłopecki, *Opcje…,* s. 196-198.
[595] W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa 2021, s. 526.
[596] Tamże.
[597]Zob. A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 16-17. Jak wskazuje autor, podobieństwo definicji umowy losowej skonstruowane w doktrynie jest jedynie pozorne.
[598] Z. Radwański, *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 1995, s. 128-129.
[599] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 21.

spełnienia świadczenia może żądać wydania umówionej ilości akcji danej spółki. Od ukształtowania się ceny akcji na rynku w chwili wykonania umowy nie jest uzależniony ani obowiązek świadczenia, ani jego rozmiar. Od ceny akcji z dnia wykonania umowy zależy wyłącznie ekonomiczna opłacalność umowy, która nie może być, jak powyżej wskazano, utożsamiana z losowością w znaczeniu prawnym[600].

Tymczasem W. Kocot wyraźnie umowę losową postrzega szerzej - jako każdą umowę, zgodnie z którą wartość świadczenia co najmniej jednej ze stron zależna jest od przyszłego, niepewnego zdarzenia. Takie ujęcie jest niezgodne z utrwalonymi poglądami doktryny dotyczącymi pojęcia losowości[601]. Co więcej, przyjmując przywołane zapatrywanie, co do zasady każdą umowę z innym terminem wykonania świadczenia niż chwila zawarcia umowy można uznać za losową. Taką umową byłaby np. umowa deweloperska, naturalnie bowiem ceny nieruchomości się zmieniają i często kształtują się inaczej w czasie zawarcia umowy deweloperskiej, a inaczej w chwili przeniesienia własności lokali na nabywców. Podobnie wartość ekonomiczna świadczenia pieniężnego zmienia się w czasie, co najlepiej widoczne jest w okresach zwiększonej inflacji.

Inną słabością przywołanej definicji jest fakt, że w jej zakresie mogłyby się mieścić także inne umowy losowe (w rozumieniu ścisłym, prawniczym), które z pewnością nie mogą być uznane za instrument pochodny. Przykładem może być umowa renty, w którym jedna ze stron zobowiązuje się do świadczeń okresowych w pieniądzu względem drugiej (art. 903 k.c.). Losowość tej umowy opiera się na tym, że rozmiar, jak i sam obowiązek świadczenia rentodawcy jest uzależniony od chwili śmierci rentobiorcy[602]. Jeśli umrze on przed terminem wygaśnięcia umowy, obowiązek rentodawcy ulegnie skróceniu, a wraz z nim i rozmiar powinnego świadczenia. Podobnie przy rencie dożywotniej – to od chwili śmierci rentodawcy zależy rozmiar świadczenia rentodawcy. Niewątpliwie zatem umowa renty ma charakter losowy, a jej przedmiotem są okresowe płatności pieniężne. Umowa renty wchodzi zatem w zakres definicji proponowanej przez W. Kocota, choć oczywiście nie stanowi ona żadnego z instrumentów pochodnych.

Z przywołanych wyżej powodów, definicję zaproponowaną przez W. Kocota nie można uznać za w pełni poprawną. Kolejna z wymienionych prób zdefiniowania instrumentu pochodnego nie okazała się sukcesem. Wydaje się, że sam autor ma świadomość niemożliwości

[600] Podobnie: A. Wiśniewski, *Umowy…,* s. 148-149.
[601] Szerzej pojęcie losowości opisano w rozdziale V pkt 6.7.
[602] Tamże, s. 97.

skonstruowania poprawnej w sensie logicznym definicji klasycznej instrumentu pochodnego. Jak stwierdza bowiem W. Kocot, w odniesieniu do derywatów można wskazać jedynie na pewne powtarzające się cechy charakterystyczne, jednak każdy instrument pochodny ma, według autora, swoje indywidualne cechy, które sprawiają, że łączna systematyka derywatów jest bardzo utrudniona[603].

Z tych też pewnie przyczyn, wielu autorów zajmujących się prawem rynku kapitałowego w ogóle nie podejmuje się próby zdefiniowania tego pojęcia[604].

Jak wynika z powyższych uwag, w doktrynie próbowano formułować definicję instrumentów pochodnych. Każda z omawianych propozycji miała swoje zalety, jednak nie mogła być uznana za poprawną, biorąc pod uwagę przepisy u.o.i.f. określające katalog instrumentów pochodnych. Okazuje się zatem, że, podobnie jak w przypadku pojęcia instrumentu finansowego, również instrument pochodny nie da się jednoznacznie zdefiniować. W zakresie omawianego pojęcia znajdują się bowiem tak różne konstrukcje, że trudno określić odpowiednią cechę gatunkową (*differentia specifica*) wyróżniającą instrumenty pochodne z określonej klasy przedmiotów (*genus*).

Wystarczy przypomnieć, że ustawodawca polski, w ślad za europejskim, za instrumenty pochodne nie uznał jedynie tych, które są rozliczane pieniężnie, choć to właśnie one, jak wskazano powyżej, mają pierwszorzędne znaczenie rynkowe. Trzeba bowiem stwierdzić, że instrumentami pochodnymi mogą być także konstrukcje zakładające fizyczną dostawę towarów, jednak tylko w przypadku enumeratywnie wyliczonych instrumentów bazowych. Zatem nawet na tak podstawowym poziomie, jakim jest kwestia rozliczenia transakcji, instrumenty pochodne w rozumieniu u.o.i.f. nie dają się jednoznacznie zakwalifikować. Podejmowane więc próby definicyjne mogą skończyć się albo skonstruowaniem błędnej definicji (zbyt szerokiej lub zbyt wąskiej) albo wyliczeniem podobnym do katalogu instrumentów pochodnych z u.o.i.f.

[603] W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania*…, s. 525.
[604] Instrumentu pochodnego nie definiują chociażby A. Chłopecki i M. Dyl w podręczniku *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2019, ani T. Sójka w komentarzu *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, Warszawa 2022.

2.4. Instrument pochodny – próba definicji cząstkowej

Jak wskazano powyżej, niemożliwe wydaje się sformułowanie klasycznej definicji instrumentu pochodnego. Jednocześnie, głównie dla celów poznawczych i systematyzujących, można wyróżnić kilka podstawowych cech jurydycznych derywatów. Będzie to zatem rodzaj definicji cząstkowej. Analiza konstrukcji instrumentu pochodnego pozwala na wyodrębnienie następujących cech:

1. instrument pochodny jest prawem majątkowym, wynikającym z umowy, względnie papierem wartościowym w przypadku praw pochodnych;
2. jego wartość ekonomiczna zależy od wartości określonego dobra lub wskaźnika (instrumentu bazowego);
3. wynika z umowy, której wykonanie polega na wydaniu instrumentu bazowego bądź zapłaty różnicy pieniężnej między wcześniej określoną wartością, a wartością z dnia rozliczenia.

Przedmiotem dalszych uwag będzie charakterystyka poszczególnych cech, które zostały zaproponowane powyżej.

2.4.1. Instrument pochodny jako prawo majątkowe

W pierwszej kolejności należy odpowiedzieć na pytanie, jaka jest natura prawna instrumentu pochodnego. W literaturze wyrażane są w tym zakresie różne stanowiska. Według pierwszego zapatrywania instrument pochodny w prawie kontynentalnym uznać należy za umowę[605]. W ocenie P. Tereszkiewicza, zabieg odróżnienia instrumentu pochodnego od umowy, z której on wynika, jest trudny do przeprowadzenia, zwłaszcza w przypadku instrumentów zawieranych poza rynkiem regulowanym, np. *swap* czy *forward*. Natomiast stosownie do drugiego poglądu, instrumenty pochodne to prawa majątkowe, które swoje źródło mają w umowie[606].

[605] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 758; podobnie: A. Jakubiec, [w:] W. Katner (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe*, Warszawa 2020, s. 771-773.
[606] T. Nieborak, *Pochodne*…, s. 159, A. Borowski, *Konstrukcja*…, s. 1.

Wydaje się, że więcej argumentów przemawia za drugim z przedstawionych zapatrywań. Przede wszystkim, ma ono swoje uzasadnienie w aktualnym stanie prawnym, gdyż zgodnie z przywoływanym wcześniej art. 3 pkt 28a u.o.i.f., instrumenty pochodne określone są mianem praw majątkowych. Cytowany przepis wyraźnie wskazuje, że prawami majątkowymi są zarówno opcje, kontrakty terminowe, swapy czy umowy forward. Ponadto także inne przepisy polskiego systemu prawa odnoszą się do instrumentów pochodnych w sposób charakterystyczny dla praw. Przykładowo, art. 911^8 § 1 k.p.c. reguluje kwestię „egzekucji z instrumentów finansowych", a zatem także z instrumentów pochodnych. Niewątpliwie zaś, nie można prowadzić egzekucji z umów, a jedynie z praw, które z tych umów wynikają. Również w przywoływanej powyżej ustawie o funduszach inwestycyjnych instrumenty pochodne wprost zdefiniowane są jako prawa majątkowe. Wobec jednoznacznego stanowiska ustawodawcy, trudno definiować derywaty inaczej, niż jako prawa majątkowe.

W tym miejscu jednak należy zwrócić uwagę na wprowadzony zamęt terminologiczny – nazwą prawa majątkowego zgodnie z u.o.i.f. i przyjętym stanowiskiem będzie „kontrakt terminowy" czy „umowa forward". Dochodzi zatem do sytuacji, gdy prawo wynikające z umowy nazywa się „umową". Stąd A. Borowski postuluje, by używać pojęcia „kontraktu opcji" dla odróżnienia od opcji, czyli prawa wynikającego z umowy opcji oraz „transakcji swap" dla odróżnienia od swapu, czyli prawa wynikającego z umowy swapu[607]. Trudno jednak proponowaną konwencję terminologiczną zastosować wobec kontraktu terminowego. Jeśli nazwa „kontrakt terminowy" oznacza prawo majątkowe wynikające z umowy, to wówczas samą umowę należałoby nazwać „umową kontraktu terminowego", co brzmi nonsensownie[608].

Jednocześnie cytowane nazwy instrumentów pochodnych dowodzą, że istnieje ścisły związek między nimi, a umowami, które je kreują. Nadto, jak opisano w rozdziale 1, na europejskich giełdach od wieków zawierano transakcje odpowiadające współczesnym kontraktom terminowym, czy opcjom i tak je też nazywano. Było to zaś na długo przed tym, gdy w prawodawstwie UE pojawiło się zbiorcze pojęcie instrumentu finansowego oraz instrumentu pochodnego.

O ile zatem w reżimie u.o.i.f. instrumentem pochodnym może być określane jedynie prawo majątkowe, o tyle nie ma przeszkód, by w doktrynie używać pojęć „opcji", „kontraktu

[607] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 30-31.
[608] A. Borowski proponuje określenie „transakcja terminowa" dla nazwania umowy i „kontrakt terminowy" dla określenia prawa, zob. A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 30-31. Pojęcie transakcji terminowej jest jednak także w doktrynie używane dla oznaczenia ogółu derywatów, zob. M. Michalski [w:] M. Bączyk i in., *Papiery…,* s. 697.

terminowego", czy „swapu" jako rodzajów umów kreujących określone prawa majątkowe, które u.o.i.f. określa mianem instrumentów pochodnych. Jak stwierdza A. Chłopecki, prawa pochodne (obecnie: instrumenty pochodne) mają dualistyczną naturę[609]. Z jednej strony mogą być rozpatrywane jako przedmiot obrotu na rynku kapitałowym – wówczas mowa będzie o prawach majątkowych, których charakter zbliża się do zdematerializowanych papierów wartościowych. Z drugiej zaś strony, treść danego prawa – instrumentu pochodnego jest zdeterminowana umową, która je kreuje, zatem derywaty można także analizować z punktu widzenia relacji kontraktowych. Stąd w dalszej części pracy używane nazwy: opcji, kontraktu terminowego czy swapu oznaczać będą zarówno umowę, która kreuje określone prawo podmiotowe, jak i samo prawo podmiotowe. Wydaje się bowiem, że omawiana w tym miejscu kwestia ma znaczenie wyłącznie teoretyczno-lingwistyczne.

Należy przy tym pamiętać, że szczególna kategoria instrumentów pochodnych jaką są prawa pochodne, stanowią zdematerializowane papiery wartościowe. Ich natura prawna jest zatem wprost wskazana w ustawie i nie budzi wątpliwości. Niemniej jednak, z uwagi na wąski zakres pojęcia „prawo pochodne", nie stanowią one trzonu niniejszych rozważań.

Prawa stanowiące instrumenty pochodne mają charakter majątkowy. Jak wskazuje się w doktrynie, prawami majątkowymi są prawa, które realizują interes ekonomiczny podmiotu uprawnionego[610]. Do takich zaś z pewnością można zaliczyć wszystkie instrumenty pochodne. Składają się one zawsze na majątek uprawnionego.

Nie należy przy tym określać z góry rodzaju prawa podmiotowego, jaki stanowi instrument pochodny, żeby zbytnio nie zawężać formułowanej definicji cząstkowej. Trzeba bowiem uznać, że instrumentami pochodnymi mogą być różne prawa majątkowe, w zależności od rodzaju umowy, jaka jest ich źródłem. W przypadku najprostszej konstrukcji – kontraktu terminowego z dostawą fizyczną, instrumentem pochodnym wykreowanym przez tę umowę będzie roszczenie (o wydanie instrumentu bazowego).

W przypadku jednak bardziej złożonych transakcji, może dojść do powstania innych praw podmiotowych. Jeśli bowiem dojdzie do ustalenia, że rozliczenie transakcji terminowej ma nastąpić jedynie pieniężnie, wówczas po obu stronach umowy dojdzie do powstania ekspektatywy roszczenia o zapłatę (roszczenie warunkowe). Jak uznaje się bowiem w piśmiennictwie, ekspektatywą jest m.in. prawo, którego powstanie jest uzależnione od

[609] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 205.
[610] M. Pyziak-Szafnicka [w:] M. Safjan (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 1…,* s. 821.

ziszczenia się warunku zawieszającego[611]. W opisanym przypadku tym warunkiem będzie ukształtowanie się bieżącej wartości instrumentu bazowego w chwili wykonania umowy powyżej lub poniżej ustalonego wcześniej poziomu. Zilustrować można to następującym przykładem: podmiot A zawarł z B kontrakt terminowy na WIG20. Z racji na fakt, że instrumentem bazowym jest w tym przypadku indeks giełdowy, instrument pochodny ma charakter nierzeczywisty. Wykonanie takiej umowy zatem może mieć postać jedynie rozliczenia pieniężnego. Podmiot A zajął tzw. „długą pozycję" w związku z czym „nabył kontrakt" po cenie z dnia zawarcia umowy, zaś podmiot B „sprzedał kontrakt". W rzeczywistości po obu stronach pojawiła się ekspektatywa roszczenia o zapłatę różnicy. Jeśli cena WIG20 w dniu rozliczenia będzie wyższa niż w dniu zawarcia umowy, wówczas ziści się warunek powstania roszczenia po stronie podmiotu A i będzie on mógł domagać się zapłaty od B. W przeciwnym razie, sytuacja będzie odwrotna.

Prawem stanowiącym instrument pochodny może być także uprawnienie prawnokształtujące. W nauce prawa jako klasyczny przykład uprawnienia prawnokształtującego podaje się prawo oblata do przyjęcia oferty[612]. Wskazane uprawnienie powstanie w wyniku zawarcia umowy opcyjnej, przy założeniu, że wskazana umowa ma charakter ofertowy[613]. Przyjmując zaś inną koncepcję charakteru prawnego kontraktu opcyjnego trzeba uznać, że opcja będzie roszczeniem[614]. Wobec powyższych trudności w określeniu rodzaju prawa podmiotowego, wystarczy poprzestać na sformułowaniu, że jest to prawo o charakterze majątkowym.

2.4.2. Zależność wartości ekonomicznej instrumentu pochodnego od wartości określonego dobra lub wskaźnika (instrumentu bazowego)

Druga przesłanka jest najczęściej wymienianą w literaturze cechą derywatu. Zależność od wartości instrumentu bazowego jest podkreślona w samej nazwie „instrumentu pochodnego". Jak wskazuje M. Bączyk, zależność między derywatem a instrumentem bazowym jest podwójna. Z jednej strony dla samego zaistnienia instrumentu pochodnego konieczne jest odniesienie się do instrumentu bazowego (zależność genetyczna), z drugiej strony – wartość derywatu zależy od wartości instrumentu bazowego (zależność

[611] Z. Radwański, A. Olejniczak, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 1997, s. 98-99.
[612] M. Pyziak-Szafnicka [w:] M. Safjan (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 1…,* s. 814-815.
[613] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 152.
[614] Tamże.

ekonomiczna)[615]. Należy pamiętać, że nie we wszystkich instrumentach pochodnych zmiana wartości instrumentu bazowego będzie pociągała za sobą zmianę rozmiaru świadczenia, jakiego można się domagać od drugiej strony. Tak bowiem będzie jedynie w przypadku derywatów o rozliczeniu pieniężnym. Natomiast w przypadku instrumentów pochodnych zakładających wykonanie fizyczne umowy, umówione świadczenie będzie to samo, niezależnie od kształtowania się cen instrumentu bazowego, a jedynie jego wartość ekonomiczna będzie inna. Stąd, by zaproponowana cecha odpowiadała obu typom instrumentów pochodnych, należało ją sformułować jako zależność wartości ekonomicznej prawa majątkowego od wartości instrumentu bazowego, a nie zależności treści prawa majątkowego od wartości instrumentu bazowego.

W sformułowanej propozycji instrument bazowy został określony w sposób bardzo szeroki – jako „dobro lub wskaźnik". Zabieg ten jest celowy. Ewolucja definicji instrumentu pochodnego w prawie UE, omówiona powyżej, dowodzi, że z biegiem lat rozszerzał się katalog instrumentów bazowych, na podstawie których można było konstruować derywaty. Początkowo instrumentami bazowymi mogły być jedynie dobra będące przedmiotem obrotu – towary czy waluty, ewentualnie stopy procentowe. Tymczasem obecnie istnieją derywaty, które za swój instrument bazowy mają choćby uprawnienie do emisji, stawkę klimatyczną czy kryptowaluty. Powyższe przesądza o tym, by omawiając kwestię instrumentów pochodnych nie ograniczać z góry możliwych instrumentów bazowych. Z pewnością wyobraźnia osób zajmujących się inżynierią finansową nie została wyczerpana i w przyszłości zostaną skonstruowane nieznane dzisiaj derywaty w oparciu o nowe instrumenty bazowe. Stąd, katalog instrumentów bazowych należy pozostawić otwarty.

2.4.3. Wykonanie umowy po z góry ustalonej wartości

Ostatnia z wymienionych cech instrumentu pochodnego oznacza, że wykonanie umowy kreującej instrument pochodny ma odbywać się po z góry ustalonej cenie lub wartości. Przywołana cecha oznacza, że wykonanie umowy kreującej instrument pochodny może polegać na wydaniu instrumentu pochodnego za z góry określoną cenę (w przypadku instrumentu rzeczywistego) bądź na rozliczeniu pieniężnym różnicy między wartością określoną w chwili

[615] M. Bączyk [w:] W. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9. Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, Warszawa 2023, s. 910-911.

zawarcia umowy, a wartością z dnia rozliczenia (w przypadku instrumentów nierzeczywistych).

Określenie z góry, w chwili zawarcia umowy, wartości, która będzie stanowiła punkt odniesienia dla rozliczenia pieniężnego stanowi niewątpliwie wyróżnik instrumentów pochodnych spośród innych konstrukcji prawnych, których wartość ekonomiczna zależy od kształtowania się cen dóbr w obrocie. Wyodrębnienie tej cechy ma swoje uzasadnienie historyczne. Jak wykazano w poprzednim rozdziale, instrumenty pochodne wywodzą się z umów sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy. W chwili ich zawarcia ustalano cenę. Dzięki takiej konstrukcji, wierzytelności z tych umów mogły stać się przedmiotem spekulacji. Jeśli cena towaru (instrumentu bazowego) wzrastała ponad ustaloną cenę, kupujący zyskiwał, zaś w przeciwnym razie – tracił. Jak dokładnie przedstawiono w rozdziale 1, z takiej postaci omawiane umowy przekształciły się w XVII wieku na niderlandzkich giełdach w umowy z rozliczeniem pieniężnym – strony umowy wypłacały sobie w oznaczonym terminie różnicę między ceną określoną w umowie, a ceną towaru z dnia wykonania umowy. W takiej postaci derywaty rozpowszechniły się na londyńskiej giełdzie na przełomie XVII i XVIII wieku, a następnie trafiły do USA, gdzie ich konstrukcja była poddawana dalszym udoskonaleniom. Niewątpliwie zatem od początku stosowania derywatów ich gospodarczy sens przejawiał się w różnicy między wartością założoną przez strony umowy, a wartością z chwili wykonania umowy i niepewnością co do wahań cen instrumentu bazowego.

Na przywołaną cechę wprost wskazuje także przywołany wcześniej art. 85 ust. 2 ustawy – Prawo upadłościowe, definiujący „terminowe operacje finansowe", które mogą być utożsamiane z instrumentami pochodnymi.

Na analizowany element pojęcia instrumentu pochodnego zwrócił uwagę także TSUE w wyroku z dnia 3 grudnia 2015 roku zapadłym w sprawie C-312/14[616]. Stan faktyczny w tej sprawie był następujący: węgierskie małżeństwo Lantos zawarło z Banif Plus Bankiem umowę kredytu konsumenckiego na zakup samochodu, którego kwota była denominowana do franka szwajcarskiego. Małżonkowie Lantos podnieśli, że zawarta umowa była instrumentem finansowym (pochodnym). To oznaczałoby, że na banku mogłyby spoczywać określone w art. 19 dyrektywy MIFID I obowiązki informacyjne. Sąd węgierski, opisując konstrukcję udzielonego kredytu, przyjął, że w chwili udzielania kredytu bank obliczył równowartość kwoty w forintach w walucie obcej zgodnie z ustalonym kursem. Następnie bank miał odkupić

[616] Wyrok TSUE z dnia 3 grudnia 2015 r, C-312/14, LEX nr 1927981.

od klienta wspomnianą walutę obcą i przekazać mu równowartość w forintach (według bieżącego kursu wymiany). W chwili spłaty kredytu, bank miał sprzedawać walutę obcą w zamian za forinty po kursie obowiązującym w chwili spłaty kredytu, aby umożliwić klientowi wywiązanie się z obowiązku spłaty kredytu w walucie obcej. W związku z takim ujęciem konstrukcyjnym kredytu denominowanego, sąd węgierski zadał cztery pytania, z których jedno dotyczyło problemu, czy powyżej opisany kredyt stanowił instrument pochodny.

Na tak postawione pytanie TSUE odpowiedział przecząco. Po pierwsze, w ocenie TSUE, opisane wyżej transakcje walutowe nie były odrębnymi transakcjami od samej umowy kredytu. Co ważniejsze jednak z punktu widzenia omawianej w tym miejscu cechy derywatu, Trybunał zwrócił uwagę, że kurs wymiany między forintem a frankiem nie był ustalony z góry, a miał być obliczany każdorazowo na datę płatności raty. W ten sposób TSUE nawiązał do argumentu przedstawionego przez rzecznika generalnego Niila Jääskinena i reprezentanta rządu polskiego, którzy wskazywali, że instrumenty pochodne odznaczają się tym, że przyszła cena, kurs lub wartość aktywów podstawowych są określone z góry. Trybunał zatem posłużył się w rozstrzygnięciu omawianego problemu analizowaną w tym miejscu cechą instrumentów pochodnych, zgodnie z którą wykonanie umowy kreującej instrumenty pochodne odbywa się po z góry ustalonej cenie lub wartości.

Omawiana cecha ma zastosowanie nie tylko do klasycznych postaci instrumentów pochodnych – kontraktów terminowych i opcji. Można ją wykazać także w stosunku do powstałych w ostatnich latach instrumentów pochodnych, takich jak *swapy*. Przykładem może być popularny w obrocie *swap* odsetkowy. Na mocy tej umowy strony zobowiązują się wzajemnie do periodycznej wymiany płatności według różnych stóp oprocentowania – zasadniczo wedle stopy stałej i zmiennej[617]. Rozliczenie polega na zapłacie różnicy między wartością jednego oprocentowania, a drugiego[618]. Zatem ostatecznie w wykonaniu umowy będzie dokonywała zapłaty tylko ta strona, której oprocentowanie było wyższe. W opisanym przypadku rolę z góry ustalonej wartości odgrywa stopa stała, która stanowi punkt odniesienia dla poziomu oprocentowania zmiennego.

Wskazana cecha jest także zauważalna w przypadku *swapu* ryzyka kredytowego. Na mocy przywołanej umowy jedna ze stron, zobowiązuje wobec drugiego podmiotu do zapłaty mu umówionej wcześniej sumy pieniężnej w razie wystąpienia wskazanych w tej umowie tzw.

[617] M. Bączyk [w:] W. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9...*, s. 931.
[618] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 804.

wydarzeń związanych z bezpieczeństwem udzielonego innej osobie kredytu – tzw. dłużnikowi referencyjnemu (np. niewypłacalność czy opóźnienie w zapłacie)[619]. Podmiotem referencyjnym jest zwykle emitent obligacji[620]. Rozliczenie pieniężne transakcji polega na wypłacie różnicy między ceną nominalną obligacji emitowanych przez podmiot referencyjny, a ich ceną rynkową po zaistnieniu zdarzenia kredytowego[621]. Zatem w tym przypadku z góry ustaloną wartością będzie cena nominalna obligacji emitowanych przez podmiot referencyjny.

Należy więc przyjąć, że ustalenie z góry wartości, podług której wykonana będzie umowa, jest cechą charakterystyczną umów kreujących instrumenty pochodne. Ta cecha odróżnia instrumenty pochodne od innych, podobnych konstrukcji, wykorzystujących wahania cen dóbr lub wskaźników ekonomicznych. To rozróżnienie może obrazować następujący przykład. Pracownik mieszkający w Polsce pracuje dla zagranicznego banku. Zgodnie z polityką banku, wszyscy pracownicy otrzymują wynagrodzenie w jednej walucie – dolarach amerykańskich. Zgodnie jednak z umową o pracę zawartą z polskim pracownikiem, bank przelewa mu wynagrodzenie w walucie polskiej, ustalając kurs wymiany na każdy pierwszy dzień określonego miesiąca. W ten sposób pracownik oszczędza na kosztach przewalutowania. W podanym przykładzie pracownik ponosi ryzyko walutowe – w sytuacjach, gdy złoty umocni się w stosunku do dolara, zarobi relatywnie więcej, w przeciwnym razie zaś – mniej. Nie oznacza to jednak, że w umowę o pracę wbudowany został instrument pochodny. Nie można bowiem wskazać z góry ustalonej wartości, po której następowałoby rozliczenie. Dokonywane jest bowiem ono co miesiąc po każdorazowym kursie dolara w stosunku do złotego.

W świetle omawianej cechy instrumentu pochodnego nie można zgodzić się ze stanowiskiem Sądu Najwyższego wyrażonym w wyroku z 2 grudnia 2005 roku[622]. W uzasadnieniu przywołanego rozstrzygnięcia, na marginesie głównych rozważań, SN wskazał, że „transakcja *forward* może mieć nawet postać dzierżawy; przyjmuje się, że transakcja taka tkwi w umowie dzierżawy zawartej pomiędzy przedsiębiorcami polskimi, w której czynsz ustalono w dolarach amerykańskich". Przykład podany przez Sąd Najwyższy nie jest jednak trafny. Gdy dwóch polskich przedsiębiorców umawia się na zapłatę czynszu dzierżawy w obcej walucie, to sytuacja ekonomiczna dzierżawcy zależy niewątpliwie od kursu dolara. Jeśli dolar względem złotego drożeje, wówczas dzierżawca musi zapłacić więcej za kupno dolarów, toteż czynsz dzierżawny w sensie ekonomicznym jest dla tej osoby wyższy i na odwrót. W opisanej

[619] M. Bączyk [w:] W. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9*…, s. 933.
[620] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 811-812.
[621] E. Leszczyńska, *Rynek…,* s. 102.
[622] Wyrok SN z dnia 2 grudnia 2005 r., sygn. II CK 287/05, LEX nr 181251.

sytuacji na dzierżawcy ciąży ryzyko walutowe, na które narażony jest każdy, kto zarabiając w jednej walucie, zobowiązuje się do płatności w innej. Nie można jednak tego utożsamiać z zawarciem transakcji kreującej instrument pochodny. W podanym przez Sąd Najwyższy przykładzie nie można bowiem wyróżnić żadnej z góry określonej wartości, według której nastąpić miałoby rozliczenie transakcji.

Z podobnych względów nie mogą być uznane za instrumenty pochodne klauzule waloryzacyjne. Zgodnie z art. 358^1 § 2 k.c., strony mogą zastrzec w umowie, że wysokość świadczenia pieniężnego zostanie ustalona według innego niż pieniądz miernika wartości. Takim miernikiem może być inna waluta (klauzula walutowa), oznaczony towar (klauzula towarowa), złoto (klauzula złota), czy też określony wskaźnik (klauzula indeksowa)[623]. Omawiana klauzula oznacza zatem obowiązek zapłaty kwoty pieniężnej przeliczonej w chwili wymagalności długu przy pomocy jednego z powyższych mierników wartości[624]. *Prima facie* mogłoby się zadawać, że taka klauzula tworzy instrument pochodny. Niewątpliwie bowiem wartość świadczenia dłużnika jest zależna od cen ustalonego miernika wartości, który mógłby być uznany za instrument bazowy. Przykładowo, jeśli oznaczając w umowie pożyczki kwotę pieniężną, jaką dłużnik winien zwrócić, skorzystano z klauzuli złota, wówczas wzrost ceny złota oznacza zwiększenie wartości (nominalnej) roszczenia wierzyciela o zwrot pożyczki. Ta zależność świadczenia od wartości określonego miernika nie sprawia jednak, że klauzula waloryzacyjna kreuje instrument pochodny. Umowa z analizowaną klauzulą bowiem nie określa z góry wartości, po której będzie rozliczona transakcja.

2.5. Instrument pochodny a instrument pochodny rynku kapitałowego

W piśmiennictwie został sformułowany pogląd, zgodnie z którym nie wszystkie instrumenty finansowe (w tym pochodne) mogą być uznane za instrumenty finansowe (w tym pochodne) rynku kapitałowego. Według A. Jakubca bowiem, pojęcie instrumentu finansowego (zatem także instrumentu pochodnego) nie musi być zarezerwowane dla prawa rynku kapitałowego. Jako przykład wskazuje umowę opcji, która może być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, a może być także instrumentem finansowym występującym poza rynkiem

[623] A. Olejniczak [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna*, Warszawa 2014, s. 81-82.
[624] T. Wiśniewski [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna,* Warszawa 2018, s. 79.

kapitałowym. Istniałyby zatem instrumenty pochodne rynku kapitałowego i inne instrumenty pochodne. Wydaje się jednak, że jest to niepotrzebna komplikacja w zakresie definicji instrumentu finansowego, która i bez tego jest bardzo złożona. Określenie bowiem danej konstrukcji jako instrument pochodny (finansowy), niewystępujący na rynku kapitałowym, nie niesie za sobą żadnej normatywnej treści. Stąd, w niniejszej pracy przyjęto, że instrumentem pochodnym (a szerzej instrumentem finansowym) można nazwać wyłącznie umowę (ew. papier wartościowy) podlegający zakresowi regulacji u.o.i.f., która, jak wskazano powyżej, ma fundamentalne znaczenie dla polskiego prawa rynku kapitałowego. Natomiast konstrukcje, które nie mieszczą się w tym zakresie, mogą być nazwane instrumentami pochodnymi (czy szerzej instrumentami finansowymi) jedynie w znaczeniu ekonomicznym, a nie prawnym.

Powyższe uwagi prowadzą do konieczności odpowiedzi na pytanie, jaki jest zakres regulacji u.o.i.f. W ocenie niektórych przedstawicieli piśmiennictwa, ogranicza się on wyłącznie do obrotu zorganizowanego[625]. Zgodnie z przyjętym wyżej wymogiem oznaczałoby to, że umowy zawierane poza obrotem zorganizowanym (czyli poza rynkiem regulowanym i ASO) nie mogłyby być nazywane instrumentami pochodnymi. Do takich umów nie miałyby zastosowania regulacje u.o.i.f. Z takimi wnioskami nie sposób się jednak zgodzić. Jak słusznie wskazuje A. Jakubiec, regulacja u.o.i.f. nie ogranicza się wyłącznie do obrotu zorganizowanego[626]. Autor m.in. trafnie argumentuje, że art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. „f", wprost odnosi się do instrumentów pochodnych niedopuszczonych do obrotu zorganizowanego[627].

Obecnie nie można mieć wątpliwości co do tego, że regulacji u.o.i.f. podlega także rynek niezorganizowany. Wystarczy przywołać art. 2 ust. 1 pkt 2e u.o.i.f.[628], który wprowadza do ustawy definicję podmiotu systematycznie internalizującego transakcje. Zgodnie z przywołanym przepisem jest to firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2, która w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF, bez prowadzenia ASO lub OTF. Transakcje zawierane z wymienionym podmiotem

[625] Tak: T. Jaranowski, T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 39; A. Zagajewska, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, komentarz do art. 1, LEX.
[626] A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 40.
[627] Tamże, s. 43.
[628] Przepis dodany ustawą z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, Dz.U.2018.685.

zawierane są zatem na rynku niezorganizowanym[629]. Nie ma zatem wątpliwości, że także transakcje na rynku niezorganizowanym wchodzą w zakres przedmiotowy regulacji u.o.i.f[630].

Przyjęcie stanowiska, zgodnie z którym zakres u.o.i.f. nie ogranicza się do obrotu zorganizowanego, prowadzi do konieczności odpowiedzi na pytanie, czy istnieje inne kryterium, które ograniczałoby pojęcie instrumentu finansowego (pochodnego). Takie dodatkowe przesłanki formułuje A. Jakubiec. W jego ocenie, instrumentem finansowym (zatem także instrumentem pochodnym) rynku kapitałowego będzie instrument finansowy, który znajduje się w określonym kontekście podmiotowym i przedmiotowym[631]. Zdaniem autora, u.o.i.f. ma zastosowanie wobec transakcji na rynku niezorganizowanym, jeśli jedną z jej stron jest firma inwestycyjna (kontekst podmiotowy), zaś sama transakcja może być uznana za usługę inwestycyjną lub przejaw działalności inwestycyjnej (kontekst przedmiotowy)[632]. Według autora taka ocena wynika z zakresu dyrektywy MIFID I, której zastosowanie było ograniczone wyłącznie do firm inwestycyjnych i rynków regulowanych, zaś jej celem było objęcie regulacją przedsiębiorstw, które świadczą usługi inwestycyjne lub prowadzą działalność inwestycyjną[633].

Z przywołaną argumentacją nie sposób się zgodzić. W pierwszej kolejności należy wskazać, że art. 2 u.o.i.f., zawierający katalog instrumentów finansowych (w tym instrumentów pochodnych) nie zawiera wymogu, by omawiane transakcje były zawierane z firmą inwestycyjną lub na rynku regulowanym i stanowiły przejaw usług lub działalności inwestycyjnej. Wykładnia językowa nie prowadzi zatem do wniosków proponowanych przez wspomnianego autora.

Co więcej, dyrektywa MIFID I (obecnie dyrektywa MIFID II) nie wymusza, by implementująca ją ustawa krajowa automatycznie miała taki sam zakres. Akt implementujący może mieć bowiem szersze zastosowanie i zawierać regulacje, które nie są objęte zakresem aktu implementowanego. Oczywiście, zdecydowana większość przepisów polskiej ustawy odnosi się wyłącznie do transakcji, w których bierze udział firma inwestycyjna. Ustawa krajowa posługuje się także pojęciem „działalności maklerskiej", które jest odpowiednikiem

[629] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *System…*, s. 16.
[630] Znamienna jest przy tym zmiana stanowiska M. Wierzbowskiego i P. Wajdy, którzy w komentarzu do u.o.i.f. w wydaniu z 2014 roku uznali, że zakres u.o.i.f. ogranicza się do obrotu zorganizowanego, obecnie zaś uznają, że zakres przedmiotowy ustawy obejmuje ogólnie „obrót instrumentami finansowymi", por. M. Wierzbowski, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2014, s. 470 i M. Wierzbowski, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2019, s. 406.
[631] A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 85.
[632] Tamże, s. 41.
[633] Tamże, s. 35-36.

unijnego pojęcia „usług i działalności inwestycyjnych”[634]. Niewątpliwie przepisy u.o.i.f., w zakresie, w jakim implementują unijne dyrektywy, odnoszą się wyłącznie do działalności firm inwestycyjnych, które prowadzą działalność maklerską. Polska ustawa ma jednak szersze zastosowanie.

Normy, wynikające z u.o.i.f. można zatem podzielić na te, które stanowią transpozycję prawa UE oraz pozostałe normy. Niektóre przepisy u.o.i.f. wyraźnie odnoszą się wyłącznie do działalności firm inwestycyjnych i działalności maklerskiej. Takim przepisem jest np. art. 94 ust. 1 u.o.i.f., zawierający delegację ustawową do wydania rozporządzenia, w którym określone zostały przedkontraktowe obowiązki informacyjne firmy inwestycyjnej. Ten przepis oraz wydane na jego mocy rozporządzenie stanowią implementację prawa UE. Inny charakter ma natomiast choćby art. 19 ust. 2 u.o.i.f., który wyłącza możliwość uznania za grę lub zakład transakcji mającej za przedmiot nabycie lub zbycie instrumentów finansowych. Wskazany przepis nie odnosi się ani do firmy inwestycyjnej, ani do pojęcia działalności maklerskiej. Nie stanowi też implementacji dyrektywy unijnej – prawo UE nie reguluje bowiem kwestii cywilnoprawnych związanych z derywatami, czy szerzej – instrumentami finansowymi. Wydaje się więc, że art. 2 u.o.i.f. ma dla systemu prawa polskiego szersze znaczenie, niż jedynie implementujące prawo UE. Trudno zatem uznać, by pojęcie instrumentu finansowego (w tym pochodnego), o którym mowa w tym przepisie, miałoby być ograniczane kryterium podmiotowym i przedmiotowym proponowanym przez A. Jakubca.

Przeciwko przywołanej koncepcji zakresu u.o.i.f. i powiązanej z nią definicji instrumentu pochodnego przemawia także treść przepisów karnych znajdujących się w u.o.i.f. Zgodnie z art. 178 u.o.i.f., kto bez wymaganego zezwolenia lub upoważnienia zawartego w odrębnych przepisach albo nie będąc do tego uprawnionym w inny sposób określony w ustawie, prowadzi działalność w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, podlega grzywnie do 5 000 000 zł. Jeśliby zastosować kryteria proponowane przez A. Jakubca, wówczas należy zawęzić stosowanie cytowanego przepisu w przypadku rynku niezorganizowanego (a zasadniczo tam głównie może dochodzić do tego typu przestępstw) wyłącznie do sytuacji, w której działalność bez wymaganego zezwolenia prowadzi firma inwestycyjna, tylko bowiem w tym kontekście podmiotowym można mówić o instrumencie finansowym. To oczywiście wypaczyłoby sens cytowanego przepisu, który ma za zadanie penalizować prowadzenie działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi bez zezwolenia niezależnie od tego,

[634] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *System…*, s. 22.

jaki jest status podmiotu dopuszczającego się tego czynu. W taki też sposób rozumie się wskazany przepis w doktrynie prawa karnego. Wskazuje się bowiem, że omawiany typ rodzajowy przestępstwa ma charakter powszechny, a zatem takie, które może popełnić każdy[635].

W związku z powyższym, nie można pojęcia instrumentów pochodnych na rynku niezorganizowanym ograniczać wyłącznie do transakcji zawieranych z firmą inwestycyjną i stanowiącej przejaw działalności inwestycyjnej, gdyż takie podejście nie ma oparcia w obecnie obowiązujących przepisach. Tym samym należy uznać, że instrumentem finansowym, w tym instrumentem pochodnym, będzie każdy papier wartościowy lub umowa, które mieszą się w katalogu z art. 2 ust. 1 u.o.i.f., niezależnie od tego, kto dokonuje nimi obrotu i czy stanowi to przejaw jego działalności gospodarczej. Przykładowo, instrumentem pochodnym będzie zarówno opcja zawarta na GPW, umowa swapu między bankami, która została indywidualnie wynegocjowana, jak i prosty kontrakt *forward* zawarty między dwiema osobami fizycznymi, w których strony „obstawiają" przyszły kurs określonego instrumentu bazowego.

Tak szerokie ujęcie pojęcie instrumentu pochodnego prowadzi do pytania o praktyczne konsekwencje zaprezentowanego rozumowania. Na pozór nie są one znaczące. Zdecydowana większość przepisów z zakresu prawa rynku kapitałowego jest skierowana do profesjonalnych uczestników rynku i odnosi się do prowadzonej przez nich działalności gospodarczej w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Także nadzór nad rynkiem kapitałowym, sprawowany przez KNF, dotyczy, co do zasady, wyłącznie instytucjonalnych podmiotów rynku kapitałowego[636]. Należy jednak przyjąć, że szeroka definicja instrumentów pochodnych, nie ograniczająca ich wyłącznie do określonego segmentu rynku kapitałowego (np. rynku zorganizowanego), czy też do relacji z firmą inwestycyjną, ma ważny, cywilnoprawny skutek, który dotyczy kwestii zaskarżalności zobowiązań wynikających z tych instrumentów. Zgodnie bowiem z art. 19 ust. 2 u.o.i.f., transakcja, której przedmiotem jest nabycie lub zbycie instrumentów finansowych lub która prowadzi do powstania takich instrumentów, nie stanowi gry ani zakładu w rozumieniu przepisów k.c. Dla wyłączenia zastosowania art. 413 k.c. zatem u.o.i.f. wymaga wyłącznie, by daną transakcję można było zakwalifikować jako zbycie, nabycie lub powstanie instrumentu finansowego. Jak wykazano powyżej, nie jest konieczne przy tym, by odbyło się to na określonej części rynku kapitałowego (np. na rynku giełdowym) albo przy

[635] R. Zawłocki [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 1085-1086, L. Wilk [w:] S. Kalus (red.), *Ochrona prawna obrotu gospodarczego*, Warszawa 2011, s. 70.
[636] Zob. art. 5 u.n.r.k.

udziale firmy inwestycyjnej. Z tego względu, powyższe rozważania dotyczące zakresu pojęcia instrumentu pochodnego i przyjęcia szerokiego jego ujęcia stanowią istotny punkt wyjścia dla kwestii zaskarżalności zobowiązań wynikających z instrumentów pochodnych. Zasygnalizowany problem będzie przedmiotem analizy w kolejnym podrozdziale.

2.6. Wpływ zakresu pojęcia instrumentu pochodnego na zaskarżalność zobowiązań wynikających z derywatów

Jak wykazano w rozdziale I niniejszej pracy, na przestrzeni wieków problem zaskarżalności (lub nieważności) zobowiązań wynikających z instrumentów pochodnych o charakterze nierzeczywistym był najistotniejszą kwestią prawną dotyczącą derywatów. Taki stan rzeczy trwał przynajmniej do połowy XX wieku, kiedy stopniowo na znaczeniu zaczęły zyskiwać aspekty regulacyjne dotyczące rynku kapitałowego. W państwach europejskich, na przełomie XIX i XX wieku wypracowano stanowisko, zgodnie z którym nierzeczywiste derywaty stanowią zakłady, z których zobowiązania mają charakter niezupełny. Dopełnieniem tej koncepcji było wprowadzanie przepisów szczególnych, które wyłączały uznanie instrumentów pochodnych za zakłady w określonym zakresie. Przykładem takiej regulacji był art. 612 k.z. przewidujący, że przepisów o grze i zakładzie nie stosuje się do umów zawieranych na giełdach.

Także obecnie w doktrynie zdecydowanie dominuje stanowisko, że najpopularniejsze instrumenty pochodne, tj. kontrakty terminowe i opcje o charakterze nierzeczywistym mają charakter gry lub zakładu[637]. W literaturze wskazuje się, że w przypadku instrumentu pochodnego o charakterze nierzeczywistym strony zawierają *sui generis* zakład, w którym zobowiązują wypłacić określoną kwotę stronie, której przewidywanie co do wartości instrumentu bazowego okaże się trafne[638].

Zgodnie z art. 413 §1 k.c., kto spełnia świadczenie z gry lub zakładu, nie może żądać zwrotu, chyba że gra lub zakład były zakazane albo nierzetelne. Natomiast §2 przywołanego przepisu stanowi, że roszczeń z gry lub zakładu można dochodzić tylko wtedy, gdy gra lub

[637] Wiśniewski, *Umowy…*, s. 131-135, 150-153, A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red,), *System Prawa Prywatnego. Tom 19*…, s. 846, 848; P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 790, 798; A. Janiak, *Charakter prawny kontraktów terminowych i opcyjnych nierzeczywistych*, PPH, 2002, nr 9, s. 31-34; odmiennie K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1088-1090 i w stosunku do umowy opcji: A. Jakubiec, *Problem losowego charakteru umowy opcji*, PPH 2010, nr 7, s. 12-19.
[638] P. Tereszkiewicz [w:] M. Stec (red.), *System*…, s. 790.

zakład były prowadzone na podstawie zezwolenia właściwego organu państwowego. Biorąc pod uwagę wskazany przepis oraz wyżej cytowane poglądy doktryny należy uznać, że roszczenia wynikające z umów stanowiących instrumenty pochodne nierzeczywiste mają charakter niezupełny[639]. Stąd, ustawodawca zdecydował się wyłączyć zastosowanie przywołanego przepisu w określonych przypadkach. Nie wprowadzono jednak przepisu ogólnego, na wzór przytaczanego wcześniej art. 612 k.z., tylko uchwalono kilka regulacji, z których każda dotyczy innego sektora rynku finansowego[640]. Takie wyłączenia zawiera ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych[641], Prawo bankowe, u.f.i. oraz u.o.i.f.

I tak, zgodnie z art. 10 u.g.t., transakcja giełdowa nie stanowi gry ani zakładu w rozumieniu art. 413 Kodeksu cywilnego, ani też gry losowej lub zakładu wzajemnego w rozumieniu przepisów o grach hazardowych, nawet jeżeli według wyraźnej lub dorozumianej woli stron rzeczywiste spełnienie wzajemnych świadczeń jest wyłączone, a tylko jedna lub druga ze stron jest obowiązana zapłacić różnicę między umówioną ceną sprzedaży a ceną rynkową w czasie wykonania umowy. Z kolei według art. 7a Prawa bankowego, do terminowych operacji finansowych, o których mowa w art. 4 ust. 1 pkt 7 lit. h oraz w art. 5 ust. 2 pkt 4, będących przedmiotem umów zawartych przez bank lub instytucję finansową, nie stosuje się przepisów o grach hazardowych oraz art. 413 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny. Następnie, stosownie do treści art. 12 u.o.f.i., do instrumentów pochodnych będących przedmiotem umów zawartych przez fundusz inwestycyjny lub alternatywną spółkę inwestycyjną nie stosuje się przepisów ustawy z dnia 19 listopada 2009 r. o grach hazardowych (Dz. U. z 2020 r. poz. 2094) oraz art. 413 Kodeksu cywilnego. Wreszcie, najistotniejszy dla niniejszych rozważań, art. 19 ust. 2 u.o.i.f. stanowi, że transakcja, której przedmiotem jest nabycie lub zbycie instrumentów finansowych lub która prowadzi do powstania takich instrumentów, nie stanowi gry ani zakładu w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, ani gry losowej lub zakładu wzajemnego w rozumieniu przepisów o grach hazardowych, nawet jeżeli według wyraźnej lub dorozumianej woli stron rzeczywiste spełnienie wzajemnych świadczeń jest wyłączone, a tylko jedna ze stron jest obowiązana zapłacić różnicę między umówioną ceną sprzedaży a ceną rynkową w czasie wykonania umowy.

[639] Problem uznania instrumentów pochodnych, zwłaszcza kontraktów na różnicę, za gry lub zakłady został omówiony szerzej w rozdziale VI pkt 3 niniejszej pracy.
[640] Tamże, s. 772.
[641] Dz.U. 2000 nr 103 poz. 1099, dalej: u.g.t.

W doktrynie słusznie wskazuje się, że przyjęta przez ustawodawcę sektorowa metoda regulacji omawianego zagadnienia posiada liczne wady. Wyraźny jest brak konsekwencji terminologicznej – Prawo bankowe oraz u.f.i. uznają instrumenty pochodne za zakłady, lecz wyłączają zastosowanie art. 413 k.c., podczas gdy z treści przywołanych przepisów u.o.i.f. oraz u.g.t. wynika, że derywaty takimi grami lub zakładami w ogóle nie są[642]. Wydaje się jednak, że w tym przypadku intencją ustawodawcy nie było określenie charakteru prawnego tej kategorii umów, a jedynie wyłączenie zastosowania art. 413 k.c[643]. Można bowiem argumentować, że rozumienie powyższego przepisu jako zakwestionowanie przynależności derywatów nierzeczywistych do grupy gier lub zakładów byłoby zerwaniem z dotychczasowym podejściem ustawodawcy polskiego do wskazanego problemu. W art. 611 k.z. bowiem, derywaty nierzeczywiste wprost określone były jako gra lub zakład, zaś w art. 612 k.z. postanowiono, że art. 611 k.z. nie stosuje się do umów zawieranych na giełdzie. Natomiast art. 66 p.p.o.p.w. stanowił, że do papierów wartościowych, określonych w art. 3 ust. 2 i 3, dopuszczonych do publicznego obrotu, nie stosuje się przepisów o grach i zakładach wzajemnych. Wcześniej obowiązujące normy zatem jedynie wyłączały zastosowanie kodeksowych przepisów o niezaskarżalności zobowiązań w odniesieniu do określonych derywatów nierzeczywistych. Nie ma zaś podstaw sądzić, że intencją ustawodawcy wprowadzającego do polskiego porządku prawnego art. 19 ust. 2 u.o.i.f. była radykalna zmiana opisanego podejścia.

W tym miejscu trzeba przejść do zasadniczego problemu związanego z przywołanym regulacją, a mianowicie do zakresu zastosowania art. 19 ust. 2 u.o.i.f. Cytowany przepis bowiem posługuje się bowiem jedynie ogólnym określeniem „instrumentu finansowego", którego zbycie, nabycie lub powstanie nie może stanowić gry lub zakładu w rozumieniu przepisów k.c. Stąd należy zadać pytanie, czy powyższa norma wyklucza zastosowanie art. 413 k.c. w przypadku każdego z instrumentów pochodnych, niezależnie od warunków, w jakich dochodzi do transakcji. Wobec poczynionych wyżej ustaleń dotyczących zakresu pojęcia instrumentu finansowego oraz pochodnego należy uznać, że art. 19 ust. 2 u.o.i.f. dotyczy wszystkich instrumentów pochodnych, wymienionych w art. 2 u.o.i.f., niezależnie od tego, na jakim rynku zawierane są umowy stanowiące derywaty. Jak bowiem wcześniej wskazano, u.o.i.f. nie ogranicza swojego zakresu wyłącznie do obrotu zorganizowanego. Stąd, także

[642] A. Janiak [w:] J. Panowicz-Lipska (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 8. Prawo zobowiązań – część szczegółowa*, Warszawa 2011, s. 968.
[643] Tak też: T, Jaranowski, T. Sójka, M. Stańczyk [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…,* s. 205.

transakcje dotyczące derywatów na rynku niezorganizowanym będą objęte ochroną wynikającą z art. 19 ust. 2 u.o.i.f.

Taką interpretację potwierdza wykładnia historyczna omawianego przepisu. Jego pierwotny kształt zakładał wyłączenie zastosowania art. 413 k.c. wobec umów zawieranych wyłącznie na rynku regulowanym. Ustawą z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw[644], zmieniono analizowany przepis w ten sposób, że odtąd dotyczył on transakcji zawieranych w obrocie zorganizowanym (czyli zarówno na rynku regulowanym, jak i nieregulowanym). Wreszcie, ustawą z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym[645] znowelizowano omawiany przepis poprzez usunięcie wymogu dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu zorganizowanego. Ustawodawca zatem, krok po kroku, rozszerzał zakres zastosowania art. 19 ust. 2 u.o.i.f., a tym samym zawężał możliwość zastosowania art. 413 k.c. Początkowo, wyłączenie z art. 19 ust. 2 u.o.i.f. dotyczyło tylko instrumentów pochodnych na rynku regulowanym, następnie odnosiło się do derywatów w obrocie zorganizowanym, by wreszcie znaleźć zastosowanie niezależnie od tego, czy derywat występuje w obrocie zorganizowanym czy też na rynku OTC.

Obecnie trzeba więc uznać, że niezależnie od segmentu rynku kapitałowego, transakcja mająca za swój przedmiot instrument pochodny rodzi w pełni zaskarżalne zobowiązania. Taki pogląd nie był wcześniej wyrażany w doktrynie. Przykładowo, A. Janiak uzależniał zastosowanie art. 19 ust. 2 u.o.i.f. od tego, czy dana transakcja była zawierana na rynku regulowanym[646]. Należy jednak brać pod uwagę, że przytoczona opinia została sformułowana w innym stanie prawnym, gdy art. 19 ust. 2 u.o.i.f. wprost odnosił się do określonego fragmentu rynku kapitałowego.

Zastosowanie art. 19 ust. 2 u.o.i.f. nie może być też zawężane przez inne kryteria, np. konieczność zawarcia umowy z firmą inwestycyjną. Jak wykazano bowiem wcześniej, ustawodawca w żaden sposób nie ograniczył ustawowego katalogu instrumentów pochodnych przez określone dodatkowe kryteria, takie jak zawarcie umowy z firmą inwestycyjną czy wykonywanie przez jedną ze stron transakcji działalności inwestycyjnej. Stąd należy przyjąć, że także umowa między dwiema osobami fizycznymi może być uznana za instrument pochodny. Przykładowo, jeśli dwie osoby fizyczne zawrą umowę o charakterze kontraktu

[644] Dz.U. 2009 nr 165 poz. 1316.
[645] Dz.U. 2015 poz. 1513.
[646] A. Janiak [w:] J. Panowicz-Lipska (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 8…,* s. 969.

terminowego nierzeczywistego, w której „założą się" co do przyszłej wartości określonego instrumentu bazowego, np. ceny ropy, to wskazana umowa będzie stanowiła instrument finansowy (pochodny), zaś z mocy art. 19 ust. 2 u.o.i.f. zobowiązanie wynikające z takiej umowy będzie w pełni zaskarżalne.

Wydaje się, że intencją ustawodawcy nie było ustanowienie tak szerokiego zakresu zastosowania art. 19 ust. 2 u.o.i.f. Jednak w świetle obecnie obowiązujących przepisów trudno inaczej odczytać omawiane regulacje, nie narażając się przy tym na zarzut wykładni prawotwórczej. Aktualny stan prawny prowadzi do sytuacji, w której zakres zastosowania art. 19 ust. 2 u.o.i.f. obejmuje także zakresy zastosowania pozostałych wyżej wymienionych przepisów, tj. art. 10 u.g.t., art. 7a Prawa bankowego oraz art. 12 u.f.i. W każdym z tych trzech przypadków dochodzi bowiem do transakcji na instrumentach pochodnych, zaś art. 19 ust. 2 u.o.i.f. nie jest ograniczony do określonego segmentu rynku. Należy zatem uznać, że wymienione przepisy są zbędne, gdyż obecnie konsumuje je w całości art. 19 ust. 2 u.o.i.f., a ich aktualne obowiązywanie jest wyrazem niespójności systemu prawnego.

2.7. Wnioski

Przeprowadzona w niniejszym rozdziale analiza pozwala na sformułowanie pewnych wniosków dotyczących pojęcia instrumentu pochodnego. W płaszczyźnie ekonomicznej instrumenty pochodne stanowią walory, których cena uzależniona jest od wartości aktywów bazowych. Zdecydowanie trudniej wskazać, czym są derywaty w znaczeniu prawnym. Można jedynie stwierdzić, że instrumenty pochodne stanowią określone instrumenty finansowe wyliczone w przepisach u.o.i.f.

Różnorodność wskazanych konstrukcji sprawia, że nie jest możliwe stworzenie definicji doktrynalnej omawianego pojęcia. Można jedynie wskazać na pewne jurydyczne cechy wszystkich instrumentów pochodnych. Są to zatem prawa majątkowe, których wartość ekonomiczna jest zależna od wartości instrumentu bazowego, zaś ich wykonanie odbywa się po z góry ustalonej wartości.

Instrumenty pochodne mają podwójną prawną naturę. Z jednej strony, stosownie do obowiązujących przepisów, są prawami majątkowymi. Z drugiej strony jednak, derywatami w piśmiennictwie nazywa się przede wszystkim umowy, które takie prawa majątkowe kreują. W

dalszej części pracy zwykle pojęcie instrumentu pochodnego będzie używane w drugim z podanych znaczeń.

Należy zaznaczyć, że instrumenty pochodne mogą być kreowane zarówno w obrocie zorganizowanym, jak i poza tym obrotem, przy czym nie jest istotne czy jedną ze stron zawieranej umowy jest firma inwestycyjna. Nie ma zatem prawnych przeszkód, by derywaty powstały także poprzez transakcję między osobami nie zajmującymi się zawodowo działalnością maklerską. Wobec tego, do ogółu omawianych kontraktów, zarówno zawieranych na rynku zorganizowanym, jak i na rynku OTC, ma zastosowanie art. 19 ust. 2 u.o.i.f., co sprawia, że żaden instrument pochodnych nierzeczywisty nie stanowi gry ani zakładu w rozumieniu art. 413 k.c.

Choć nie jest możliwe stworzenie prawidłowej w sensie logicznym definicji instrumentu pochodnego, to bez wątpienia można wskazać, jakie konstrukcje stanowią derywaty – będą nimi instrumenty finansowe wyliczone w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c)-i) u.o.i.f. We wskazanym katalogu mieszczą się m.in. kontrakty na różnicę, stanowiące zasadniczy przedmiot niniejszej pracy. Prawodawca zatem wprost przesądził, że kontrakty na różnicę stanowią instrumenty pochodne (co za tym idzie, także instrumenty finansowe). Ta ostatnia uwaga pozwala przejść do ustaleń dotyczących bezpośrednio kontraktów na różnicę, które będą czynione w dalszej części pracy.

III. Kontrakty na różnicę w praktyce obrotu

1. Uwagi wprowadzające

Po omówieniu kwestii dotyczących historii instrumentów pochodnych oraz pojęcia instrumentu pochodnego w świetle obecnie obowiązujących regulacji prawnych należy przejść do analizy szczególnego rodzaju instrumentu pochodnego, jakim jest kontrakt na różnicę. Wspomniany derywat stanowi zasadniczy przedmiot rozważań w niniejszej pracy. Dla przeprowadzenia analizy prawnej wskazanej konstrukcji konieczne jest, w pierwszej kolejności, omówienie wykorzystania kontraktów na różnicę na współczesnym rynku finansowym. Znajomość praktyki stosowania tych instrumentów pochodnych pozwoli bowiem na ich właściwą ocenę w płaszczyźnie prawnej. Stąd niniejszy rozdział będzie poświęcony kwestiom stosowania kontraktów na różnicę w obrocie.

Kontrakty na różnicę (ang. *contracts for difference*, CFDs) są wymienione jako osobna kategoria instrumentów finansowych zarówno w załączniku C pkt 9 dyrektywy MIFID II, jak i w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. h) u.o.i.f. W literaturze prawniczej i ekonomicznej kontraktom na różnicę poświęcono niewiele miejsca. Definiuje się je jako umowy, w których strony zobowiązują się do wymiany kwoty różnicy pomiędzy ceną otwarcia a zamknięcia pozycji[647]. Innymi słowy zatem, jedna strona płaci drugiej różnicę między ceną instrumentu bazowego (akcji, towaru, indeksu giełdowego) z chwili zawarcia umowy, a jego ceną w momencie zakończenia transakcji. Już *prima facie* można dostrzec znaczące podobieństwo tej konstrukcji do kontraktu terminowego, szczególnie w wersji *futures.* Na to podobieństwo wskazuje się także w doktrynie[648]. Niemniej jednak, w literaturze podkreśla się, że obrót kontraktami na różnicę następuje na rynku pozagiełdowym (Forex) co odróżnia kontrakty na różnicę od transakcji *futures*[649]. To z kolei ma fundamentalne znaczenie dla praktyki obrotu kontraktami na różnicę. Stąd, w pierwszej kolejności konieczne jest rozważenie, czym jest rynek kapitałowy i jakie są jego segmenty, a następnie czym charakteryzuje się część tego rynku, zwana rynkiem Forex. Pozwoli to na zobrazowanie otoczenia, w jakim dochodzi do zawierania kontraktów na

[647] M. Kurzajewski, D. Nowalińska, *Zysk a ryzyko na rynku FOREX. Poradnik klienta usług finansowych*, Warszawa 2017, s. 16-17.
[648] P. Gołębiowski, *Kontrakty…,* s. 34.
[649] J. Karwowski [w:] Ilona Fałat-Kilijańska i in., *Instrumenty pochodne rozliczane w sposób scentralizowany*, Warszawa 2017, s. 59. Autor podkreśla, że obrót CFD na giełdzie następuje wyłącznie wyjątkowo.

różnicę. Dopiero poczynienie tych ogólnych uwag umożliwi przejście do omówienia szczegółowych zasad zawierania kontraktów na różnice i ich treści w praktyce obrotu.

2. Rynek FOREX jako forum obrotu kontraktami na różnicę

2.1. Pojęcie rynku kapitałowego

Jak wyżej zaznaczono, kontrakty na różnicę stanowią jeden z instrumentów finansowych. Obrót wszelkimi instrumentami finansowymi, w tym CFDs, tak jak każdym dobrem lub usługą, odbywa się na rynku, zwanym w tym przypadku rynkiem kapitałowym. Wskazany rynek jest pod wieloma względami szczególny, dlatego został szczegółowo uregulowany przez przepisy oraz poddany kontroli organów państwowych[650]. W tym miejscu konieczna jest jego bliższa charakterystyka, obejmująca także szersze od „rynku kapitałowego" kategorie pojęciowe, takie jak „rynek" oraz „rynek finansowy" i uwzględniająca znaczenie, jakie nadaje się tym pojęciom w naukach ekonomicznych i prawodawstwie.

Samo pojęcie rynku w literaturze finansowej definiuje się jako ogół zamierzonych i wykonanych transakcji sprzedaży określonych dóbr i usług oraz warunki tych transakcji[651]. Ogół tych rynków składa się na system określany mianem gospodarki rynkowej[652]. Rynek w powyższym rozumieniu można poddawać różnym klasyfikacjom. Posługując się kryterium przedmiotowym, wyróżnić można: rynek towarowy, pracy, nieruchomości oraz finansowy[653]. Ten ostatni jest określany jako rynek, na którym dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi[654]. Należy jednak zaznaczyć, że w naukach ekonomicznych pojęcie instrumentów finansowych rozumie się szerzej niż w doktrynie prawa. Jak wskazuje J. Czekaj, instrumentami finansowymi są „roszczenia jednych podmiotów gospodarczych względem drugich"[655]. W związku z tą szeroką definicją, do instrumentów finansowych w znaczeniu ekonomicznym

[650] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 11-18.
[651] J. Czekaj, P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 21.
[652] Tamże.
[653] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 11.
[654] M. Markiewicz, [w:] E. Pietrzak, M. Markiewicz (red.), *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Gdańsk 2009, s. 22.
[655] J. Czekaj, P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 22.

zalicza się, oprócz papierów wartościowych, także depozyty bankowe lub polisy ubezpieczeniowe[656].

Rynek finansowy, w literaturze ekonomicznej, jest dzielony na bardziej wyspecjalizowane rynki: pieniężny, kapitałowy, instrumentów pochodnych oraz walutowy[657]. Rynek pieniężny rozumiany jest jako rynek, na którym handluje się instrumentami o okresie trwania do jednego roku[658]. Jest on wykorzystywany przede wszystkim do zarządzania płynnością – jego uczestnicy pożyczają chwilowo brakujące środki pieniężne oraz lokują ich przejściowy nadmiar[659]. Natomiast rynek kapitałowy definiuje się jako rynek, którego przedmiotem są instrumenty o okresie trwania dłuższym niż rok[660]. Transakcje na tym rynku umożliwiają pozyskiwanie i lokowanie kapitału[661]. Rynkiem instrumentów pochodnych określa się rynek, na którym dochodzi do obrotu derywatami, natomiast rynek walutowy stanowi rynek, na którym można dokonać wymiany jednej waluty na inną[662].

Przedstawiona struktura rynku finansowego w znaczeniu ekonomicznym nie w pełni odpowiada prawnemu rozumieniu pojęć używanych powyżej. Należy bowiem pamiętać, że definicje prawne są konstruowane dla specyficznych celów (w tym przypadku zwykle dla ustalenia zakresu uprawnień nadzorczych KNF) i w związku z tym nie muszą odpowiadać dokładnie opisywanym zjawiskom gospodarczym[663]. Co więcej, wskazane definicje najczęściej nie spełniają cech definicji klasycznych. Z drugiej strony, definicje normatywne kształtują w naturalny sposób terminologię, jaką posługuje się piśmiennictwo prawnicze i orzecznictwo. Stąd, w tym miejscu trzeba przedstawić, jakie znaczenie przypisują powyższym terminom przepisy prawa.

Dla określenia granic pojęcia rynku finansowego w znaczeniu prawnym konieczne jest odniesienie się do art. 1 ust. 2 ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym[664]. Przywołany przepis wskazuje, jakie sektory objęte są „nadzorem nad rynkiem finansowym". Z kolei z treści art. 2 u.n.r.f[665]. można wywieść, że obszary objęte tym nadzorem

[656] Tamże.
[657] A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Warszawa 2006, s. 16-19.
[658] J. Czekaj, P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 32.
[659] I. Sobol, [w:] E. Pietrzak, M. Markiewicz (red.), *Finanse…*, s. 268.
[660] J. Czekaj,P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 33-34.
[661] A. Sławiński, *Rynki…*, s. 17.
[662] J. Czekaj,P. Oleksy, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 35.
[663] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *System…*, s. 7.
[664] Dz. U. 2006 Nr 157 poz. 1119 ze zm, dalej: u.n.r.f.
[665] „Celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku również poprzez rzetelną informację dotyczącą funkcjonowania rynku, przez

stanowią rynek finansowy. W związku z powyższym, na rynek finansowy, w tak zbudowanym znaczeniu prawnym, składałyby się głównie z rynków: bankowego, emerytalnego, ubezpieczeniowego, kapitałowego, rynku instytucji płatniczych i rynku agencji ratingowych. Trzeba jednak stwierdzić, że z uwagi na techniczny charakter tego wyliczenia oraz niewielką liczbę przepisów, które odnoszą się do wszystkich segmentów tego rynku, pojęcie „rynku finansowego" nie ma dużego znaczenia normatywnego.

Jak wskazano powyżej, na rynek finansowy składa się między innymi rynek kapitałowy. Prawne rozumienie pojęcia rynku kapitałowego można wyprowadzić z art. 2 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym[666]. Zgodnie z przywołanym przepisem[667], rynek kapitałowy składa się z rynku instrumentów finansowych, rynku usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne, rynku towarów giełdowych, rynku dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, rynku usług finansowania społecznościowego. Przedstawiony zbiór desygnatów nazwy „rynek kapitałowy" także nie odpowiada definicji „rynku kapitałowego" w rozumieniu ekonomicznym. Jak wskazano bowiem wyżej, w literaturze finansowej rynek kapitałowy oznacza rynek instrumentów finansowych o czasie trwania dłuższym niż rok. Odróżnia się zaś od niego rynek pieniężny, na którym handluje się instrumentami finansowymi o czasie trwania krótszym niż rok oraz rynek instrumentów pochodnych, na którym obraca się derywatami. Tymczasem, w ujęciu prawnym, rynek kapitałowy obejmuje ogół obrotu instrumentami finansowymi, niezależnie od terminu ich zapadalności, a także bez względu na to, czy stanowią one instrumenty pochodne. Z drugiej strony, rynek kapitałowy w znaczeniu prawnym obejmuje także obrót towarami giełdowymi, co nie mieści się w definicji ekonomicznej rynku kapitałowego[668]. Wreszcie, część zakresów

realizację celów określonych w szczególności w ustawie - Prawo bankowe, ustawie z dnia 22 maja 2003 r. o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym, ustawie z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego, ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawie z dnia 5 listopada 2009 r. o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych oraz ustawie z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych".

[666] Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1537 ze zm, dalej: u.n.r.k.

[667] „Ilekroć w ustawie jest mowa o: rynku kapitałowym - rozumie się przez to:
a)rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych - w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ustaw, o których mowa w pkt 1 i 2, oraz rozporządzenia 236/2012 i rozporządzenia 648/2012, oraz
b)rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania - w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy ustawy, o której mowa w pkt 3, i przepisy rozporządzeń, o których mowa w art. 3 ust. 5, oraz
c)rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy, o której mowa w pkt 4, oraz
d)rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia 1031/2010 - w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosuje się przepisy tego rozporządzenia,
e)rynek usług finansowania społecznościowego, o których mowa w art. 2 ust. 1 lit. a rozporządzenia 2020/1503

[668] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *System…,* s. 11-12.

obu pojęć pokrywa się ze sobą. Z tego względu należy przyjąć, że między tymi pojęciami zachodzi stosunek krzyżowania się.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że jednoznaczne zdefiniowanie rynku kapitałowego nie jest łatwe. Z treści art. 2 pkt 6 u.n.r.k. można wyprowadzić wniosek, że pod pojęciem rynku kapitałowego należy rozumieć przede wszystkim rynek, na którym dokonuje się obrót instrumentami finansowymi (niezależnie od ich rodzaju i czasu trwania). Pozostałe bowiem sektory tego rynku, które zostały wymienione w przywołanym przepisie, mają mniejsze znaczenie gospodarcze. Przedstawione rozumienie ma przy tym charakter intuicyjny. Wydaje się też, że takie znaczenie mają na myśli przedstawiciele doktryny prawa, posługujący się tym terminem[669]. W tym też znaczeniu, nieco uproszczonym względem treści art. 2 pkt 6 u.n.r.k., pojęcie „rynku kapitałowego" będzie używane w niniejszej pracy.

2.2. Segmenty rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy, w rozumieniu ustalonym powyżej, można podzielić na rynek zorganizowany i niezorganizowany (OTC – *over the counter*)[670]. W doktrynie wskazuje się, że obrót zorganizowany charakteryzuje się istnieniem wyodrębnionej organizacyjnie i finansowo platformy, działającej regularnie i zapewniającej jednakowe warunki zawierania transakcji i dostępu do informacji o tych transakcjach[671]. Z kolei w obrocie niezorganizowanym nie istnieje, co do zasady, scentralizowana struktura, przy pomocy której dochodzi do dokonywania transakcji – umowy są zawierane „prywatnie", w drodze indywidualnych negocjacji[672]. W tym miejscu należy krótko scharakteryzować oba wymienione segmenty rynku kapitałowego.

Jak wyżej wskazano, obrót zorganizowany cechuje się istnieniem określonych platform obrotu. Można określić je jako formy organizacyjne procesu cyrkulacji instrumentów finansowych, ukształtowane przy pomocy ściśle określonych reguł[673]. Ustawodawca przewidział przy tym zamknięty katalog tych platform. Zgodnie z art. 3 pkt 9 u.o.i.f., obrót zorganizowany oznacza obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami

[669] Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 2-7; J. Mojak, *Prawo…*, s. 333-370.
[670] A. Chłopecki, w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 33-34.
[671] A-M. Weber, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe dla studentów i praktyków*, Warszawa 2022, s. 798.
[672] Tamże.
[673] K. Zacharzewski, *Prawo…*, s. 74.

finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w ASO. Zatem, platformami obrotu zorganizowanego są: rynek regulowany oraz ASO. Oba wymienione segmenty obrotu zostały w u.o.i.f. zdefiniowane. Rynkiem regulowanym w rozumieniu ustawy jest działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany (art. 14 ust. 1 u.o.i.f.). Natomiast alternatywny system obrotu (ASO) to prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego, w tym ASO oparte na DLT (art. 3 pkt 2 u.o.i.f.). Przywołane definicje są dość podobne. Wymienione platformy różnicuje stopień sformalizowania obrotu i wymagań wobec emitentów oraz organizatorów rynku W przypadku rynku regulowanego jest on większy niż w odniesieniu do ASO, toteż notowanie instrumentów finansowych w ASO postrzegane jest często jako przygotowanie emitenta do wejścia na rynek regulowany[674].

W poprzednim stanie prawnym rynek regulowany był dzielony nadto na rynek giełdowy (prowadzony przez GPW S.A.) i pozagiełdowy, prowadzony przez BondSpot S.A. Obecnie jednak przytoczony podział nie ma już znaczenia normatywnego – oba przytoczone rynki stanowią obecnie rynki regulowane[675]. Nie ulega jednak wątpliwości, że tradycyjne pojęcia giełdy i obrotu giełdowego są utrwalone w doktrynie i przy tym powszechnie zrozumiałe. Stąd, z przywołanych terminów nadal korzysta się w piśmiennictwie.

Istotą obrotu zorganizowanego (zarówno rynku regulowanego, jak i ASO) jest funkcjonowanie podmiotu, który kojarzy oferty zbycia/nabycia instrumentów finansowych i tym samym doprowadza do zawarcia umowy na prowadzonej przez siebie platformie. Cechę charakterystyczną obrotu zorganizowanego stanowi także istnienie systemu depozytowego

[674] M. Spyra [w:] M. Stec (red.), *System…,* s. 18, A-M. Weber, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo…,* s. 799.
[675] K. Zacharzewski, *Prawo…*, s. 75.

oraz rozliczeniowo-rozrachunkowego, które są prowadzone przez umocowane ustawowo podmioty[676]

Ustawodawca, oprócz pojęcia „zorganizowanego obrotu" wprowadza także pojęcie „systemu obrotu instrumentami finansowymi" na które składa się, oprócz rynku regulowanego i ASO także OTF (art. 3 pkt 9 u.o.i.f.). Przez OTF należy zaś rozumieć zorganizowaną platformę obrotu, przez którą rozumie się wielostronny system kojarzący w sposób uznaniowy składane przez podmioty trzecie oferty kupna i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji, instrumentów pochodnych lub produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę, niebędący rynkiem regulowanym ani ASO (art. 3 pkt 10b u.o.i.f.). Obecnie taką platformę stanowi Towarowa Giełda Energii[677].

W przeciwieństwie do opisanych wyżej segmentów rynku zorganizowanego, w obrocie niezorganizowanym (OTC), zasadniczo nie funkcjonują platformy pozwalające na obrót instrumentami finansowymi według z góry określonych reguł. Co do zasady, w obrocie niezorganizowanym nie funkcjonują także instytucje rozliczeniowo-rozrachunkowe[678]. Klasycznymi przykładami transakcji zawieranych na tym rynku będą zatem: „prywatna" sprzedaż akcji poza obrotem zorganizowanym lub umowa *swap* zawierana między dwoma bankami w drodze indywidualnych negocjacji. Temu tradycyjnemu objaśnieniu istoty obrotu niezorganizowanego wymyka się jedynie działalność „podmiotów systematycznie internalizujących transakcje" [679], prowadzących działalność na rynku OTC. Ich działalność prowadzi do standaryzacji umów zawieranych w obrocie niezorganizowanym. W pewnym sensie mają one zbliżona rolę do podmiotów prowadzących poszczególne segmenty obrotu w ramach rynku regulowanego[680].

---

[676] Tamże, s. 150-156.
[677] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…*, s. 33.
[678] Wyjątkiem są w tym zakresie podmioty określane mianem centralnych kontrahentów (CCP) funkcjonujących na podstawie rozporządzenia EMIR. zob. szerzej: M. Hordejuk, *Zawieranie transakcji na instrumentach pochodnych w świetle rozporządzenia EMIR*, PiP, 2018, nr 2. Należy jednak zwrócić uwagę, że obowiązkowi rozliczenia przy pomocy centralnego kontrahenta podlegają tylko transakcje dokonywane między szczegółowo definiowanymi w tym rozporządzeniu podmiotami (co do zasady podmiotami profesjonalnie zajmującymi się obrotem derywatami). Z uwagi na fakt, że taka konfiguracja podmiotowa nie jest charakterystyczna dla kontraktu na różnicę, w niniejszej pracy pominięto szersze rozważania dotyczące rozliczenia derywatów w obrocie niezorganizowanym przy pomocy centralnego kontrahenta.
[679] Zgodnie z art. 3 pkt 2e u.o.i.f., podmiotem systematycznie internalizującym transakcje jest firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2, które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF, bez prowadzenia ASO lub OTF; zob. szerzej: rozdział IV pkt 1.1.
[680] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *System…*, s. 16.

2.3. Rynek Forex jako część obrotu niezorganizowanego

.

Jak wskazano powyżej, na rynku niezorganizowanym dochodzi do obrotu różnymi instrumentami finansowymi – zarówno klasycznymi papierami wartościowymi, jak i derywatami. Niezorganizowany rynek instrumentów pochodnych (OTC) określa się mianem Forex (ang. Foreign Exchange). Wprawdzie początkowo termin Forex używany był wyłącznie dla określenia pozagiełdowego obrotu walutami[681], obecnie jednak najczęściej oznacza całość niezorganizowanego rynku instrumentów pochodnych, które mogą opiewać na różne instrumenty bazowe[682].

Pierwotnie rynek Forex był zarezerwowany wyłącznie dla wielkich podmiotów finansowych, które porozumiewały się ze sobą i zawierały dwustronne umowy. Przedsiębiorcy, by mieć dostęp do tego rynku, musieli dysponować znacznymi środkami finansowymi oraz korzystać z pośrednictwa dealerów (będących bankami)[683]. Jednak wraz z postępem technologicznym i powstaniem platform elektronicznych, służących przekazywaniu zleceń od inwestora do brokera, możliwe stało się uczestniczenie w rynku Forex także klientów indywidualnych[684]. Tej tendencji sprzyjało także stopniowe zmniejszanie wymogów co do minimalnych wpłat pieniężnych do otwarcia rachunku, które sprawiło, że obecnie inwestor może rozpocząć grę na rynku Forex dysponując kwotą rzędu kilku tysięcy złotych[685]. Wskazane czynniki złożyły się na powstanie detalicznego rynku Forex.

O ile na wskazanym rynku można dokonywać transakcji stanowiących różne instrumenty pochodne, to jednak w zdecydowanej większości, przynajmniej, gdy chodzi o detaliczny rynek Forex, tymi instrumentami są kontrakty na różnice[686]. To sprawia, że nazwy „kontrakt na różnicę" oraz „Forex" są ze sobą organicznie związane. Nic więc dziwnego, że A. Chłopecki i M. Dyl wskazują, że rynek Forex opiera się na konstrukcji kontraktu na różnicę[687].

---

[681] G. Zalewski, *Kontrakty terminowe i forex. Teoria i praktyka*, Warszawa 2010, s. 52-53.
[682] Raport NIK „Ochrona praw nieprofesjonalnych uczestników rynku walutowego, sygn. KBF.430.011.2016, s. 17; M. Kurzajewski, D. Nowalińska, *Zysk a ryzyko…,* s. 16-17;
[683] G. Zalewski, *Kontrakty…*, s. 54-55.
[684] K. Dąbek, A. Jankowska, A. Ulewicz, [w:] J. Grzywacz (red.), *Finansowe…*, s. 107-109.
[685] G. Zalewski, *Kontrakty…*, s. 54-55.
[686] M. Kurzajewski, D. Nowalińska, *Zysk a ryzyko…,* s. 16-17.
[687] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 254.

Rynek Forex, jak już wyżej zaznaczono, jest rynkiem niezorganizowanym. Z powyższego faktu wypływa szereg konsekwencji. Przede wszystkim oznacza to, że nie istnieje podmiot, który gwarantuje poprawny przebieg i rozliczenie zawieranych na tym rynku transakcji, odmiennie niż w przypadku rynku giełdowego[688]. Dostęp do rynku Forex, dzięki łączom telefonicznym i internetowym, ma każdy podmiot przez 24 godziny na dobę (z wyjątkiem weekendów), niezależnie od tego, gdzie się znajduje[689]. Powyższe sprawia, że rynek Forex charakteryzuje się wysoką płynnością instrumentów finansowych, a dzienne obroty na tym rynku wynoszą kilka bilionów dolarów[690].

Rynek Forex nazywany jest często rynkiem brokerskim[691]. Przywołana nazwa podkreśla doniosłą rolę, jaką pełnią brokerzy na tym rynku. Ich funkcja bowiem, wbrew tradycyjnemu znaczeniu nazwy broker, nie ogranicza się do pośredniczenia przy zawieraniu transakcji przez ich klientów. Na rynku Forex bowiem inwestor najczęściej dokonuje transakcji bezpośrednio z brokerem[692].

W praktyce broker Forex może wystąpić zasadniczo w dwóch rolach. W pierwszej z nich, pełni funkcję animatora rynku (model *market maker*). W tej roli broker oferuje zawarcie kontraktów na różnicę po ustalonych przez siebie cenach i z określonym przez siebie *spreadem*[693]. To powoduje, że każdy z brokerów może dowolnie ustalać ceny (tzw. kwotowanie), po których zawiera kontrakty na różnicę z inwestorami. Odróżnia to wyraźnie rynek Forex od rynku giełdowego, gdzie obowiązuje jedna cena, wynikająca z tabeli giełdowej[694]. Należy przy tym podkreślić, że broker Forex w omawianym modelu jest nie tylko animatorem rynku, ale i drugą stroną zawieranego kontraktu. Można zatem powiedzieć, że kontrakt na różnicę w tej wersji stanowi swoisty zakład inwestora z brokerem Forex co do przyszłej wartości określonego instrumentu bazowego. Gdy zyskuje inwestor, traci broker i na odwrót[695]. Stąd w literaturze podkreśla się, że nieuchronnie między stronami tej transakcji

[688] Raport NIK „Ochrona praw nieprofesjonalnych uczestników rynku walutowego, sygn. KBF.430.011.2016, s. 17.
[689] Tamże.
[690] M. Kurzajewski, D. Nowalińska, *Zysk a ryzyko…,* s. 16-17. Należy jednak zauważyć, że kwotę obrotów generują przede wszystkim transakcje między bankami, a nie klientami detalicznymi, zob. J. Bąk, W. Pietrzyk, *Rynek Forex. Zagrożenia i prawa uczestników nieprofesjonalnych*, Warszawa 2008, s. 7-9.
[691] G. Zalewski, *Kontrakty…*, s. 55.
[692] Tamże.
[693] J. Karwowski [w:] Ilona Fałat-Kilijańska i in., *Instrumenty…,* s. 60-61.
[694] G. Zalewski, *Kontrakty…*, s. 55.
[695] J. Bąk, W. Pietrzyk, *Rynek…,* s. 33.

pojawia się konflikt interesów[696]. W ocenie doktryny, omówiony model stanowi najczęstszy sposób zawierania transakcji CFD na polskim rynku[697].

Drugi model zakłada, że broker Forex przekazuje zlecenia od inwestora do realizacji innemu podmiotowi (model STP - *Straight Trough Processing* lub ECN - *Electronic Communications Networks*). Taki model ma wyeliminować potencjalny konflikt interesów między inwestorem a brokerem[698]. Ponadto jest on bliższy tradycyjnym czynnościom wykonywanym przez brokera. Niemniej jednak w praktyce często ten model zbliża się do opisywanego wcześniej modelu *market maker*. Konflikt interesów nadal bowiem istnieje, jednak nie występuje na linii inwestor – broker, tylko na linii inwestor – podmiot trzeci[699]. Nadto broker oraz podmiot wykonujący transakcję są często powiązani kapitałowo, a wątpliwości może nasuwać sposób wynagrodzenia brokera przez podmiot wykonujący transakcję[700]. Niezależnie zatem od przyjętego modelu transakcyjnego, kluczową rolę na rynku Forex (zwłaszcza detalicznym) odgrywają tzw. brokerzy Forex.

3. Kontrakty na różnicę w świetle badań empirycznych

Jak już wcześniej wskazano, kontrakty na różnicę nie zostały dotychczas poddane szczegółowej analizie w literaturze ekonomicznej. Większość pozycji podejmujących temat CFD ma charakter praktyczny – stanowią one najczęściej poradniki inwestorskie. Z drugiej strony, bez opisu funkcjonowania kontraktów na różnicę w praktyce obrotu niemożliwe jest prowadzenie badań prawnych. Z powyższych względów, w toku przygotowywania niniejszej pracy zdecydowano o przeprowadzeniu badań empirycznych nad kontraktami na różnicę zawieranymi na polskim rynku kapitałowym. Celem badań było uchwycenie charakterystycznych elementów konstrukcyjnych kontraktów na różnicę. Prezentowane poniżej wyniki badań będą zaś przyczynkiem do rozważań nad naturą prawną opisywanego instrumentu pochodnego.

[696] J. Karwowski [w:] Ilona Fałat-Kilijańska i in., *Instrumenty…,* s. 60-61.
[697] J. Bąk, W. Pietrzyk, *Rynek…*, s. 33.
[698] Raport NIK „Ochrona praw nieprofesjonalnych uczestników rynku walutowego, sygn. KBF.430.011.2016, s. 21.
[699] J. Bąk, W. Pietrzyk, *Rynek…,* s. 33-35.
[700] Tamże.

3.1. Przyjęta metodologia badań

Analiza kontraktów na różnicę zawieranych na polskim rynku kapitałowym wymagała w pierwszej kolejności wyselekcjonowania odpowiedniego materiału badawczego. Na potrzeby niniejszych badań próbę badawczą dobrano w sposób celowy.

Jak wskazano powyżej, kontrakty na różnicę zawierane są przede wszystkim w obrocie niezorganizowanym – na rynku Forex. Wskazany rynek ma zaś charakter „brokerski" – oznacza to, że główną rolę odgrywają na nim tzw. brokerzy forexowi, będący firmami inwestycyjnymi zawierającymi kontrakty na różnicę ze swoimi klientami. Stąd, w pierwszej kolejności należało ustalić, jakie domy maklerskie w Polsce oferują swoim klientom zawieranie takich kontraktów. W tym celu zwrócono się do Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z wnioskiem o udzielenie informacji publicznej, na temat firm inwestycyjnych, których dane zostały wykorzystane do sporządzenia komunikatu UKNF o wynikach klientów na rynku Forex w 2021 roku[701]. W odpowiedzi UKNF wskazał, że dane dla sporządzenia przywołanego dokumentu są uzyskane od wszystkich firm inwestycyjnych, które działają na rynku Forex i posiadają zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej wydane przez Komisję Nadzoru Finansowego. Zgodnie z cytowaną odpowiedzią, są nimi następujące podmioty: Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A., Dom Maklerski TMS Brokers S.A., XTB S.A., Alior Bank S.A. Biuro Maklerskie Alior Bank, mBank S.A. Biuro Maklerskie mBank[702].

Następnie analizie zostały poddana dokumentacja umowna stosowana przez wymienione podmioty, determinująca treść umów zawieranych przez nie ze swoimi klientami na rynku Forex. Przede wszystkim były to dokumenty stanowiące wzorce umowne sporządzone przez przywołane firmy inwestycyjne. Najważniejszymi z nich były, różnie tytułowane, regulaminy świadczenia usług na rynku Forex:

1. Regulamin świadczenia usług wykonywania zleceń przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. w obrocie Instrumentami Finansowymi oraz prowadzenia rachunków i rejestrów związanych z tym obrotem – rynek OTC (dalej: regulamin BOŚ)[703];

[701] Urząd Komisji Nadzoru Finansowego publikuje taki komunikat każdego roku.
[702] Odpowiedź UKNF na wniosek o udzielenie informacji publicznej z dnia 28 lipca 2022 roku, znak sprawy: DKS-DKSZK.0128.145.2022.AZ.
[703] Źródło: https://bossafx.pl/oferta/dokumenty. Dostęp: 9.05.2023r.

2. Regulamin świadczenia usług wykonywania zleceń przez OANDA TMS Brokers S.A. w systemie transakcyjnym MT5, prowadzenia rachunków pieniężnych i rejestrów oraz wymiany walutowej (dalej: regulamin TMS)[704];
3. Regulamin wykonywania zleceń w obrocie instrumentami finansowymi na rynkach OTC oraz prowadzenia rachunków i rejestrów związanych z tym obrotem przez Biuro Maklerskie Alior Bank S.A. (dalej: regulamin Alior)[705];
4. Regulamin świadczenia usług wykonywania zleceń nabycia lub zbycia praw majątkowych i papierów wartościowych, prowadzenia rachunków praw majątkowych i rachunków pieniężnych przez XTB S.A. („Warunki Ogólne") z dnia 11 kwietnia 2023r. (dalej: regulamin XTB)[706];
5. Regulamin świadczenia usług maklerskich na rynkach nieregulowanych (OTC) (dalej: regulamin mBank)[707].

Metodą badawczą zastosowaną w opisywanym badaniu jest analiza treści, zgodnie z systematyką zaproponowaną przez E. Babbiego. Polega ona na obserwacji zarejestrowanych ludzkich przekazów (w tym przypadku wzorców umownych), a następnie klasyfikowaniu uzyskanych danych według określonych ram pojęciowych[708]. Badania zostały przeprowadzone w maju 2023 roku.

3.2. Sposób zawierania kontraktów na różnicę w praktyce obrotu

Przeprowadzone badania jednoznacznie wskazują, że obrót na rynku Forex jest dokonywany w oparciu o umowę wykonywania zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych. Każda z badanych firm inwestycyjnych zawiera wskazaną umowę ze swoimi klientami. Co więcej, przedmiot tych umów jest podobny. Firma inwestycyjna zobowiązuje się wobec drugiej strony do świadczenia usług wykonywania zleceń nabywania lub zbywania

[704] Źródło: https://www.tms.pl/dokumenty. Dostęp: 9.05.2023r.
[705] Źródło: https://www.aliorbank.pl/dodatkowe-informacje/przydatne-dokumenty/biuro-maklerskie.html. Dostęp: 9.05.2023r.
[706] Źródło: https://xtb.scdn5.secure.raxcdn.com/file/0102/87/pl-gtc_11042023_clean_3c9a99061d.pdf. Dostęp: 9.05.2023r.
[707] Źródło: https://www.mforex.pl/g/_dNSnGhMbE_rnxHQjROWGw. Dostęp: 9.05.2023r.
[708] E. Babbie, *Badania społeczne w praktyce*, Warszawa 2004, s. 342-353.

instrumentów finansowych na rynku OTC[709]. Trzy z pięciu badanych firm inwestycyjnych wprost określało tę umowę jako umowę ramową[710].

Przywołana umowa jest zawierana powszechnie na rynku kapitałowym, niezależnie od segmentu obrotu. Obowiązkowo muszą zawrzeć ją inwestorzy, którzy chcą nabywać i zbywać instrumenty finansowe na rynku regulowanym, z uwagi na zasadę przymusowego pośrednictwa firmy inwestycyjnej na tym rynku. Przykładowo, inwestor chcący kupić akcje notowane na GPW, musi zawrzeć z wybraną firmą inwestycyjną umowę o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a następnie, w wykonaniu tej umowy, zlecić swojemu pośrednikowi giełdowemu nabycie określonej ilości akcji.

Wszystkie badane firmy inwestycyjne przewidują zawarcie omawianej umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych na piśmie. Nadto, cztery z pięciu firm inwestycyjnych pozwalają na jej zawarcie także w drodze elektronicznej[711]. Jedynie mBank S.A. nie dopuszcza możliwości zawarcia tej umowy przez złożenie oświadczeń woli w postaci elektronicznej[712].

Składanie zleceń odbywa się, w analizowanych przypadkach, przede wszystkim w formie elektronicznej, przy pomocy serwisu transakcyjnego. Oprócz tego, w przypadku niektórych z badanych firm inwestycyjnych, możliwe jest także złożenie zlecenia w formie telefonicznej[713] lub pisemnej[714].

Prima facie zatem zawieranie kontraktów na różnicę nie różni się od nabywania lub zbywania innych instrumentów finansowych na rynku kapitałowym, w tym od obrotu instrumentami finansowymi na rynku regulowanym. W rzeczywistości jednak tak nie jest. W pierwszej kolejności należy zauważyć, że badane umowy o wykonanie zleceń nabycia lub

[709] § 1 ust. 1 umowy o świadczenie usług wykonywania zleceń nabycia lub zbycia Instrumentów Finansowych, ewidencjonowania tych Instrumentów oraz prowadzenia rachunków pieniężnych przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A., źródło: https://bossafx.pl/oferta/dokumenty. Dostęp: 22.06.2024r., dalej: umowa BOŚ; § 1 ust. 1 umowy ramowej TMS, źródło: https://www.tms.pl/dokumenty. Dostęp: 22.06.2024r., dalej: umowa TMS; §1 ust. 1 umowy świadczenia usług maklerskich przez mBank, źródło: https://www.mforex.pl/g/7LTyHWDzjkaD8IlCL9ilfA. . Dostęp: 22.06.2024r., dalej: umowa mBank, §1 ust. 1 umowy o świadczenie usług wykonywania zleceń na rynkach OTC przez Biuro Maklerskie Alior Bank S.A., źródło: https://www.aliorbank.pl/dodatkowe-informacje/przydatne-dokumenty/biuro-maklerskie.html. Dostęp: 22.06.2024r., dalej: umowa Alior.

[710] umowa BOŚ, umowa TMS, Umowa ramowa świadczenia usług maklerskich przez XTB, źródło: https://xtb.scdn5.secure.raxcdn.com/file/0102/39/PL-Umowa_Ramowa_OF_a1668d1db9.pdf. Dostęp: 22.06.2024r., dalej: umowa XTB.

[711] § 16 ust. 1 regulaminu Alior Bank; § 5 ust. 7 regulaminu BOŚ Bank; pkt 3.5 regulaminu XTB, rozdział II § 2 ust. 1 regulaminu TMS;

[712] § 4 ust. 1 regulaminu mBank.

[713] § 29 regulaminu mBank, § 65 regulaminu Alior Bank.

[714] Rozdział III § 5-8 regulaminu TMS; § 33-42 regulaminu BOŚ.

zbycia instrumentów finansowych, wbrew swojej nazwie, dotyczą, co do zasady, wyłącznie jednego rodzaju instrumentów finansowych – kontraktu na różnicę. Część badanych firm inwestycyjnych wprost w swoich regulaminach definiuje instrumenty finansowe jako kontrakty na różnicę[715]. Natomiast inne ograniczają pojęcie instrumentu finansowego do kontraktu na różnicę *implicite*, przez oferowanie jedynie tego rodzaju instrumentów finansowych[716]. Analizowane umowy zatem, wbrew swej ogólnej nazwie, dotyczą wyłącznie zawierania kontraktów na różnicę. Charakterystyczne dla rynku Forex jest to, że instrumenty finansowe i kontrakty na różnicę są utożsamiane ze sobą.

Co więcej, w analizowanych wzorach umów firmy inwestycyjne występują nie tylko w roli pośrednika, jak ma to miejsce w przypadku zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na rynku regulowanym. Trzy spośród pięciu analizowanych firm inwestycyjnych funkcjonuje w modelu „market maker", co oznacza, że są one stroną kontraktów na różnicę zawieranych ze swoimi klientami. W tym przypadku firma inwestycyjna przyjmuje zlecenia klientów i jednocześnie sama staje się stroną umowy zawartej w wykonaniu zlecenia. W ten sposób działa na rynku Forex BOŚ Bank, który wskazuje w swoim regulaminie, że „Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. jest zawsze drugą stroną transakcji zawieranej z Klientem a zawierane z Klientem transakcje nie muszą być przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska SA zabezpieczane"[717]. Zabezpieczeniem transakcji w tym przypadku byłoby zawarcie drugiego kontraktu na różnicę, w którym firma inwestycyjna zajęłaby przeciwną pozycję do tej, którą zajmuje w umowie zawartej ze swoim klientem. W ten sposób wynik finansowy klienta byłby dla firmy inwestycyjnej neutralny. Natomiast brak konieczności takiego zabezpieczenia oznacza, że firma inwestycyjna zyska, jeśli jej klient straci i na odwrót. Prowadzi to do nieuchronnego powstania konfliktu interesów, o którym klient jest powiadamiany przed zawarciem umowy[718].

Podobnie wzmiankowaną kwestię uregulowano w regulaminie TMS S.A., w którym wskazano, że „zlecenia będziemy wykonywać poprzez zawarcie Transakcji na własny rachunek z Tobą, na co wyrażasz zgodę podpisując Umowę Ramową"[719]. Z kolei XTB S.A. wskazuje,

[715] Rozdział I § 1 ust. 5 pkt 12 regulaminu TMS; § 2 pkt 12 regulaminu Alior Bank.
[716] Specyfikacja instrumentów BOŚ, źródło: https://bossafx.pl/sites/b30fx/files/2024-06/document/Specyfikacja_01.pdf. Dostęp: 22.06.2024r.; specyfikacja instrumentów mBank, źródło: https://www.mforex.pl/g/phW-TgyT4EGUUXchA4BXtg. Dostęp: 22.06.2024r.
[717] § 1 Regulaminu BOŚ.
[718] § 54 ust. 1-3 Regulaminu BOŚ.
[719] Rozdział III § 4 ust. 1 regulaminu TMS.

że jest on „zawsze drugą stroną Transakcji zawieranej i inicjowanej przez Klienta”[720]. Wobec powyższego trzeba stwierdzić, że przywołane firmy inwestycyjne nie są tylko pośrednikami, lecz także stronami zawieranych ze swoimi klientami kontraktów na różnicę.

W inny sposób funkcjonują dwie pozostałe badane firmy inwestycyjne. MBank w swoim regulaminie wskazuje, że przyjęte zlecenie „wykonuje na Rynku OTC działając w imieniu własnym, lecz na rachunek Klienta”[721]. W tym przypadku zatem firma inwestycyjna jest zastępcą pośrednim. Nadto, zgodnie z przywołanym regulaminem, zawarcie transakcji nabycia lub zbycia Instrumentów Finansowych w wykonaniu złożonego zlecenia następuje pod warunkiem istnienia możliwości zawarcia przez BM odpowiedniej transakcji z Bankiem Oferującym Płynność[722], zaś Bankami Oferującymi Płynność są „działające na Rynkach OTC banki lub firmy inwestycyjne oferujące zawieranie transakcji, rozliczanych za pośrednictwem Brokera Rozliczającego, z którymi BM zawarł umowę o dostarczanie ofert kupna i sprzedaży Instrumentów Finansowych (…)”[723]. W tym modelu zatem dochodzi do zawarcia kontraktu na różnicę między firmą inwestycyjną a podmiotem, określanym jako „dostawca płynności”. mBank przy tym samodzielnie dokonuje wyboru dostawców płynności[724], a ich lista jest zamieszczona na stronie internetowej Domu Maklerskiego mBank[725]. Warto zwrócić uwagę, że wśród dostawców płynności wymieniony jest Commerzbank - podmiot powiązany kapitałowo z mBankS.A.

W podobny sposób funkcjonuje Alior Bank. Zgodnie z regulaminem przywołanej firmy inwestycyjnej, „zawarcie transakcji nabycia lub zbycia Instrumentów finansowych następuje pod warunkiem zawarcia przez Biuro Maklerskie odpowiedniej transakcji, której stroną jest Podmiot oferujący płynność”[726], zaś „Podmioty oferujące płynność” są definiowane jako „banki, firmy inwestycyjne lub inne podmioty, których kwotowania są prezentowane w Systemie transakcyjnym”[727].

Wobec powyższego należy stwierdzić, że firmy inwestycyjne podlegające badaniu zawierają kontrakty na różnicę w dwojaki sposób. Część z nich zawiera tę umowę bezpośrednio ze swoim klientem. Inne zaś działają w roli pośrednika – zawierają kontrakt na różnicę z

[720] Pkt 2.9 regulaminu XTB. Wyjątek stanowią CFD oparte o akcje lub ETF – w tym przypadku XTB działa w modelu agencyjnym, zob. pkt 2.9 regulaminu XTB.
[721] § 24 ust. 1 regulaminu mBank.
[722] § 24 ust. 7 regulaminu mBank.
[723] § 2 ust. 1 pkt 11 regulaminu mBank.
[724] § 2 ust. 3 regulaminu mBank.
[725] https://www.mforex.pl/g/9X2E6-gLjkSzEgovvFmiWw
[726] § 45 ust. 9 regulaminu Alior Bank.
[727] § 2 pkt 14 regulaminu Alior Bank.

wybranym przez siebie podmiotem (tzw. dostawcą płynności) na rachunek swojego klienta. Niezależnie od wybranego modelu, do zawarcia kontraktu na różnicę dochodzi w wykonaniu umowy o świadczenie usług nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Każdy z badanych regulaminów przewiduje procedurę oceny przez firmę inwestycyjną adekwatności instrumentów finansowych lub usług maklerskich, które mają być świadczone na rzecz klienta przy uwzględnieniu jego indywidualnej sytuacji, przed zawarciem umowy o świadczenie usług nabycia i zbycia instrumentów finansowych [728]. Zwykle polega to na wypełnieniu przez klienta formularza, w którym odpowiada on na pytania dotyczące jego dotychczasowego doświadczenia inwestycyjnego oraz jego wiedzy z zakresu korzystania z instrumentów finansowych[729]. Przykładowymi pytaniami, jakie zamieszczone są w kwestionariuszach stosowanych przez brokerów Forex, związanymi z doświadczeniem klienta. są pytania dotyczące ilości dokonywanych transakcji na instrumentach finansowych w ostatnim roku oraz wartości tych transakcji. Gdy chodzi zaś o pytania sprawdzające wiedzę klienta, to przykładowo pytany jest on o definicję punktów swapowych, dźwigni finansowej lub mechanizmu stop loss[730]. Jeśli taka ocena wypadnie negatywnie, wówczas firma inwestycyjna jest obowiązana do poinformowania o tym klienta[731].

3.3. Sposób zdefiniowania kontraktów na różnicę we wzorcach umownych

Po ustaleniu, na podstawie analizowanych dokumentów, w jaki sposób dochodzi do zawierania kontraktów na różnicę, konieczne jest zbadanie, jak omawiane instrumenty pochodne definiowane są we wzorcach umownych stosowanych na rynku Forex.

---

[728] Pkt 3.4. regulaminu XTB, rozdział II § 4 regulaminu TMS, § 4 pkt 3 regulaminu mBank, § 4a regulaminu BOŚ, § 13 regulaminu Alior Bank.

[729] Zob. kwestionariusz XTB, źródło: https://xtb.scdn5.secure.raxcdn.com/file/0043/33/PL-Kwestionariusz_7c9a4e2f2b.pdf, dostęp: 22.06.2024r.; kwestionariusz TMS, źródło: https://cdn.tms.pl/sites/default/files/documents/17-08-2022/kwestionariusz_oceny_odpowiedniosci_-_osoba_fizyczyna.pdf?_gl=1*164td1c*_gcl_au*MTY4NTYwMjc4Ny4xNzE4OTY1OTM1*_ga*MTI4MDUxODk5MS4xNzE4OTY1OTM0*_ga_01LQ6CPKE3*MTcxOTA1MTk0MC40LjEuMTcxOTA1MjY3Mi42MC4wLjA.*_ga_6PG6QGNWP6*MTcxOTA1MTk0Mi40LjEuMTcxOTA1MjY3Mi42MC4wLjA, dostęp: 22.06.2024r.; kwestionariusz BOŚ, źródło: https://info.bossa.pl/_gAllery/aid32395/2015.03.13_Umowa_OTC_osoba_fizyczna.pdf, dostęp: 22.06.2024r.; kwestionariusz Alior Bank, źródło: https://www.aliorbank.pl/dam/jcr:ffc1dd76-d906-4aba-8316-5693bdb3a4ff/kwestionariusz-oceny-odpowiedniosci-transakcje-terminowe.pdf, dostęp: 22.06.2024r.

[730] kwestionariusz XTB, źródło: https://xtb.scdn5.secure.raxcdn.com/file/0043/33/PL-Kwestionariusz_7c9a4e2f2b.pdf, dostęp: 22.06.2024r.

[731] Pkt 3.4. regulaminu XTB, rozdział II § 4 regulaminu TMS, § 4 pkt 3 regulaminu mBank, § 4a regulaminu BOŚ, § 13 regulaminu Alior Bank.

Każda z badanych firm inwestycyjnych wyjaśnia, czym jest kontrakt na różnicę – niektóre z nich czynią to w regulaminie świadczenia usług maklerskich[732], inne zaś – w osobnych dokumentach opisujących oferowane instrumenty finansowe, stanowiących integralną część umów zawieranych z klientami[733]. Definicje te mają różny charakter. Najbardziej ogólną sformułował w swoim regulaminie usług maklerskich mBank. Zgodnie ze wzmiankowaną definicją, kontrakty na różnicę to „niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe w rozumieniu Ustawy, rozliczane pieniężnie, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości walut lub innych instrumentów bazowych"[734]. Przywołana definicja kwalifikuje CFD jako instrument finansowy, którego cena zależy od wartości instrumentu bazowego, co stanowi podstawową cechę każdego instrumentu pochodnego. Podkreśla także, że rozliczenie kontraktu na różnicę ma charakter pieniężny – nie jest on zatem wykonywany fizycznie, przez dostawę instrumentu bazowego. Podobny opis kontraktów na różnicę sformułował Alior Bank, wskazując, że CFD są „instrumentami pochodnymi, których instrumentem bazowym mogą być m.in. waluty, towary, indeksy giełdowe. Inwestor zawierając transakcje nie nabywa instrumentu bazowego, lecz instrument pochodny, którego cena jest powiązana z ceną instrumentu bazowego. Instrumenty są rozliczane pieniężnie, tj. rachunek inwestora jest uznawany lub obciążany kwotą będącą różnicą pomiędzy wartością instrumentu z chwili zamknięcia i wartością z chwili otwarcia pozycji"[735].

W obu analizowanych przypadkach, kontrakt na różnicę został zdefiniowany przy użyciu ustawowej kategorii instrumentu finansowego (pochodnego). Tymczasem następne trzy badane firmy inwestycyjne dookreślają, że kontrakty na różnicę są umowami. W ten sposób definiuje kontrakt na różnicę TMS S.A., który wskazał, że jest to instrument pochodny, który umożliwia inwestorom obrót oparty na zmieniających się na rynku cenach m.in. akcji oraz indeksów bez posiadania prawa własności danych akcji, dodając, że instrument pochodny jest „kontraktem (umową) pomiędzy dwoma lub większą liczbą stron. Jego wartość zależna jest od

[732] § 2 pkt 13 regulaminu mBank; pkt 1 regulaminu XTB.
[733] Deklaracja świadomości ryzyka BOŚ, źródło: https://www.bossa.pl/bossa/pdfdocument?name=APXPDF084; Informacje o biurze maklerskim, świadczonych usługach, oferowanych instrumentach finansowych i ryzykach Alior Bank, źródło: https://www.aliorbank.pl/dodatkowe-informacje/przydatne-dokumenty/biuro-maklerskie.html; Charakterystyka instrumentów finansowych i opis ryzyka TMS, źródło: https://www.tms.pl/zarzadzanie-aktywami/dokumenty.
[734] § 2 pkt 13 regulaminu mBank.
[735] Informacje o biurze maklerskim, świadczonych usługach, oferowanych instrumentach finansowych i ryzykach Alior Bank, s. 17, źródło: https://www.aliorbank.pl/dodatkowe-informacje/przydatne-dokumenty/biuro-maklerskie.html. Dostęp: 22.06.2024r.

wahań wartości instrumentów bazowych”[736]. Z kolei XTB S.A. definiuje CFD jako „instrument finansowy będący umową pomiędzy dwiema stronami. Strony te zobowiązują się do rozliczenia kwoty wynikającej z różnicy pomiędzy ceną otwarcia a ceną zamknięcia pozycji”[737]. Wreszcie, BOŚ Bank wskazuje, że kontrakt na różnicę to „umowa pomiędzy dwoma stronami kontraktu, które zobowiązują się wobec siebie do rozliczenia różnicy kursów otwarcia i zamknięcia pozycji w tym kontrakcie, wynikającej bezpośrednio ze zmian cen aktywów, których kontrakt dotyczy”[738].

Przedstawione opisy kontraktów na różnicę pozwalają na sformułowanie kilku wniosków. Firmy inwestycyjne, zawierające w Polsce kontrakty na różnicę, kwalifikują je jako instrumenty pochodne. Podkreślają, że ich wartość zależy od wartości instrumentu bazowego oraz że są wykonywane przez rozliczenie pieniężne, a nie dostawę fizyczną. Trzy z pięciu badanych firm inwestycyjnych wprost wskazuje, że kontrakty na różnicę są umowami. Nadto, firmy inwestycyjne przyjmują, że rozliczenie transakcji następuje przez porównanie wartości instrumentu bazowego z chwili „otwarcia i zamknięcia pozycji”.

Ostatnia z uwag prowadzi do konieczności ustalenia, co oznaczają sformułowania „pozycja” oraz jej „otwarcie” i „zamknięcie” w świetle badanych wzorców umownych. Stosownie do regulaminu BOŚ Bank, „przez Otwarcie Pozycji rozumie się powstanie praw majątkowych oraz zobowiązań związanych z zawarciem przez Klienta Transakcji[739]”, natomiast „poprzez Zamknięcie Pozycji rozumie się określenie uprawnień lub zobowiązań związanych z uprzednio Otwartą Pozycją na danym Instrumencie Finansowym[740]”. Samą transakcję zaś regulamin BOŚ Bank opisuje jako „umowę, na podstawie której następuje nabycie lub zbycie Instrumentu Finansowego[741]”. Należy przy tym przypomnieć, że BOŚ Bank sam kontrakt na różnicę kwalifikował jako umowę.

Zbliżoną definicję w swoim wzorcu umownym stosuje TMS S.A. Zgodnie z przyjętym przez nią regulaminem, „Otwarcie Pozycji to powstanie praw i zobowiązań związanych z nabyciem lub zbyciem Instrumentu Finansowego[742]”, zaś „Zamknięcie Pozycji to ustanie praw

[736] Charakterystyka instrumentów finansowych i opis ryzyka TMS, s. 2-8, źródło: https://www.tms.pl/zarzadzanie-aktywami/dokumenty.Dostęp: 22.06.2024r.
[737] Pkt 1 regulaminu XTB.
[738] § 3 ust. 1 Deklaracji świadomości ryzyka BOŚ, źródło: https://www.bossa.pl/bossa/pdfdocument?name=APXPDF084. Dostęp: 22.06.2024r.
[739] § 45 ust. 1 regulaminu BOŚ Bank.
[740] § 46 ust. 1 regulaminu BOŚ Bank.
[741] § 1 ust. 2 pkt 50 regulaminu BOŚ Bank.
[742] Rozdział III § 11 ust. 2 regulaminu TMS.

i zobowiązań związanych z nabyciem lub zbyciem Instrumentu Finansowego (…)[743]". TMS S.A. definiuje także samo pojęcie „pozycji", jako „stan posiadania danego Instrumentu Finansowego, będący wynikiem dokonanych Transakcji (…)[744], zaś „transakcję' objaśnia jako „operację otwarcia lub zamknięcia Pozycji"[745].

Podobnie także objaśnia „otwarcie" i „zamknięcie" pozycji XTB S.A. Według jej regulaminu, otwarcie pozycji oznacza utworzenie praw majątkowych oraz zobowiązań związanych z zakupem lub sprzedażą Instrumentu Finansowego[746], zaś zamknięcie pozycji - określenie uprawnień lub zobowiązań wynikających z uprzednio otwartej pozycji[747].

Pozostałe firmy inwestycyjne nie objaśniają, co oznaczają pojęcia „otwarcie" i „zamknięcie" pozycji, choć tymi sformułowaniami posługują się w stosowanych przez siebie regulaminach. Poprzestają one na wskazaniu, co znaczy sformułowanie „pozycja". Zgodnie z regulaminem Alior Bank, pozycja to „saldo Instrumentów finansowych (…)"[748]. W odmienny sposób „pozycję" definiuje mBank, według którego jest to „Transakcja/Transakcje zawarte na Instrumentach Finansowych (…)[749]", zaś transakcja to „nabycie lub zbycie Instrumentów Finansowych (…)[750].

Wszystkie badane firmy inwestycyjne w swoich regulaminach posługują się także sformułowaniami „długa pozycja" oraz „krótka pozycja". Dwie z nich próbują objaśnić przywołane pojęcia. Według regulaminu XTB S.A., zajęcie długiej pozycji oznacza, „że kupujesz określony Instrument Finansowy i jednocześnie oczekujesz, że jego cena będzie wzrastać[751]", z kolei zajęcie krótkiej pozycji oznacza, „że sprzedajesz określony Instrument[752]". Natomiast stosownie do treści regulaminu TMS S.A., „pozycja może być długa – jeżeli jest efektem Transakcji kupna oraz krótka, jeżeli jest efektem Transakcji sprzedaży[753]".

Powyższe uwagi prowadzą do następujących wniosków. Po pierwsze, polskie firmy inwestycyjne, prowadzące działalność na rynku Forex, objaśniają kontrakty na różnicę korzystając z pojęcia „otwarcie/zamknięcie pozycji" oraz „pozycja długa/krótka". Trzeba

[743] Rozdział III § 12 ust. 1 regulaminu TMS.
[744] Rozdział I § 1 ust. 5 pkt 37 regulaminu TMS.
[745] Rozdział I § 1 ust. 5 pkt 57 regulaminu TMS.
[746] Pkt 2.6 regulaminu XTB.
[747] Pkt 6.13 regulaminu XTB.
[748] § 2 pkt 22 regulaminu Alior Bank.
[749] § 2 pkt 22 regulamin mBank.
[750] § 2 pkt 8 regulaminu mBank.
[751] Pkt 1 regulaminu XTB.
[752] Pkt 1 regulaminu XTB.
[753] Rozdział I § 1 ust. 5 pkt 37 regulaminu TMS.

stwierdzić, że przytoczone terminy są powszechnie stosowane na rynku instrumentów pochodnych i używane w odniesieniu do innych derywatów, takich jak kontrakty terminowe i opcje. Przywołane definicje są jednak lakoniczne i często zbudowane w oparciu o konstrukcję *idem per idem.*

Po drugie, postanowienia umowne stosowane przez badane firmy inwestycyjne wprowadzają terminologiczny zamęt. Z jednej strony, w analizowanych regulaminach często kontrakty na różnicę kwalifikowane są jako umowy. Także definicje „otwarcia pozycji" nawiązują do nazewnictwa związanego z umowami. Najczęściej bowiem firmy inwestycyjne definiują „otwarcie pozycji" jako „powstanie praw lub obowiązków", co kojarzy się jednoznacznie z powstaniem zobowiązań przez zawarcie umowy dwustronnie zobowiązującej. Jednocześnie jednak w omawianych wzorcach umownych często pojawiają się sugestie, że same kontrakty na różnicę są przedmiotem obrotu, jak gdyby były rzeczami lub papierami wartościowymi. Wskazują na to definicje pojęć „długiej/krótkiej pozycji" stosowane przez firmy inwestycyjne[754], w których posłużono się sformułowaniami „kupna/sprzedaży instrumentów finansowych". Te same firmy inwestycyjne przy tym określają kontrakty na różnicę jako umowy. Także w definicjach transakcji oraz „otwarcia/zamknięcia pozycji zawarte są sformułowania o zbyciu/nabyciu instrumentów finansowych.

Powyższe sprawia, że na podstawie badanych wzorców umownych trudno jednoznacznie określić naturę prawną kontraktów na różnicę. Trzeba stwierdzić, że jest to pochodna ogólnego problemu z kwalifikacją prawną wszystkich instrumentów pochodnych, o którym była mowa w rozdziale II[755]. Badane firmy inwestycyjne nie definiują w sposób jasny i zrozumiały, czym są kontrakty na różnicę. Przywoływane wyżej opisy, zamieszczone we wzorcach umownych, bardziej niż na konstrukcji prawnej, skupiają się na wyjaśnieniu, jak w praktyce funkcjonują opisywane instrumenty pochodne, co nie dziwi, biorąc pod uwagę funkcje, jaką pełnią regulaminy w obrocie.

3.4. Kwotowanie

Istotę kontraktów na różnicę, niezależnie od tego, czy ich gospodarczym celem jest *hedging* czy spekulacja, stanowią wahania cen instrumentów bazowych. Od tego, w jaki sposób

[754] TMS S.A. i XTB S.A.
[755] Zob. rozdział II pkt 2.3 i 2.4.

będą kształtowały się wartości aktywów bazowych w czasie trwania umowy zależy, która strona będzie zobowiązana do spełnienia świadczenia i w jakiej wysokości. Nadto, przywołane ceny podawane są bardzo dokładnie, niekiedy nawet z dokładnością do jednej milionowej (pięć miejsc po przecinku)[756], co może doprowadzić do uzależnienia wyniku finansowego strony CFD od minimalnych zmian w wartości aktywu bazowego. Stąd kluczowe znaczenie dla stron kontraktu na różnicę ma wysokość cen instrumentu bazowego z chwili zawarcia i zakończenia umowy.

Podawanie cen, po których dochodzi do zawarcia, a potem rozliczenia kontraktów na różnicę, określa się, w badanych wzorcach umownych, mianem kwotowania. Zgodnie z regulaminem BOŚ Bank, kwotowanie to „to oferty kupna i sprzedaży danego Instrumentu Finansowego (zawarcia Transakcji) ogłaszane przez DM BOŚ S.A. w formie jednoczesnego podania ceny kupna (BID) oraz ceny sprzedaży (ASK)[757]". Natomiast według TMS S.A., jest to „oznaczenie ceny danego Instrumentu Finansowego w Systemie Transakcyjnym, poprzez podanie ceny kupna i sprzedaży, po której możesz złożyć Zlecenie[758]". Wskazane pojęcie jest podobnie rozumiane przez inne badane firmy inwestycyjne[759]. Należy zwrócić uwagę, że firmy inwestycyjne korzystają przy tym po raz kolejny z terminologii dotyczącej klasycznych walorów giełdowych, takich jak papiery wartościowe czy towary, gdyż w cytowanych definicjach mowa jest o cenie „kupna" i „sprzedaży", choć w rzeczywistości do zawarcia umowy sprzedaży nie dochodzi. Przywołane terminy należy rozumieć w ten sposób, że złożenie zlecenia „kupna" oznacza otwarcie pozycji długiej, zaś „sprzedaży" – otwarcie pozycji krótkiej.

Firmy inwestycyjne przedstawiają kwotowanie najczęściej za pośrednictwem internetowych serwisów transakcyjnych. Zastrzegają one przy tym w opracowanych przez siebie regulaminach, że proponowane przez nich ceny nie muszą zgadzać się z cenami danych instrumentów na innych rynkach[760]. Dochodzi zatem do sytuacji, w której firma inwestycyjna jest równocześnie stroną kontraktu na różnicę[761], jak i podmiotem decydującym o kwotowaniu, a w konsekwencji o wyniku ekonomicznym umowy zawartej ze swoim klientem. Stąd, w każdym z badanych regulaminów, unormowana jest kwestia błędnego kwotowania, tj. sytuacji,

[756] J. Bąk, [w:] W. Pietrzyk, J. Bąk, *Rynek…*, s. 53.
[757] § 1 ust. 2 pkt 21 regulaminu BOŚ Bank.
[758] Rozdział I § 1 pkt 25 regulaminu TMS.
[759] Pkt 1 regulaminu XTB, § 19 regulaminu mBank, § 40 regulaminu Alior Bank.
[760] Pkt 6.59 regulaminu XTB, § 29 ust. 1 regulaminu BOŚ Bank, § 3 ust. 6 lit. d) regulaminu mBank,
[761] Przynajmniej, jeśli firma inwestycyjna działa w modelu *market maker*.

w których firma inwestycyjna ponosi odpowiedzialność za niewłaściwe określenie cen danego instrumentu[762].

Szczegółowe zasady kwotowania zależą od przyjętego modelu, w jakim funkcjonuje firma inwestycyjna. W pierwszej kolejności trzeba omówić formułę *market maker*, tzn. model, w którym firma inwestycyjna wykonuje złożone przez klienta zlecenia na własny rachunek. Zarówno XTB S.A., jak i Alior Bank S.A. wskazują, że kwotowania pochodzą od podmiotów zewnętrznych[763]. Określane są oni jako „dostawcy kwotowań" lub „instytucje referencyjne". Wskazane firmy inwestycyjne publikują katalog tych podmiotów[764]. Regulaminy obu wymienionych firm inwestycyjnych wskazują, że, na żądanie klienta, firma inwestycyjna jest zobowiązana do podania nazwy podmiotu, który dostarczył kwotowania dla określonej transakcji[765].

Na tym tle wyróżniają się klauzule umowne zawarte w regulaminie TMS S.A. Przewidują one bowiem dwa tryby ustalania cen instrumentu bazowego. Jednym z nich są kwotowania dostarczane przez „źródło kwotowań". W takim przypadku klient może domagać się przedstawienia informacji o podmiocie, którego dane posłużyły do zawarcia określonego kontraktu na różnicę[766]. Jest to zatem ten sam mechanizm ustalania cen instrumentów bazowych, który stosowany jest przez dwie wymienione wcześniej firmy inwestycyjnej. Natomiast drugi tryb kwotowania został opisany w § 3 ust. 1 regulaminu TMS, zgodnie z którym „Kwotowania dostępne w Naszym Systemie Transakcyjnym mogą być Kwotowaniami tworzonymi przez Nas na podstawie informacji oraz rynku pochodzących ze Źródeł Kwotowań (dane przetworzone)"[767]. Należy przyjąć, że w takiej sytuacji kwotowanie jest dokonywane samodzielnie przez firmę inwestycyjną.

Nieco inaczej przedstawia się zagadnienie kwotowania w przypadku firm inwestycyjnych, które funkcjonują jako pośrednicy. Zarówno Mbank, jak i Alior Bank, wskazują w przyjętych przez siebie regulaminach, że kwotowania są ofertami „podmiotów oferujących płynność" – czyli tych podmiotów, z którymi ostatecznie klienci zawierają kontrakty na różnicę[768]. Natomiast omawiane dane przekazywane są od „podmiotów

[762] § 29 ust. 9 regulaminu BOŚ Bank, rozdział III § 15 regulaminu TMS, pkt 6.59 regulaminu XTB, § 22 regulaminu mBank, § 42 regulaminu Alior Bank.
[763] Pkt 6.44 regulaminu XTB; § 29 ust. 1 regulaminu BOŚ Bank.
[764] Pkt 1 regulaminu XTB; § 29 ust. 1a regulaminu BOŚ Bank.
[765] Pkt 6.45 regulaminu XTB; § 29 pkt 1c.
[766] Rozdział III § 3 ust. 2 regulaminu TMS.
[767] Rozdział III § 2 ust. 1 regulaminu TMS.
[768] § 2 pkt 11 regulaminu mBank; § 8 ust. 1 pkt 3 regulaminu Alior Bank.

oferujących płynność" do firmy inwestycyjnej za pośrednictwem jeszcze innych osób: dostawców kwotowań[769]. Podobnie jak w modelu omówionym wyżej, każdy klient na swoje żądanie ma prawo otrzymać informację o podmiocie, od którego pochodzi kwotowanie danej transakcji[770]. Należy jednak zaznaczyć, że także w tej formule firma inwestycyjna ma pewien wpływ na ceny instrumentu bazowego, które stanowią podstawę zawarcia i rozliczenia kontraktów na różnicę. Może bowiem doliczyć, do stawek przekazanych przez podmiot oferujący płynność, dodatkowy *spread*[771].

Kluczowymi, z punktu widzenia klientów, postanowieniami umownymi odnoszącymi się do kwotowań są klauzule dotyczące błędów w kwotowaniu i ewentualnej odpowiedzialności cywilnej za te nieprawidłowości. W tym miejscu należy odnieść się do kwestii tzw. błędnego kwotowania. W każdym z badanych regulaminów znajduje się katalog sytuacji, w których kwotowanie określa się jako „błędne". We wszystkich wzorcach umownych jedną z takich okoliczności było odchylenie ceny proponowanej przez firmę inwestycyjną o określoną wielkość od cen instrumentu bazowego z danej chwili opublikowanych przez oznaczone instytucje[772]. Te podmioty są określane w zależności od regulaminu jako: podmioty referencyjne[773], instytucje referencyjne[774], renomowane agencje informacyjne[775], uznane agencje informacyjne[776]. Oprócz tej podstawowej, wspólnej dla wszystkich badanych regulaminów przesłanki, firmy inwestycyjne formułują też inne przesłanki, najczęściej oparte o zdarzenia o charakterze nadzwyczajnym.

Konsekwencje „błędnego kwotowania" są podobnie regulowane przez wszystkie firmy inwestycyjne. Każdy z badanych regulaminów przewiduje, że strony transakcji mogą w takim przypadku odstąpić od umowy w terminie 2 dni roboczych od jej zawarcia. Strony mogą także, na mocy porozumienia, dokonać korekty ceny i oznaczyć ją w prawidłowy sposób[777].

Nie ulega wątpliwości, że w wyniku „błędnego kwotowania" klient może ponieść szkodę. Będzie tak w sytuacji, gdy firma inwestycyjna odstąpiła od transakcji i proponuje

[769] § 2 pkt 10 regulaminu mBank, § 8 ust. 1 pkt 2 regulaminu Alior Bank.
[770] § 40 ust. 5 regulaminu Alior Bank, § 22 ust. 12 regulaminu mBank.
[771] § 19 ust. 3 regulaminu mBank. Kwestia *spreadu* została odrębnie omówiona w pkt 3.7 niniejszego rozdziału.
[772] § 42 ust. 3 regulaminu Alior Bank; § 22 ust. 9 regulaminu mBank; § 29 ust. 9 lit. d regulaminu BOŚ Bank; pkt 6.59 regulaminu XTB; rozdział III § 15 ust. 4 regulaminu TMS.
[773] Rozdział I § 1 pkt 34 regulaminu TMS.
[774] Pkt 1 regulaminu XTB.
[775] § 1 ust. 2 pkt 37a regulaminu BOŚ Bank.
[776] § 2 ust. 1 pkt 40 regulaminu mBank.
[777] § 42 ust. 1-2 regulaminu Alior Bank; § 22 ust. 6 regulaminu mBank; § 29 ust. 10-13 regulaminu BOŚ Bank; pkt 6.60-6.63 regulaminu XTB; rozdział III § 15 ust. 5 regulaminu TMS.

zawarcie umowy na gorszych warunkach niż poprzednio. Podobnie, klient dozna szkody, jeśli otworzy lub zamknie pozycję w oparciu o mniej korzystne, niż rynkowe, ceny instrumentów bazowych. Stąd firmy inwestycyjne normują w swoich regulaminach kwestię odpowiedzialności cywilnoprawnej za „błędne kwotowanie". Z uwagi na dużą wagę przywołanych klauzul, konieczne jest bliższe ich scharakteryzowanie.

W regulaminie XTB odnośną kwestię normuje pkt 6.64, który stanowi: „nie odpowiadamy względem Klienta za szkodę spowodowaną błędną ceną, jeżeli błąd w cenie był spowodowany okolicznościami, za które na podstawie powszechnie obowiązującego prawa nie ponosimy odpowiedzialności oraz w sytuacji, gdy Klient wiedział o błędnej cenie lub z łatwością mógł się o niej dowiedzieć"[778]. Natomiast dopełnieniem tego postanowienia jest pkt 6.65, który brzmi następująco: „Poniższe przyczyny są w szczególności poza naszą kontrolą:

a) błędy lub zaniechania osób trzecich, za które XTB nie ponosi odpowiedzialności, zwłaszcza błędne dane dostarczone przez instytucje finansowe, na podstawie których XTB ustala Cenę Instrumentów Finansowych,

b) zdarzenia będące przejawem Siły Wyższej"[779].

Podobne wyłączenie zamieszczone zostało w regulaminie BOŚ Bank. Zgodnie z § 29 ust. 14 regulaminu BOŚ Bank, „z zastrzeżeniem postanowień ust. 15, DM BOŚ S.A. nie ponosi odpowiedzialności w przypadku Błędnych Kwotowań, w związku z Sytuacją Nadzwyczajną lub przekazaniem błędnych danych przez Dostawcę kwotowań lub w przypadku błędnych kwotowań, za które DM BOŚ S.A. nie ponosi odpowiedzialności"[780]. Nadto, BOŚ Bank ograniczył swoją odpowiedzialność także w sytuacji błędu w kwotowaniu wywołanego swoją winą „do kary umownej wyłącznej – w wysokości 10 % wartości Depozytu Zabezpieczającego"[781]. Natomiast odpowiedzialność za błędne kwotowanie przekraczające dopuszczalne odchylenie od kwotowania podmiotów referencyjnych, w zakresie utraconych korzyści, BOŚ Bank ograniczył do „kary umownej wyłącznej - w wysokości 5 % wartości Depozytu Zabezpieczającego"[782]. Powyższe klauzule, zarówno w regulaminie XTB, jak i Alior Bank, podobnie limitują odpowiedzialność firm inwestycyjnych. W szczególności czynią to przez zaznaczenie, że firma inwestycyjna nie odpowiada za błędy dostawców kwotowań.

[778] Pkt 6.64 regulaminu XTB.
[779] Pkt 6.65 regulaminu XTB.
[780] § 29 ust. 14 regulaminu BOŚ Bank.
[781] § 29 ust. 15 regulaminu BOŚ Bank.
[782] § 29 ust. 15a regulaminu BOŚ Bank.

Na nieco inną formułę ograniczenia odpowiedzialności zdecydował się natomiast TMS S.A. Zgodnie z § 15 ust. 13 regulaminu TMS, „odpowiadamy za Błędne Kwotowania gdy szkoda poniesiona przez Ciebie spowodowana jest okolicznościami wynikającymi z Naszej winy umyślnej lub rażącego niedbalstwa. Nie odpowiadamy za szkodę poniesioną w wyniku zawarcia Transakcji w oparciu o Błędne Kwotowanie w przypadku, gdy świadomie wykorzystujesz Błędne Kwotowanie”[783]. W innym miejscu jednak cytowany regulamin wskazuje: „w Kwotowaniach cen w Systemie Transakcyjnym pochodzących od Źródeł kwotowań mogą występować błędy w zakresie poziomu ceny, jaki występował na rynku w momencie realizacji Twojego Zlecenia. Takie błędne Kwotowania powstają z przyczyn, za które nie ponosimy odpowiedzialności i nie mamy na nie żadnego wpływu”[784]. Zatem także TMS S.A. wyłącza swoją odpowiedzialność za błędy „dostawcy płynności”, nadto limituje ją wyłącznie do winy umyślnej lub rażącego niedbalstwa.

W regulaminie mBank również zawarto klauzulę ograniczającą odpowiedzialność firmy inwestycyjnej za błędne kwotowanie. Zgodnie z § 22 ust. 10 regulaminu mBank, „BM nie odpowiada za straty poniesione przez Klienta bądź utracone korzyści, jeżeli przyczyna błędnego kwotowania nie wynikała z okoliczności, za które BM odpowiada oraz nie wynikała z błędu BM”[785]. Natomiast § 22 ust. 1 tego regulaminu stanowi, że, „kwotowania Instrumentów Finansowych prezentowane przez BM mogą zawierać błędy spowodowane czynnikami, za które BM odpowiedzialności nie ponosi (błędne kwotowania opisane w ust. 3 i 4 poniżej)[786]”. Zestawienie tych dwóch postanowień umownych wyraźnie wskazuje, że mBank również zaznacza brak swojej odpowiedzialności za błędne kwotowania, jakie otrzymał od podmiotu oferującego płynność lub dostawcę płynności.

Nie ma natomiast analogicznych klauzul umownych w regulaminie Alior Bank. Jak stanowi § 42 ust. 6 regulaminu Alior Bank, „w zakresie odpowiedzialności Biura Maklerskiego z tytułu błędnych kwotowań stosuje się postanowienia § 80”[787]. Natomiast § 80 ust. 1 tego regulaminu wskazuje, że „za szkody powstałe wskutek niewykonania lub nienależytego wykonania przez Biuro Maklerskie zobowiązań powstałych w związku z zawarciem Umowy, Biuro Maklerskie odpowiada na zasadach ogólnych określonych w powszechnie obowiązujących przepisach prawa, w szczególności przepisach Kodeksu cywilnego”[788]. W tym

[783] Rozdział III § 15 ust. 13 regulaminu TMS.
[784] Rozdział III § 15 ust. 1 regulaminu TMS
[785] § 22 ust. 10 regulaminu mBank.
[786] § 22 ust. 1 regulaminu mBank.
[787] § 42 ust. 6 regulaminu Alior Bank.
[788] § 80 ust. 1 regulaminu Alior Bank.

przypadku zatem nie zdecydowano się na umieszczenie specjalnych postanowień umownych limitujących odpowiedzialność firmy inwestycyjnej za błędne kwotowanie[789].

3.5. Otwarcie i zamknięcie pozycji

Do zawarcia kontraktu na różnicę, jak wskazano powyżej, dochodzi w wyniku złożenia zlecenia „kupna" lub „sprzedaży" (otwarcia pozycji) danego instrumentu firmie inwestycyjnej przez klienta. W praktyce najczęściej takie zlecenie jest składane w formie elektronicznej, przy pomocy serwisu transakcyjnego udostępnianego przez daną firmę inwestycyjną.

W trakcie trwania kontraktu na różnicę, klient może zawrzeć kolejną umowę opiewającą na ten sam instrument pochodny, w których zajmie odwrotną pozycję – tzn. w jednej transakcji gra na zwyżkę, w drugiej zaś – na zniżkę. Firmy inwestycyjne bowiem z reguły dopuszczają, by klient miał otwarte pozycje przeciwstawne na tym samym instrumencie finansowym[790].

Do zakończenia umowy, a w efekcie do rozliczenia kontraktu na różnicę, dochodzi poprzez „zamknięcie pozycji". W świetle badanych wzorców umownych, zamknięcie pozycji następuje zwykle przez złożenie stosownego zlecenia przez klienta firmy inwestycyjnej[791]. Należy przy tym podkreślić, że tylko klient ma, co do zasady, możliwość zamknięcia pozycji, a zatem zdecydowania o chwili zakończeniu umowy i rozliczeniu transakcji. Firma inwestycyjna może zamknąć pozycję jedynie wyjątkowo, w wypadkach przewidzianych w umowie (np. w wyniku wdrożenia procedury *stop out,* o której poniżej)[792].

W świetle badanych wzorców umownych, podstawę do zamknięcia pozycji przez firmę inwestycyjną stanowi upływ czasu, na jaki zawarty został kontrakt na różnicę. Cztery spośród pięciu badanych firm inwestycyjnych określają maksymalny czas trwania kontraktów na różnicę, po którym przymusowo dochodzi do zakończenia transakcji. Tylko Alior Bank nie przewidział w swoim regulaminie okresu, na jaki zawierane są omawiane umowy. W pozostałych przypadkach maksymalny czas trwania kontraktu wynosi rok[793]. Powyższa uwaga

[789] Oczywiście nie oznacza to, że w konkretnym przypadku taka odpowiedzialność nie mogłaby być przez firmę inwestycyjną podważana, jako niewynikająca z przepisów prawa powszechnie obowiązującego.
[790] Rozdział III § 11 ust. 5 regulaminu TMS; § 45 ust. 9 regulaminu BOŚ Bank; § 38 ust. 7 regulaminu mBank.
[791] § 46 ust. 2 regulaminu BOŚ Bank, rozdział III § 12 ust. 2 regulaminu TMS.
[792] Np. § 51 ust. 11 regulaminu BOŚ Bank, rozdział III § 12 ust. 6 regulaminu TMS, pkt 6.33, 6.34 regulaminu XTB, § 53 ust. 4 regulaminu mBank, § 47 regulaminu Alior Bank.
[793] § 46 ust. 4 regulaminu BOŚ Bank, rozdział III § 12 ust. 6 regulaminu TMS, pkt 6.19 regulaminu XTB (z pewnymi wyjątkami), § 37 ust. 5 regulaminu mBank.

jest szczególnie istotna, gdyż w doktrynie podnosi się, że elementem wyróżniającym kontrakty na różnicę spośród innych derywatów jest brak okresu, na jaki zawierana jest umowa[794].

Po zamknięciu pozycji następuje rozliczenie transakcji. Polega ono na porównaniu wartości instrumentu z chwili otwarcia pozycji, a jej zamknięcia. Należy przy tym zauważyć, że badane firmy inwestycyjne kwotują kontrakty na różnicę po dwóch cenach: sprzedaży i kupna. W przypadku zajęcia tzw. długiej pozycji, jej otwarcie następuje po cenie sprzedaży (*ask*), zaś zamknięcie po cenie kupna (*bid*), natomiast w razie zajęcia pozycji krótkiej – na odwrót[795]. Różnica między cenami kupna i sprzedaży instrumentów stanowi *spread* transakcyjny i stanowi dochód każdej z badanych firm inwestycyjnych[796]. Oprócz *spreadu*, firmy inwestycyjne pobierają także inne opłaty i prowizje, które zwykle wyszczególnione są w osobnym dokumencie, stanowiącym część dokumentacji umownej[797].

Na ostateczny wynik transakcji dla klienta, oprócz ceny instrumentu bazowego z chwili zawarcia i zakończenia umowy oraz opłat pobieranych przez firmę inwestycyjną wypływa jeszcze jeden czynnik – stosunek kursów waluty, w której prowadzony jest rachunek dla klienta do waluty, w której kwotowany jest dany kontrakt na różnicę. W przypadku, gdy instrumenty bazowe nie są notowane w walucie prowadzenia rachunku (tj. zwykle w złotych polskich), wówczas konieczne jest przewalutowanie osiągniętego wyniku transakcji na złotówki. Istotny przy tym jest kurs, po jakim dochodzi do przewalutowania. Wszystkie badane firmy inwestycyjne określają go według aktualnego kwotowania kontraktu na różnicę, którego instrumentem bazowym jest dana waluta obca w stosunku do waluty polskiej[798]. Firmy inwestycyjne mogą przy tym pobierać po raz drugi *spread*. Wówczas dodatni wynik (zysk) klienta przeliczany jest po kursie *bid* (niższym), zaś wynik ujemny (strata) po kursie *ask* (wyższym)[799].

[794] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 254.
[795] § 43 ust. 9 regulaminu BOŚ.
[796] § 29 ust. 2 regulaminu BOŚ Bank, rozdział I § 1 ust. 5 pkt 47 regulaminu TMS, pkt 1 regulaminu XTB, § 19 ust. 3 regulaminu mBank, § 40 ust. 3 regulaminu Alior Bank.
[797] § 58 ust. 1 regulaminu BOŚ Bank, rozdział VI § 1 ust. 1 regulaminu TMS, pkt 6.15 regulaminu XTB, § 60 regulaminu mBank, § 73 regulaminu Alior Bank. Kwestia opłat została omówiona oddzielnie w pkt 3.7. niniejszego rozdziału.
[798] Rozdział V § 1 regulaminu TMS; § 25 ust. 2 w zw. z § 1 ust. 2 pkt 20 regulaminu BOŚ Bank; § 18 ust. 2 regulaminu mBank; § 30 ust. 6 regulaminu Alior Bank; pkt 6.14 regulaminu mBank.
[799] Rozdział V § 1 ust. 3 regulaminu TMS.

3.6. Depozyt zabezpieczający i dźwignia finansowa

Dla zrozumienia konstrukcji kontraktu na różnicę konieczne jest także wyjaśnienie, czym jest „depozyt zabezpieczający". Pojęciem tym posługują się wszystkie badane wzorce umowne. Według regulaminu mBank, są to „środki pieniężne Klienta stanowiące zabezpieczenie zobowiązań wynikających z otwartych Pozycji Klienta"[800]. Podobnie definiuje depozyt zabezpieczający Alior Bank. Według regulaminu tej firmy inwestycyjnej są to „środki w Rejestrze operacyjnym Klienta stanowiące zabezpieczenie otwartych Pozycji"[801]. Zbliżona do wymienionych wyżej jest definicja sformułowana w regulaminie XTB, zgodnie z którą depozyt zabezpieczający stanowią „Środki lub Instrumenty Finansowe, które zabezpieczają Pozycję Otwartą na Instrumentach Finansowych innych niż Akcje Syntetyczne oraz OMI"[802]. Wszystkie powyższe postanowienia umowne zatem wyraźnie wskazują, że depozyt jest rodzajem zabezpieczenia.

Z kolei TMS w swoim regulaminie wskazuje, że depozyt zabezpieczający to „wartość środków wyrażona w Walucie Bazowej Rachunku, jaką blokujemy na Twoim Rachunku Pieniężnym w celu przyjęcia i utrzymania Zlecenia typu Limit (dotyczy Instrumentów Finansowych opartych o akcje i ETFy) lub otwarcia i utrzymywania poszczególnych Pozycji"[803]. Podobną definicję sformułował BOŚ Bank. Wedle jego regulaminu, depozyt stanowią „środki pieniężne wymagane przez DM BOŚ S.A. dla wykonania zlecenia Otwarcia Pozycji na Instrumentach Finansowych i blokowane na Rachunku Pieniężnym Klienta przez cały okres utrzymywania Otwartej Pozycji"[804]. Zatem dwie wyżej wymienione firmy inwestycyjne dla wyjaśnienia konstrukcji depozytu zabezpieczającego nie odwołują się do ogólnego pojęcia „zabezpieczenia", lecz formułując definicję depozytu posługują się sformułowaniem „blokowania środków pieniężnych".

Mimo pewnych różnic terminologicznych należy uznać, że wszystkie badane wzorce umowne podobnie definiują depozyt zabezpieczający. Przedmiotem tego depozytu, stosownie do postanowień regulaminów, są środki pieniężne. Jedna badana firma inwestycyjna – XTB – dopuszcza także, by przedmiotem depozytu były instrumenty finansowe.

[800] § 2 ust. 1 pkt 21 regulaminu mBank.
[801] § 2 pkt 7 regulaminu Alior Bank.
[802] pkt 6.42 regulaminu XTB.
[803] Rozdział I § 1 ust. 5 pkt 3 regulaminu TMS.
[804] § 1 ust. 2 pkt 4 regulaminu BOŚ Bank.

Dzięki zastosowaniu omawianej konstrukcji, klient jest zobowiązany wpłacić na prowadzony przez firmę inwestycyjną rachunek pieniężny jedynie ułamek nominalnej wartości transakcji. Odróżnia to zawieranie kontraktów na różnicę od obrotu tradycyjnymi papierami wartościowymi. Przykładowo: jeśli inwestor chce kupić akcje na rynku regulowanym, musi dysponować kwotą zapewniającą pełne pokrycie kosztu zakupu tych akcji. Natomiast gdy inwestor zawrze kontrakt na różnicę, którego instrumentem bazowym będą określone akcje, wówczas będzie musiał posiadać na swoim rachunku wyłącznie ułamek sumy będącej nominalną wysokością kontraktu.

Szczegółowe klauzule umowne dotyczące depozytów zabezpieczających są podobne we wszystkich badanych przypadkach. Wykonanie zlecenia otwarcia pozycji jest możliwe tylko wówczas, gdy klient dysponuje odpowiednią ilością środków pieniężnych na swoim koncie prowadzonym przez firmę inwestycyjną. Od chwili otwarcia pozycji te środki są blokowane na koncie klienta[805]. Należy podkreślić, że wszystkie firmy inwestycyjne przewidują, że środki stanowiące depozyt zabezpieczający będą przechowywane na rachunku pieniężnym klienta, jednocześnie będąc „zablokowane". Nie dochodzi zatem do przelewu środków stanowiących depozyt zabezpieczający na konto firmy inwestycyjnej.

Należy zwrócić przy tym uwagę na regulamin TMS, który bardziej szczegółowo od pozostałych reguluje kwestię depozytu zabezpieczającego. Zgodnie z przywołanym dokumentem, klient przenosi własność środków pieniężnych stanowiących depozyt zabezpieczający na firmę inwestycyjną. Z drugiej strony te środki pozostają dalej na koncie klienta, choć są „zablokowane". Gdy dochodzi zaś do rozliczenia i rozrachunku transakcji, firma inwestycyjna potrąca swoje wierzytelności wynikające z kontraktu na różnicę z wierzytelnością klienta o zwrot wpłaconych środków[806]. Inne firmy inwestycyjne nie wskazują, że depozyt zabezpieczający przechodzi na ich własność. Ograniczają się do stwierdzenia, że środki są blokowane, natomiast po dokonaniu rozliczenia i rozrachunku transakcji są zwalniane, po pomniejszeniu o opłaty pobierane przez firmę inwestycyjną oraz ewentualną kwotę straty na transakcji CFD[807].

[805] § 56 pkt 1-3 regulaminu Alior Bank, § 45 pkt 2 regulaminu BOŚ Bank, rozdział III § 11 pkt 7 regulaminu TMS, pkt 6.39-6.40 regulaminu XTB, § 38 pkt 1 regulaminu mBank.
[806] Rozdział IV § 8 pkt 1-18 regulaminu TMS.
[807] § 46 pkt 3 regulaminu BOŚ Bank.

Każdy z badanych wzorców umownych nakłada na klienta firmy inwestycyjnej obowiązek stałego monitorowania poziomu depozytu zabezpieczającego[808]. Przytoczony obowiązek jest istotny, ponieważ otwarte pozycje wyceniane są na bieżąco i może się zdarzyć, że w wyniku niepomyślnego ruchu cen dla inwestora konieczna jest dopłata środków pieniężnych, by uzupełnić depozyt zabezpieczający. Firmy inwestycyjne zostają jednocześnie upoważnione do tego, by, w razie niepomyślnego dla klienta ruchu cen instrumentu bazowego, powiększać kwotę depozytu zabezpieczającego o środki pieniężne zgromadzone na rachunku klienta, czyli zablokować większą, niż przy zawarciu transakcji, kwotę[809].

Wszystkie badane regulaminy zawierają przy tym postanowienia dotyczące procedury *stop out.* Polega ona na tym, że jeśli poziom środków pieniężnych na rachunku klienta spadnie poniżej wartości depozytu zabezpieczającego (w określonej proporcji), wówczas firma inwestycyjna jest uprawniona do zamknięcia pozycji klienta, począwszy od tej, w której klient odnotowuje największą stratę[810].

Stosowanie depozytu zabezpieczającego sprawia, że nawet niewielkie wahania wartości instrumentów bazowych mogą przełożyć się na duże zyski lub straty inwestora. Przedstawiony efekt jest określany mianem „dźwigni finansowej". Przy depozycie zabezpieczającym równym 1% wartości transakcji, inwestor może zawrzeć transakcję o wartości 100 razy większej niż wpłacone przez niego środki. Oczywiste zaś jest, że im większa wartość transakcji, tym mniejsza różnica w cenie aktywu bazowego powoduje znaczący zysk lub stratę. Przykładowo: jeśli inwestor posiada 100 akcji, to wzrost ceny akcji o 1 zł tworzy zysk wynoszący 100 złotych, zaś jeśli inwestor posiada 10 000 akcji (100 razy więcej), to taki sam wzrost ceny akcji sprawia, że inwestor odnotuje zysk w wysokości 10 000 złotych. Zatem, dzięki temu, że dla zawarcia kontraktu na różnicę konieczne jest wpłacenie depozytu stanowiącego tylko pewien ułamek wartości transakcji, inwestor może liczyć na ponadprzeciętną stopę zwrotu z inwestycji, co oczywiście wiąże się także z możliwością odnotowania równie dużej straty[811].

Co więcej, efekt „dźwigni finansowej" sprawia, że w przypadków kontraktów na różnicę cena instrumentów bazowych podawana jest do czterech miejsc po przecinku (tzw. *pips*), gdyż nawet niewielka zmiana w cenie (o 1/10 000) może wpłynąć na wynik finansowy

[808] § 51 ust. 6 regulaminu BOŚ Bank, rozdział IV § 9 ust. 15 regulaminu TMS, pkt 6.42 regulaminu XTB, § 39 ust. 1 regulaminu mBank, § 56 ust. 4 regulaminu Alior Bank.
[809] § 57 pkt 4 regulaminu Alior Bank, rozdział III § 11 pkt 7 regulaminu TMS, § 38 pkt 6 regulaminu mBank.
[810] § 51 ust. 11 regulaminu BOŚ Bank, rozdział IV § 9 ust. 10 regulaminu TMS, pkt 6.16 regulaminu XTB, § 40 ust. Ust. 1-3 regulaminu mBank, § 58 ust. 2 regulaminu Alior Bank.
[811] K. Mejszutowicz, *Podstawy inwestowania w kontrakty terminowe i opcje. Poradnik dla początkujących inwestorów*, Warszawa 2014, s. 13-15.

inwestora. To z kolei prowadzi do konkluzji, że inwestor powinien posiadać na swoim koncie pieniężnym prowadzonym przez firmę inwestycyjną środki przewyższające kwotę depozytu – w przeciwnym razie, nawet niewielki ruch cen niekorzystny dla inwestora może sprawić, że jego pozycja zostanie zamknięta w wyniku procedury stop out opisanej powyżej[812]. Należy przy tym wskazać, że „depozyt zabezpieczający" i „dźwignia finansowa" stanowią nieodłączne element nie tylko kontraktów na różnicę, ale większości instrumentów pochodnych.

Wszystkie badane regulaminy przewidują, że wysokość depozytu zabezpieczającego jest określona dla każdego z oferowanych kontraktów na różnicę w osobnym dokumencie publikowanym przez firmę inwestycyjną[813]. Nie mogą być one przy tym niższe niż stawki wskazane w decyzji KNF z dnia 1 sierpnia 2019 roku[814].

We wszystkich badanych wzorcach umownych zamieszczono zastrzeżenie, że firma inwestycyjna może dokonywać zmiany wysokości depozytu zabezpieczającego w trakcie trwania kontraktu na różnicę. Z uwagi na fakt, że wskutek tego może dojść do zasadniczej zmiany w istniejącej relacji kontraktowej między klientem a firmą inwestycyjną, należy przybliżyć klauzule umowne dotyczące wspomnianego mechanizmu.

Zgodnie z § 58 ust. 5 regulaminu Alior Bank, „Biuro Maklerskie może dokonać zmiany poziomu wymaganego Depozytu zabezpieczającego poprzez Podanie informacji do wiadomości Klientów. W przypadku zmiany poziomu Depozytu zabezpieczającego w trakcie utrzymywania przez Klienta otwartej Pozycji Biuro Maklerskie informuje Klienta o zmianie poprzez przekazanie informacji komunikatem SMS, telefonicznie lub za pomocą poczty elektronicznej, w terminie nie krótszym niż 7 dni przed wprowadzeniem zmiany, z zastrzeżeniem ust. 6". Natomiast § 58 ust. 6 przywołanego aktu stanowi, że „Biuro Maklerskie może dokonać zmiany poziomu Depozytu zabezpieczającego bez zachowania siedmiodniowego terminu na poinformowanie Klientów lub w trybie natychmiastowym, po uprzedniej próbie powiadomienia Klientów utrzymujących otwarte Pozycje, w przypadku wystąpienia siły wyższej oraz w przypadkach, gdy dochodzi lub istnieje uzasadnione przekonanie Biura Maklerskiego, że przed upływem tego okresu dojdzie do wystąpienia sytuacji nadzwyczajnej zmienności cen instrumentu bazowego, utraty lub istotnego obniżenia płynności na rynku instrumentu bazowego albo innych nadzwyczajnych zdarzeń rynkowych

[812] K. Kochan, *Forex w praktyce. Vademecum inwestora walutowego*, Gliwice 2019, s. 48-51.
[813] § 1 ust. 2 pkt 46 regulaminu BOŚ Bank, rozdział I § 1 ust. 5 pkt 46 regulaminu TMS, pkt 6.12 regulaminu XTB, § 2 ust. 1 pkt 29 regulaminu mBank, § 56 ust. 4 regulaminu Alior Bank.
[814] Decyzja KNF nr DAS.456.2.2019 z dnia 1 sierpnia 2019 r. w sprawie ustanowienia ograniczeń w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę (CFD)

rynku instrumentu bazowego. Biuro Maklerskie powiadamia Klientów o zmianie w sposób określony w ust. 5”[815]. Przywołane klauzule umowne zatem wyróżniają dwie sytuację – zwykłą, kiedy firma inwestycyjna może jednostronnie zmienić wysokość wymaganego depozytu, która wchodzi w życie po minimum 7 dniach od publikacji zmiany oraz szczególną – gdy zmiana może nastąpić w trybie natychmiastowym.

Bardzo podobną klauzulę umowną zamieszczono w regulaminie BOŚ Bank. Zgodnie z § 51 ust. 3 tego aktu, „Tabela Depozytów Zabezpieczających ogłaszana jest przez Dyrektora DM BOŚ S.A. w trybie Zarządzenia. Zmiana Zarządzenia, o którym mowa w zdaniu pierwszym, przekazywana jest Klientom w terminie 7 dni przed wejściem w życie zmian. W szczególnie uzasadnionych przypadkach to jest w sytuacji zaistnienia Sytuacji Nadzwyczajnej, o której mowa (…), to jest w szczególności kiedy dochodzi lub istnieje uzasadnione przekonanie DM BOŚ S.A., że niezwłocznie dojdzie do wystąpienia nadzwyczajnej zmienności cen Instrumentu Bazowego, utraty lub istotnego obniżenia płynności na rynku Instrumentu Bazowego albo innych nadzwyczajnych zdarzeń rynkowych rynku Instrumentu Bazowego, zmiana może obowiązywać od chwili ogłoszenia”[816].

Podwyższenie wysokości depozytów zabezpieczających, zwłaszcza w trybie natychmiastowym, może sprawić, że inwestor nie będzie posiadał wystarczających środków na swoim koncie, by uzupełnić depozyt, co skutkować będzie wdrożeniem procedury *stop out* i przymusowym zamknięciem pozycji. Na problem konieczności uzupełnienia depozytu zabezpieczającego w takiej sytuacji zwraca uwagę regulamin mBank. Zgodnie z § 41 ust. 1-2 tego dokumentu, firma inwestycyjna „ma prawo dokonać zmian wysokości kwot wymaganego Depozytu Zabezpieczającego w trybie natychmiastowym po uprzednim poinformowaniu Klienta, także dla otwartych Pozycji, w sytuacji wystąpienia siły wyższej oraz w przypadkach, kiedy dochodzi lub istnieje uzasadnione przekonanie BM, że niezwłocznie dojdzie do wystąpienia sytuacji nadzwyczajnej zmienności cen instrumentu bazowego, utraty lub istotnego obniżenia płynności na rynku instrumentu bazowego albo innych nadzwyczajnych zdarzeń rynkowych rynku instrumentu bazowego. BM informuje Klienta o zmianie wymaganego Depozytu Zabezpieczającego poprzez odpowiedni komunikat na Stronie BM. W przypadku zmiany wysokości wymaganego Depozytu Zabezpieczającego Klient jest zobowiązany do niezwłocznego uzupełniania Depozytu Zabezpieczającego poprzez wpłatę środków pieniężnych lub poprzez zamknięcie otwartych Pozycji – w wielkościach

[815] § 58 ust. 5-6 regulaminu Alior Bank.
[816] § 51 ust. 3 regulaminu BOŚ Bank.

zapewniających uzupełnienie Depozytu Zabezpieczającego”[817]. Natomiast w innych sytuacjach regulamin przewiduje, że zmiany wysokości depozytu będą skuteczne od dnia wskazanego w treści komunikatu zmieniającego[818].

Podobnie reguluje te kwestię XTB S.A. Zgodnie z jej regulaminem, sytuacjami nadzwyczajnymi, w których może dojść do natychmiastowej zmiany depozytu zabezpieczającego, są: siła wyższa oraz przypadki, w których jest uzasadnione przekonanie, że „dojdzie do wystąpienia sytuacji nadzwyczajnej zmienności cen Instrumentu Bazowego, utraty lub istotnego obniżenia płynności na rynku Instrumentu Bazowego albo innych nadzwyczajnych zdarzeń rynkowych rynku Instrumentu Bazowego lub już zaistniało takie zagrożenie”[819]. Przywołany regulamin przy tym wskazuje, że także zmiana wysokości depozytu w zwykłym trybie jest możliwa tylko w określonych w tym regulaminie sytuacjach. Są one jednak dość ogólnie uregulowane. Przykładowo takim przypadkiem jest: zmiany kosztów świadczenia usług przez XTB lub zmiana sposobu wykonywania tych usług[820]. W zbliżony sposób omawiany problem regulowany jest przez TMS S.A[821]. Zgodnie z regulaminem tej spółki, zmiana wysokości depozytu zabezpieczającego może nastąpić z określonych szczegółowo powodów (np. zmiany zasad konstrukcji produktu, zmiany oferty produktowej[822]) i jest skuteczna po 2 dniach kalendarzowych od otrzymania przez klienta informacji o tej zmianie[823]. Natomiast w wyjątkowych sytuacjach (np. nadzwyczajnej zmienności skutkującej uruchomieniem mechanizmów zmienności w odniesieniu do większości Instrumentów Finansowych lub Instrumentów Bazowych) termin ten może ulec skróceniu[824].

Biorąc pod uwagę powyższe należy stwierdzić, że każda z badanych firm inwestycyjnych przewiduje dwa tryby zmian stawki depozytu zabezpieczającego – zwyczajny i nadzwyczajny. W przypadku trybu zwyczajnego, zwykle zmiana wchodzi w życie po 7 dniach od jej publikacji. W niektórych regulaminach przy tym ogranicza się możliwość zmiany wysokości depozytu w trybie zwyczajnym tylko do wymienionych ściśle przypadków. Natomiast, gdy dochodzi do szczególnych okoliczności opisanych w analizowanych

[817] § 41 ust. 2-3 regulaminu mBank.
[818] § 41 ust. 3 regulaminu mBank.
[819] Pkt 6.12. regulaminu XTB.
[820] Pkt 6.10 regulaminu XTB.
[821] Rozdział IV, § 9 ust. 7 regulaminu TMS.
[822] Rozdział VII, § 1, ust. 1 pkt 11-12 regulaminu TMS.
[823] Rozdział VII, § 3 ust. 3 regulaminu TMS.
[824] Rozdział VII, § 3 ust. 4 regulaminu TMS.

regulaminach, firma inwestycyjna może zmienić wysokość depozytów w trybie natychmiastowym. Zwykle przesłanką takiej zmiany jest nadzwyczajna zmienność cen instrumentów bazowych lub utrata/istotne obniżenie płynności na rynku instrumentów bazowych lub inne nadzwyczajne zdarzenie na tym rynku. Podwyższenie wymaganych depozytów w trybie natychmiastowym jest szczególnie niebezpieczne dla inwestorów, którzy nie mają na koncie pieniężnym środków na automatyczne uzupełnienie depozytu. W takim przypadku może bowiem dojść do przymusowego zamknięcia ich pozycji.

3.7. Opłaty pobierane przez firmę inwestycyjną

W zależności od ukształtowania się ceny instrumentu bazowego, klient firmy inwestycyjnej może na zawarciu kontraktu na różnicę zyskać (otrzymać świadczenie pieniężne od drugiej strony) lub stracić (być zobowiązanym do spełnienia świadczenia pieniężnego na rzecz drugiej strony). Niezależnie jednak od niepewnego zdarzenia, jakim jest przyszła wartość aktywu bazowego, klient ponosi pewne stałe opłaty w związku z zawarciem kontraktu na różnicę. Stanowią one wynagrodzenie firmy inwestycyjnej (ew. dostawcy płynności).

Podstawowym elementem wspomnianego wynagrodzenia jest *spread.* Jak już wyżej wskazano, wszystkie badane firmy inwestycyjne kwotują CFD po dwóch cenach: sprzedaży i kupna. Jeśli otwarcie pozycji (zawarcie kontraktu) odbywa się po cenie sprzedaży, wówczas do zamknięcia pozycji (zakończenia transakcji) dochodzi po cenie kupna i na odwrót. Różnica między dwiema wskazanymi cenami instrumentu bazowego jest nazywana *spreadem* i stanowi wynagrodzenie firmy inwestycyjnej[825].

Co do zasady, *spread* pobierany jest od klienta przez drugą stronę kontraktu na różnicę. W związku z tym, podkreślić różnicę między dwoma modelami dokonywania transakcji CFD. Gdy firma inwestycyjna działa jako *market maker*, tzn. jest drugą stroną kontraktu na różnicę zawieranego z klientem, wówczas pobiera od klienta *spread*, który stanowi jej dochód. Natomiast kiedy firma inwestycyjna funkcjonuje jako pośrednik, wówczas *spread* jest wynagrodzeniem dostawcy płynności, ponieważ to on jest drugą stroną umowy zawieranej z

[825] § 29 ust. 2 regulaminu BOŚ Bank, rozdział I § 1 ust. 5 pkt 47 regulaminu TMS, pkt 1 regulaminu XTB, § 19 ust. 3 regulaminu mBank, § 40 ust. 3 regulaminu Alior Bank.

klientem. Niezależnie od tego jednak, firma inwestycyjna może w takim przypadku dodać swój własny *spread*, ponad *spread* pobierany przez dostawcę płynności[826].

Z uwagi na powyższe, bardziej szczegółowe postanowienia umowne dotyczące *spreadu* zawarte są w regulaminach tych firm inwestycyjnych, które są drugą stroną transakcji z klientem. Wszystkie badane wzorce umowne przygotowane przez wskazane firmy inwestycyjne przewidują, że *spread* może mieć charakter zmienny lub stały[827]. Jak stwierdzono w regulaminie XTB S.A., *spread* zmienny „odzwierciedla panujące warunki rynkowe oraz zmienność cen Instrumentów Bazowych. W przypadku Instrumentów Finansowych o Spreadzie zmiennym, Spread podlega ciągłym zmianom, co odzwierciedla panujące warunki rynkowe, płynność na rynku Instrumentów Finansowych lub Instrumentów Bazowych"[828]. Podkreślenia wymaga, że przełożenie na wynik finansowy klienta ma *spread* z chwili wykonywania kontraktu na różnicę (zamknięcia pozycji). Oznacza to, że przy *spreadzie* zmiennym, klient zawierając umowę nie może oszacować kosztów, jakie poniesie w związku z transakcją, gdyż nie wie, jaki *spread* zostanie ustalony w przyszłości przez drugą stronę transakcji. Teoretycznie, firma inwestycyjna w trakcie trwania umowy może zwiększyć jednostronnie *spread* i tym samym znacząco wpłynąć na wynik finansowy swojego klienta.

Z kolei *spread* stały określany jest jako stała wartość i publikowany przez firmę inwestycyjną w osobnym dokumencie[829]. Trzeba jednak zaznaczyć, że niekiedy i stały *spread* ulega zmianie w trakcie trwania kontraktu na różnicę. Badane firmy inwestycyjne zastrzegają bowiem, że w niektórych sytuacjach może dojść do rozszerzenia stałego *spreadu*. Wskazują one katalog zdarzeń, w których może dojść do jednostronnego zwiększenia *spreadu*. Kluczowe jestem zatem wyliczenie okoliczności, w których może dojść do takiej operacji. Zgodnie z regulaminem XTB, *spread* może być rozszerzony, gdy: „zmienność cen poszczególnych Instrumentów Bazowych będzie większa niż zwykle, wystąpi niska płynności na rynku danego Instrumentu Bazowego, zaistnieją nieoczekiwane zdarzenia polityczne i gospodarcze, wystąpią zdarzenia będące przejawem Siły Wyższej[830]". Podobne wyliczenie zawiera regulamin BOŚ

[826] § 2 ust. 1 pkt 10 regulaminu mBank; Taryfa opłat i prowizji OTC Biura Maklerskiego Alior Bank S.A., źródło: https://www.aliorbank.pl/dodatkowe-informacje/przydatne-dokumenty/biuro-maklerskie.html. Dostęp: 21.06.2024r.
[827] Pkt 6.51-6.54 regulaminu XTB; rozdział III § 3 ust. 7 regulaminu TMS; § 29 ust. 4 regulaminu BOŚ Bank.
[828] 6.51-6.52 regulaminu XTB.
[829] Pkt 6.51 regulaminu XTB; rozdział III § 3 ust. 7 regulaminu TMS; § 29 ust. 4 regulaminu BOŚ Bank.
[830] Pkt 6.52 regulaminu XTB. Siła wyższa jest natomiast definiowana w pkt 11.1 regulaminu XTB, zgodnie z którym: „Przez Siłę Wyższą rozumie się sytuację, w której – ze względu na zdarzenia niezależne od XTB – nie jest możliwe funkcjonowanie XTB lub Rachunku Inwestycyjnego Klienta zgodnie z zasadami określonymi w Warunkach Ogólnych. Siła Wyższa oznacza w szczególności:

Bank. Stosownie do § 29 ust. 5 wspomnianego wzorca, firma inwestycyjna jest uprawniona do podwyższenia *spreadu* w następujących wypadkach: w sytuacji ponadprzeciętnej zmienności cen danego Instrumentu Bazowego, w sytuacji występowania niskiej płynności dla danego Instrumentu Bazowego, w sytuacji, gdy spread na rynku dla danego Instrumentu Bazowego przekracza wielkość standardowego spreadu określonego w Tabeli Specyfikacji Instrumentów Finansowych, w związku z ważnymi wydarzeniami o charakterze makroekonomicznym lub polityczno-gospodarczym, w okresie świątecznym lub poza godzinami pracy rynku lokalnego dla danego Instrumentu Bazowego, w przypadku zaistnienia któregokolwiek ze zdarzeń określanych jako Sytuacje Nadzwyczajne, w innych przypadkach przewidzianych niniejszym Regulaminem[831]. Zbliżony do powyższych jest katalog okoliczności stanowiących podstawę rozszerzenia *spreadu* z regulaminu TMS. Według tego wzorca, spready mogą być rozszerzone „poza godzinami pracy rynku lokalnego dla danego Instrumentu Finansowego, w sytuacji, gdy mają miejsce ponadprzeciętne wahania kursów walutowych, w sytuacji, gdy występuje ograniczona płynność w zakresie Instrumentów Finansowych, w związku z ważnymi wydarzeniami gospodarczymi i politycznymi mającymi wpływ na sytuację rynkową, w dniach świątecznych na rynku lokalnym dla danego Instrumentu Finansowego, w przypadku

a) wystąpienie zamieszek czy strajków, brak energii elektrycznej, pożar, brak łączności, kataklizm, konflikty zbrojne,
b) zdarzenia związane z atakiem terrorystycznym,
c) zniszczenie Siedziby XTB lub okoliczności uniemożliwiające nam prowadzenie działalności operacyjnej,
d) awarię systemów informatycznych, za którą XTB nie ponosi odpowiedzialności,
e) awarię sprzętu komputerowego uniemożliwiającą prawidłowe funkcjonowanie systemów informatycznych, za którą XTB nie ponosi odpowiedzialności,
f) brak połączenia internetowego z powodu awarii po stronie dostawcy sieci lub przeciążenia łącza,
g) awarię systemów telekomunikacyjnych, za którą XTB nie ponosi odpowiedzialności."

[831] § 29 ust. 5 regulaminu BOŚ. Sytuacje Nadzwyczajne są zaś definiowane w § 55 ust. 1 i 2 regulaminu BOŚ, zgodnie z którymi „Przez Sytuacje Nadzwyczajne należy rozumieć okoliczności pozostające poza wpływem i kontrolą DM BOŚ S.A. powodujące niemożność funkcjonowania DM BOŚ S.A. i/lub Systemu Transakcyjnego zgodnie z zasadami zawartymi w Umowie bądź niniejszym Regulaminie. Przez Sytuacje Nadzwyczajne, o których mowa w ust. 1 należy rozumieć w szczególności:
1) zamieszki, strajki, akty terroru, zamachy terrorystyczne, pożar, brak energii elektrycznej, zerwanie komunikacji, kataklizm, konflikt zbrojny, zarządzenia władz i administracji państwowej;
2) zniszczenie siedziby firmy lub wystąpienie okoliczności uniemożliwiających prowadzenie działalności operacyjnej;
3) zawieszenie notowań Instrumentów Bazowych na danym rynku lub zamknięcie tego rynku;
3a) zawieszenie możliwości dokonywania krótkiej sprzedaży Instrumentów Bazowych na danym Rynku Bazowym;
4) ponadprzeciętną zmienność cen bądź utratę płynności Instrumentu Bazowego;
5) publikację wiadomości politycznych mających znaczący wpływ na notowania Instrumentu Bazowego;
6) wystąpienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu Systemu Transakcyjnego, za które DM BOŚ S.A. nie ponosi odpowiedzialności;
6a) wystąpienia ograniczenia w funkcjonowaniu Systemu Transakcyjnego, za które DM BOŚ S.A. nie ponosi odpowiedzialności a które uniemożliwiają kwotowanie cen Instrumentów Finansowych,
7) awarię systemów informatycznych bądź awarię sprzętu komputerowego uniemożliwiającą normalne funkcjonowanie systemów informatycznych, za powstanie których DM BOŚ S.A. nie ponosi odpowiedzialności."

wystąpienia każdego ze zdarzeń zdefiniowanych w Rozdziale VI § 6 Regulaminu jako Wyjątkowe Okoliczności[832].

Jak wynika z powyższej analizy, katalog zdarzeń uprawniających do jednostronnego rozszerzenia *spreadu* jest podobnie skonstruowany przez wszystkie firmy inwestycyjne działające w modelu *market maker*. Przede wszystkim odwołują się one do nadzwyczajnych sytuacji rynkowych, a także ważnych zdarzeń politycznych i ekonomicznych. Nadto, każda z badanych firm inwestycyjnych reguluje pewne wyjątkowe sytuacje, różnie nazywane („Siła Wyższa", „Wyjątkowe Okoliczności", „Sytuacje Nadzwyczajne"), które również pozwalają na rozszerzenie *spreadu.*

Jak już wcześniej zaznaczono, szczegółowe postanowienia umowne dotyczące *spreadu* zawierają jedynie regulaminy tych firm inwestycyjnych, które są stronami transakcji CFD dokonywanej z klientem. W przypadku firm inwestycyjnych funkcjonujących jako pośrednicy, stosowane przez nie wzorce umowne zasadniczo ograniczają się jedynie do wskazania, że przekazują oni *spready* publikowane przez dostawców płynności[833]. Zaznaczają przy tym, że *spready* mogą ulegać zmianie[834]. Pewien mechanizm ochrony klientów przed jednostronną decyzją dostawców płynności zawiera regulamin Alior Banku, zgodnie z którym przywołana

[832] Rozdział III § 3 ust. 8 regulaminu TMS. Wyjątkowe Okoliczności definiowane są w Rozdziale VI § 6 regulaminu, zgodnie z którym są to „ważne, wiarygodne lub wyjątkowe zdarzenia na rynku w przypadkach określonych poniżej:
1) w sytuacji wystąpienia nadzwyczajnej zmienności skutkującej uruchomieniem mechanizmów zmienności w odniesieniu do większości Instrumentów Finansowych lub Instrumentów Bazowych takich instrumentów;
2) w przypadku wojny, ataku terrorystycznego, akcji protestacyjnej, niepokojów społecznych lub sabotażu cybernetycznego, wprowadzenia stanu epidemii, stanu wyjątkowego lub stanu klęski żywiołowej;
3) w przypadku braków energii elektrycznej, awarii systemów informatycznych lub telekomunikacyjnych, za które nie ponosimy odpowiedzialności i są spowodowane nadzwyczajnymi okolicznościami,
4) w przypadku zniszczenia Naszej siedziby lub uzasadnionych okoliczności uniemożliwiających nam prowadzenie działalności operacyjnej;
5) w przypadku wystąpienia zakłóceń obrotu zagrażających możliwości zawierania transakcji w rzetelny, prawidłowy i przejrzysty sposób, o ile istnieją dowody świadczące o wystąpieniu dowolnej z wymienionych poniżej okoliczności:
a) istotnego obniżenia wydajności z powodu opóźnień i przerw;
b) szeregu błędnych zleceń, kwotowań lub transakcji;
c) sytuacji, w której zdolność systemu do świadczenia usług staje się niewystarczająca;
6) w przypadku gdy utracimy zdolność do utrzymania praktyk w zakresie ostrożnego zarządzania ryzykiem z uwagi na wystąpienie dowolnego z następujących problemów:
a) problemów technicznych, w tym problemów z systemem udostępniania danych lub z innym systemem;
b) problemów związanych z zarządzaniem ryzykiem w odniesieniu do kapitału regulacyjnego, depozytów zabezpieczających oraz dostępu do rozliczeń;
c) braku możliwości zabezpieczenia pozycji;
7) w odniesieniu do instrumentów nie udziałowych w okresie zawieszenia, o którym mowa w art. 9 ust. 4 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014;
8) w przypadku konieczności przedłużenia postępowania wyjaśniającego prowadzonego z właściwymi organami nadzoru w związku z utrudnieniami w funkcjonowaniu tych organów."
[833] § 19 ust. 3 regulaminu mBank; § 40 ust. 4 regulaminu Alior Bank.
[834] § 3 ust. 6 lit. j regulaminu mBank; § 40 ust. 4 regulaminu Alior Bank.

firma inwestycyjna „może wstrzymać prezentację kwotowań jeżeli różnica pomiędzy ceną oferowaną (cena ask lub cena bid) a ceną środkową (średnia ceny ask i ceny bid (cena ask+cena bid)/2) wynosi więcej niż 1% ceny środkowej”[835]. W założeniu jest to zatem klauzula ograniczająca możliwość dowolnego rozszerzania *spreadu* przez dostawcę płynności. Należy jednak wziąć pod uwagę, że cytowane postanowienie umowne przewiduje jedynie uprawnienie firmy inwestycyjnej, a nie jej obowiązek. Nadto, zawiera znaczące ograniczenie – Alior Bank nie wstrzyma kwotowań „jeżeli w wyniku sytuacji rynkowej wraz z rozszerzeniem *spreadu* nastąpi zmiana ceny środkowej o więcej niż 1%”[836].

Drugim najistotniejszym kosztem transakcji CFD są tzw. punkty *swapowe*. Punkty *swapowe* w ekonomii rozumie się jako różnice między kursem walutowym terminowym a kursem spot. Odzwierciedlają one dysparytet stóp procentowych pomiędzy różnymi walutami[837]. Codziennie konto klienta Forex zostaje obciążone lub uznane odpowiednią kwotą, wynikającą ze wzmiankowanych punktów *swapowych*. Co do zasady, punkty *swapowe* dotyczą wyłącznie CFDs mających za instrument bazowy określoną walutę. Jeśli inwestor „kupił na termin” daną walutę, za cenę wyrażoną w walucie wyżej oprocentowanej, wówczas jego konto będzie obciążane punktami *swapowymi* i na odwrót[838].

Przeprowadzone badania dowodzą jednak, że firmy inwestycyjne naliczają punkty swapowe nie tylko w przypadkach kontraktów na różnicę opiewających na waluty. Spośród badanych firm inwestycyjnych jedynie Alior Bank zastrzegł naliczanie punktów swapowych wyłącznie w odniesieniu do CFDs opartych o pary walutowe[839]. W innych przypadkach omawiany mechanizm obciążania rachunków klientów nie został ograniczony tylko do walutowych kontraktów na różnicę. Część firm inwestycyjnych wyraźnie różnicuje przy tym naliczanie punktów swapowych dla CFDs opartych na waluty i innych, odmiennie je uzasadniając. Zgodnie z regulaminem mBanku, punkty swapowe to: „dla Pozycji na Instrumentach Finansowych opartych o ceny walut koszt lub przychód związany z utrzymywaniem przez Klienta otwartej Pozycji na Instrumentach Finansowych wynikający z różnic stawek oprocentowania depozytów i kredytów na rynku międzybankowym skorygowanych o marżę BM. Dla Pozycji na Instrumentach Finansowych opartych o ceny indeksów giełdowych, towarów, stopy procentowej lub innych niż waluty instrumentów

[835] § 43 ust. 8 regulaminu Alior Bank.
[836] § 43 ust. 9 regulaminu Alior Bank.
[837] J. Bąk, W. Pietrzyk, *Rynek*..., s. 44.
[838] Tamże.
[839] § 61 ust. 1 regulaminu Alior Bank.

bazowych, dla których Bank Oferujący Płynność wymaga opłaty za pożyczkę środków pod transakcje wymagające Depozytu Zabezpieczającego, koszt związany z utrzymywaniem przez Klienta otwartej Pozycji na Instrumentach Finansowych wynikający ze stawek oprocentowania kredytów w walucie, w której notowany jest Instrument Finansowy, skorygowany o marżę BM"[840]. Natomiast według wzorca umownego stosowanego przez XTB, punkty swapowe to „koszt transakcyjny utrzymania pozycji na rynku na kolejny dzień, który wynika z kompensowania różnicy pomiędzy stopami procentowymi dla różnych walut (odzwierciedlającej dysparytet stóp procentowych w różnych krajach) lub tzw. kosztów przechowywania (np. dla metali szlachetnych i surowców) oraz kosztu pożyczki środków pod transakcje lewarowane"[841]. Z kolei stosownie do treści regulaminu TMS, punkty swapowe stanowią „związane z Rolowaniami naliczenia z tytułu utrzymywania otwartych Pozycji w Twoim Rejestrze Ewidencyjnym, wynikające z kosztu pieniądza w czasie. W zakresie Instrumentów Finansowych w jednej walucie oznaczają koszt związany z niepełnym pokryciem nominalnej wartości Pozycji. W zakresie Instrumentów Finansowych o różnych walutach odzwierciedlają dysparytet stóp procentowych między różnymi walutami i służą skompensowaniu ryzyka ponoszonego przez Nas w związku z utrzymywaniem przez Ciebie otwartych Pozycji w Twoim Rejestrze Ewidencyjnym"[842]. Przywołane definicje punktów swapowych wyraźnie wskazują, że naliczanie punktów swapowych jest różnie uzasadniane, w zależności od rodzaju instrumentu bazowego. W przypadku kontraktów na różnicę opiewających na waluty (ew. inne instrumenty bazowe, jeśli kwotowane są w innej walucie niż waluta rachunku) wówczas punkty swapowe odzwierciedlają dysparytet stóp procentowych między różnymi walutami. W pozostałych przypadkach, uzasadnieniem omawianych kosztów są „koszty przechowania surowców", „koszty pożyczek pod transakcje lewarowane" lub „koszty niepełnego pokrycia nominalnej wartości pozycji". Różnica między wymienionymi kategoriami punktów swapowych najmocniej została podkreślona przez XTB S.A. Regulamin wzmiankowanej spółki bowiem te koszty, które nie wynikają z dysparytetu stóp procentowych między różnymi walutami, nie nazywa punktami swapowymi, lecz „kosztami finansowania".

Należy również zwrócić uwagę, że do punktów *swapowych* firmy inwestycyjne doliczają swoją marżę, choć nie wszystkie informują o tym w regulaminach. Spośród badanych wzorców umownych, na pobieranie dodatkowej marży zwracają uwagę w regulaminie:

[840] § 2 ust. 1 pkt 30 regulaminu mBank.
[841] Art. 1 regulaminu XTB.
[842] Rozdział I § 1 ust. 5 pkt 38 regulaminu TMS.

mBank[843], BOŚ Bank[844] oraz XTB S.A[845]. Natomiast Alior Bank oraz TMS S.A. informują klientów o doliczaniu marży do punktów *swapowych* poza regulaminem, w osobnych dokumentach, będących, podobnie jak regulamin, częścią dokumentacji umownej[846].

Podobnie jak w przypadku *spreadu*, naliczane punkty swapowe mają istotny wpływ na wynik transakcji CFD. Nawet jeśli klient prawidłowo przewidział ruch cen instrumentu bazowego i w wyniku wykonania kontraktu na różnicę druga strona umowy jest zobowiązana do świadczenia, to jego zysk będzie pomniejszony o wyżej wymienione opłaty. Stąd dla klientów kluczowa jest wysokość, omówionego wyżej, *spreadu*, jak i punktów *swapowych.* Zwykle firmy inwestycyjne publikują informacje na temat wartości punktów swapowych w osobnych dokumentach[847].

Szczególnie istotne są postanowienia umowne, które regulują zmianę punktów *swapowych* w czasie trwania kontraktu na różnicę. Firmy inwestycyjne zwykle zastrzegają sobie prawo do dokonania ich jednostronnej zmiany. Dochodzi zatem do sytuacji, w której klient decyduje się zawrzeć kontrakt na różnicę biorąc pod uwagę określone w chwili dokonania transakcji koszty transakcyjne, które następnie mogą być podwyższone przez firmę inwestycyjną. Stąd konieczne jest przeanalizowanie stosownych klauzul umownych, jakimi posługują się firmy inwestycyjne w publikowanych przez nich regulaminach. Badane firmy inwestycyjne gwarantują sobie uprawnienie do cotygodniowej aktualizacji tabeli punktów swapowych. Nadto, opisywane postanowienia wzorców umownych najczęściej zastrzegają, że firma inwestycyjna może dokonać częstszej zmiany, w razie „w razie istotnych zmian oprocentowania depozytów i kredytów na rynku międzybankowym"[848] lub „istotnych zmian warunków rynkowych"[849]. Firmy inwestycyjne wskazują także, dość ogólnikowo, w jaki sposób wyliczają wysokość punktów swapowych – czynią to na podstawie „rynkowych stóp procentowych na rynku międzybankowym"[850], doliczając następnie do tej wartości wzmiankowaną wyżej marżę.

[843] § 2 ust. 1 pkt 30 regulaminu mBank.
[844] Par 1 ust. 2 pkt 33a regulamin BOŚ.
[845] Pkt 6.25 regulaminu XTB.
[846] „Tabela punktów swapowych" TMS, https://www.tms.pl/dokumenty. Dostęp: 21.06.2024r.
TMS, „Sposób wyliczania wartości SWAP" Alior Bank, https://www.aliorbank.pl/biuro-maklerskie/forex/rachunek-alior-trader.html. Dostęp:21.06.2024r..
[847] Przykładowo: § 1 ust. 2 pkt 48 regulaminu BOŚ.
[848] § 47 ust. 4 regulaminu BOŚ; § 42 ust. 5 regulaminu mBank; rozdział IV § 10 ust. 4 regulaminu TMS.
[849] Pkt 6.27 regulaminu XTB.
[850] § 42 ust. 4 regulaminu mBank; § 47 ust. 7 regulaminu BOŚ; pkt 6.25 regulaminu XTB.

Niektóre z analizowanych wzorców umownych posługują się pojęciem punktów swapowych także w innym znaczeniu. W tym przypadku chodzi o kwoty, o które obciążane lub uznawane są konta klientów w razie zajścia tzw. zdarzenia korporacyjnego. Przywołane zdarzenia korporacyjne są definiowane w regulaminach firm inwestycyjnych[851]. W uproszczeniu można wskazać, że stanowią one zdarzenia wynikające z decyzji emitenta instrumentu bazowego, które mają wpływ na liczbę i cenę tych instrumentów. Siłą rzeczy dotyczy to więc tych kontraktów na różnicę, których instrumentami bazowymi są akcje lub indeksy giełdowe. Obciążanie kont klientów w razie zajścia „zdarzenia korporacyjnego" może być uznane za opłatę pobieraną przez firmę inwestycyjną, stąd konieczne jest rozważenie w tym miejscu tej kategorii kosztów.

Podstawowym „zdarzeniem korporacyjnym" jest wypłata dywidendy akcjonariuszom. Po dniu ustalenia prawa do dywidendy, cena akcji jest niższa niż wcześniej, gdyż zostaje niejako pomniejszona o wartość wypłaconej dywidendy[852]. Akcjonariusze posiadają akcje o niższej wartości rynkowej, ale otrzymują środki pieniężne stanowiące dywidendę. W innej sytuacji w takim wypadku są strony kontraktu na różnicę opiewającego na cenę akcji danej spółki. Nie są oni uprawnieni do dywidendy, natomiast wartość ich prawa zależy od rynkowej ceny instrumentu bazowego – w tym przypadku akcji. Jeśli inwestor zajął pozycję długą (gra na zwyżkę cen akcji), to opisywany powyżej mechanizm „odcięcia dywidendy" oznaczałby dla niego stratę, zaś dla zajmującego pozycję krótką – zysk. W celu wyeliminowania wpływu tego zdarzenia na wartość instrumentu pochodnego, firmy inwestycyjne po dniu ustalenia prawa do dywidendy, uznają rachunki zajmujących pozycję długą klientów o kwotę straty wynikającej ze zmniejszenia wartości akcji wskutek odcięcia dywidendy oraz obciążają rachunki zajmujących krótką pozycję o zysk wynikający z tego zdarzenia[853].

Jak już wyżej wspomniano, część firm inwestycyjnych powyższe operacje rachunkowe określa mianem naliczania punktów swapowych. Zgodnie z regulaminem przyjętym przez mBank S.A., „otwarte Pozycje w Kontraktach na Różnice, dla których instrumentem bazowym są akcje i indeksy giełdowe, dla których wypłacane są dywidendy i które nie zostaną zamknięte do końca dnia poprzedzającego pierwszą sesję, na której instrumenty bazowe będą już notowane bez prawa do dywidendy, podlegają korekcie o dodatkowe Punkty Swapowe odpowiadające teoretycznej zmianie wartości instrumentów bazowych"[854]. Podobna klauzula

[851] Rozdział I § 1 pkt 67 regulaminu TMS; pkt 1 regulaminu XTB.
[852] J. Bąk, W. Pietrzyk, *Rynek…,* s. 48.
[853] Tamże.
[854] § 43 ust. 1 regulaminu mBank.

umieszczona została w regulaminie BOŚ S.A. – „otwarte Pozycje na Equity CFD (także przeciwstawne), opartych na Instrumentach Bazowych, dla których wypłacane są dywidendy, które nie zostaną zamknięte do końca Dnia Obrotu poprzedzającego pierwszą sesję, na której Instrumenty Bazowe będą już notowane bez prawa do dywidendy, podlegają korekcie o dodatkowe punkty swapowe. Postanowienia zdania pierwszego stosuje się odpowiednio do otwartych pozycji przeciwstawnych. Podstawę do ustalenia wysokości stawek punktów swapowych przez DM BOŚ S.A. o których mowa w ust. 1 powyżej, stanowi spadek wartości teoretycznej Instrumentów Bazowych”[855]. Pozostałe badane firmy inwestycyjne również przewidziały w swoich regulaminach podobne postanowienia, nie korzystając przy tym jednak z pojęcia punktów swapowych[856]. Część firm inwestycyjnych koryguje pozycje swoich klientów w oparciu o zmianę wartości teoretycznej akcji[857], natomiast inne wskazują, że obciążają/uznają rachunki klientów o kwotę wypłacanej akcjonariuszom dywidendy[858]. Należy przy tym zaznaczyć, że regulamin TMS S.A. przewiduje dodatkowo, że wartość dywidendy, o którą będzie powiększony rachunek klienta zajmującego długa pozycję, jest pomniejszana o „podatek od dywidendy”[859].

4. Wnioski

W oparciu o powyższe rozważania można postawić kilka wniosków. W pierwszej kolejności należy zauważyć, że kontrakty na różnicę są zawierane na rynku Forex, przez który należy rozumieć obecnie rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Wskazany rynek jest częścią obrotu niezorganizowanego w ramach rynku kapitałowego. Na rynku Forex kluczową rolę odgrywają firmy inwestycyjne, nazywane „brokerami Forex”.

Przeprowadzone badania empiryczne nad regulaminami firm inwestycyjnych zaowocowały możliwością poczynienia szeregu uwag, dotyczących natury prawnej i treści CFDs. Kontrakty na różnicę są traktowane przez badane firmy inwestycyjne jako umowy, choć sformułowania używane w regulaminach firm inwestycyjnych nie są jednoznaczne. Do

[855] § 49 ust. 1 i 2 regulaminu BOŚ.
[856] § 60 regulaminu Alior Bank; Rozdział IV § 13 regulaminu TMS, pkt 6.29 regulaminu XTB.
[857] § 43 ust. 1 regulaminu mBank; § 49 ust. 1 i 2 regulaminu BOŚ.; § 60 regulaminu Alior Bank.
[858] Rozdział IV § 13 regulaminu TMS, pkt 6.29 regulaminu XTB.
[859] Rozdział IV § 13 regulaminu TMS.

zawarcia tych kontraktów dochodzi w wyniku wykonania umów o świadczenie usług nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Kontrakty na różnicę są zawierane w dwojaki sposób. Po pierwsze, mogą być to umowy między firmą inwestycyjną a jej klientami – wówczas firma inwestycyjna funkcjonuje jako tzw. *market maker*. Po drugie, kontrakt na różnicę może być także zawarty między podmiotem określanym jako „dostawca płynności" a firmą inwestycyjną, działającą na zlecenie klienta. W takim przypadku firma inwestycyjna funkcjonuje w charakterze pośrednika. Takie ukształtowanie stron kontraktów na różnicę odróżnia je wyraźnie od kontraktów *futures* zawieranych na rynku regulowanym, np. na GPW. Transakcje *futures* są bowiem zawierane przez dwie firmy inwestycyjne, z których każda działa jako pośrednik klienta.

Wszystkie badane firmy inwestycyjne podkreślają, że kontrakt na różnicę rozliczany jest pieniężnie – wykluczona jest zatem fizyczna dostawa instrumentu bazowego. Treść kontraktu na różnicę jest definiowana przez firmy inwestycyjne przy pomocy sformułowań zaczerpniętych z praktyki rynkowej. Stąd, omawiany derywat jest definiowany jako umowa zobowiązująca strony do rozliczenia kwoty wynikającej z różnicy pomiędzy ceną otwarcia a ceną zamknięcia pozycji. Przez otwarcie pozycji należy przy tym rozumieć chwilę zawarcia umowy, zaś przez zamknięcie pozycji – dzień jej wygaśnięcia.

O otwarciu pozycji decyduje klient firmy inwestycyjnej, składając odpowiednie zlecenie. Także decyzję o zakończeniu trwania umowy (o zamknięciu pozycji) podejmuje, co do zasady, wyłącznie klient firmy inwestycyjnej. Przymusowe zamknięcie pozycji może nastąpić jedynie w przypadkach wskazanych w umowie. Należy podkreślić, że czas trwania kontraktu na różnicę jest zwykle określony – umowa wygasa po roku od jej zawarcia.

Elementem konstrukcyjnym każdego kontraktu na różnicę jest depozyt zabezpieczający, czyli określona suma pieniężna, wpłacana przez klienta na rachunek prowadzony przez firmę inwestycyjną, stanowiąca pewien ułamek nominalnej wartości zawieranej transakcji. Z uwagi na fakt, że zawarty kontrakt na różnicę jest na bieżąco rozliczany przez firmę inwestycyjną, klient jest zobowiązany monitorować stan wymaganego depozytu i w razie potrzeby go uzupełnić – w przeciwnym wypadku firma inwestycyjna może przymusowo zamknąć zajmowaną przez klienta pozycję.

IV. Zawarcie kontraktu na różnicę

Przeprowadzenie badań empirycznych i płynące z nich wnioski co do konstrukcji kontraktów na różnicę pozwalają przejść do analizy prawnej tego derywatu. W pierwszej kolejności trzeba rozważyć, jaki jest prawny mechanizm zawierania kontraktów na różnicę. W tym celu konieczne jest omówienie szeregu zagadnień szczegółowych - problematyki stron kontraktu na różnicę, umów składających się na procedurę dokonywania transakcji CFDs, trybów zawarcia tych umów oraz ich formy. Tym kwestiom będą poświęcone poniższe uwagi.

1. Strony kontraktu na różnicę

Kwestia stron kontraktu na różnicę jest zagadnieniem złożonym. Ukształtowanie stron CFD zależy bowiem od tego, w jakim modelu funkcjonuje firma inwestycyjna, będąca „brokerem Forex". Jak wskazano w poprzednim rozdziale, w polskich warunkach firmy inwestycyjne działają w formule „market maker" bądź jako pośrednicy. W pierwszej z wymienionych sytuacji, stronami kontraktu na różnicę są: firma inwestycyjna oraz jej klient. W drugim przypadku, stroną kontraktu na różnicę jest firma inwestycyjna, działająca w imieniu własnym, lecz na rachunek swojego klienta oraz podmiot, nazywany „dostawcą płynności". W tym miejscu konieczna jest bliższa charakterystyka wymienionych podmiotów.

1.1. Firma inwestycyjna

Zgodnie z art. 3 pkt 33 u.o.i.f., firmą inwestycyjną jest dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczna firma inwestycyjna prowadzącą działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczna osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie, prowadząca na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską. Przywołana definicja wylicza podmioty, które mogą stanowić firmy inwestycyjne, o ile będą prowadziły na terytorium RP działalność maklerską. Ta działalność z kolei obejmuje wykonywanie czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 i 4 u.o.i.f.

Wspomniane czynności można podzielić na czynności maklerskie *sensu stricto* (wymienione w art. 69 ust. 2 u.o.i.f.) oraz czynności maklerskie *sensu largo* (wymienione w art. 69 ust. 4 u.o.i.f.)[860]. Pierwsze z nich mogą być wykonywane, co do zasady, wyłącznie przez firmę inwestycyjną, natomiast drugie z wymienionych – także przez inne podmioty, tracą jednak wówczas przymiot czynności maklerskich[861]. Do działalności maklerskiej *sensu stricto* należy zaliczyć: przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na rachunek dającego zlecenie, nabywanie lub zbywanie na własny rachunek instrumentów finansowych, zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, doradztwo inwestycyjne, oferowanie instrumentów finansowych, świadczenie usług w wykonaniu zawartych umów o gwarancję emisji lub zawieraniu i wykonywaniu innych umów o podobnym charakterze, jeżeli ich przedmiotem są instrumenty finansowe, prowadzeniu ASO oraz prowadzenie OTF[862]. Natomiast czynnościami maklerskimi *sensu largo* są przykładowo: przechowywanie lub rejestrowanie instrumentów finansowych, doradztwo dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej i strategii przedsiębiorstwa lub

sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych[863].

Prowadzenie działalności maklerskiej stanowi wykonywanie działalności gospodarczej, podlegającej reglamentacji. Zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej udziela KNF na wniosek zainteresowanego podmiotu. Firma inwestycyjna wykonująca działalność maklerską ma status przedsiębiorcy[864].

Firma inwestycyjna, zawierając kontrakt na różnicę, dokonuje czynności maklerskiej określonej w art. 69 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f., tj. wykonuje zlecenia zbycia lub nabycia instrumentów finansowych na rachunek dającego zlecenie. Wzmiankowana czynność została zdefiniowana ustawowo. Zgodnie z art. 73 ust.1 u.o.i.f., przez wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych rozumie się nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy lub dokonywanie innych czynności wywołujących równoważne skutki, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Stosownie zaś do art. 73 ust. 2 u.o.i.f., wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może również polegać na

[860] T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.),*Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym*, Warszawa 2016, s. 27.
[861] M. Fedorowicz, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…,* s. 440.
[862] Art. 69 ust. 2 u.o.i.f.
[863] Art. 69 ust. 4 u.o.i.f.
[864] M. Fedorowicz, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 433.

zawieraniu przez firmę inwestycyjną na własny rachunek umów kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych ze zleceniodawcą lub na przyjmowaniu zapisów na emitowane lub wystawiane przez tę firmę inwestycyjną instrumenty finansowe. W ten sposób ustawodawca przewidział, że wykonanie zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może się odbyć w dwojaki sposób – przez dokonanie czynności z innym podmiotem na rachunek dającego zlecenie bądź przez zawarcie umowy bezpośrednio ze swoim klientem[865].

Odnosząc powyższe do CFDs należy stwierdzić, że jeżeli firma inwestycyjna działa wyłącznie jako pośrednik, wówczas zawiera kontrakt na różnicę z podmiotem trzecim (dostawcą płynności) na rachunek swojego klienta, zatem dokonuje czynności, o której mowa w art. 73 ust. 1 u.o.i.f. Natomiast, jeśli firma inwestycyjna funkcjonuje w modelu „market maker", wówczas wykonanie zlecenia klienta polega na zawarciu kontraktu na różnicę z dającym zlecenie, zatem firma inwestycyjna dokonuje czynności, o której mowa w art. 73 ust. 2 u.o.i.f. Jednocześnie taka firma inwestycyjna wykonuje czynność maklerską, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 4 u.o.i.f., tj. nabywa lub zbywa na własny rachunek instrumenty finansowe. Zgodnie bowiem z art. 74d u.o.i.f., nabycia lub zbycie na własny rachunek instrumentów finansowych może odbywać się także w wykonaniu zleceń klientów[866].

Nie można przy tym zgodzić się z poglądem wyrażonym w literaturze, zgodnie z którym, gdy firma inwestycyjna na rynku Forex funkcjonuje jako pośrednik, to wykonuje na rzecz klienta czynność maklerska określoną w art. 69 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f., tj. przyjmowanie i przekazywanie zleceń[867]. Wymieniona czynność maklerska zdefiniowana została w art. 74b ust. 1 u.o.i.f., zgodnie z którym przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych polega na zobowiązaniu się firmy inwestycyjnej do przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego taki instrument, w celu ich wykonania lub kojarzenie dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami. Należy wskazać, że przedmiotem umowy o przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych nie są same instrumenty finansowe. Firma inwestycyjna przez wspomnianą umowę jedynie zobowiązuje się przekazać zlecenie innemu podmiotowi, który to dopiero może

[865] E. Kniaziowska-Bryk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom I*…, s. 699-700.
[866] Tamże, s. 719.
[867] Tak nietrafnie: J. Bąk, W. Pietrzyk, *Rynek…*, s. 29

wykonać zlecenie i nabyć/zbyć instrument finansowy na rachunek zleceniodawcy[868]. Zatem firma inwestycyjna, która zawiera przywołaną umowę wykonuje obowiązki posłańca – przenosi oświadczenie woli zleceniodawcy do zleceniobiorcy[869]. Najczęściej do przyjmowania i przekazywania zleceń dochodzi w sytuacji, w której określona firma inwestycyjna nie jest członkiem giełdy, na której zleceniodawca chce dokonać transakcji, musi więc skorzystać z pośrednictwa innej firmy inwestycyjnej[870]. Nie należy zaś tej czynności mylić z realizowaniem umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Przez tę umowę firma inwestycyjna zobowiązuje się nabyć lub zbyć instrument finansowy na rachunek zleceniodawcy, a nie jedynie przekazać to zlecenie innemu podmiotowi[871].

Biorąc pod uwagę powyższe rozróżnienie między czynnościami maklerskimi, należy uznać, że firma inwestycyjna działająca jako pośrednik na rynku Forex wykonuje zlecenia nabycia/zbycia instrumentów finansowych, a nie wyłącznie przyjmuje i przekazuje te zlecenia innemu podmiotowi (dostawcy płynności). Gdyby przyjąć bowiem tę drugą wersję, wówczas należałoby uznać, że inwestor zawiera umowę zlecenia nabycia/zbycia instrumentu finansowego jakim jest CFD bezpośrednio z dostawcą płynności, który wykonuje to zlecenie przez zawarcie transakcje bezpośrednio na swój rachunek (art. 73 ust. 2 u.o.i.f.). W takim razie relacja kontraktowa nie łączyłaby inwestora z firmą inwestycyjną, będącą brokerem Forex. Nie dałoby się wówczas wytłumaczyć, dlaczego firmie inwestycyjnej (brokerowi Forex) przysługują określone uprawnienia, których wykonanie przemożnie wpływa na zawarty kontraktu na różnicę, takie jak prawo do żądania zwiększenia depozytu zabezpieczającego lub do przymusowego zamknięcia pozycji klienta. Nadto, także badane regulaminy firm inwestycyjnych, które działają na rynku Forex w charakterze pośredników, dowodzą, że wskazane podmioty wykonują zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a nie jedynie przyjmują te zlecenia i przekazują innemu podmiotowi. Regulamin Alior Bank wprost stwierdza, że świadczy on usługi wykonywania zleceń w rozumieniu art. 73 u.o.i.f[872]. Podobnie wskazuje mBank, dodatkowo doprecyzowując, że wykonuje zlecenia „działając w imieniu własnym, lecz na rachunek Klienta"[873]. Przesądza to zatem o kwalifikacji tego podmiotu jako zastępcy pośredniego. Biorąc pod uwagę powyższe jeszcze raz należy stwierdzić, że firma

[868] J. Dybiński, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5C. Prawo umów handlowych,* Warszawa 2020*,* s. 916.
[869] M. Kurzajewski, *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014, s. 241-242.
[870] A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 101-102
[871] M. Kurzajewski, *Usługi…,* s. 238.
[872] § 45 regulaminu Alior Bank.
[873] § 24 ust. 1 regulaminu mBank.

inwestycyjna na rynku Forex, niezależnie od tego, czy funkcjonuje w modelu *market maker*, czy jako pośrednik, wykonuje zlecenia nabycia/zbycia instrumentów finansowych swoich klientów (art. 69 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f.). Różnica polega wyłącznie na tym, że brokerzy Forex, którzy są pośrednikami, wykonują te zlecenia przez zawieranie kontraktów na różnicę z innymi podmiotami, tj. dostawcami płynności (art. 73 ust. 1 u.o.i.f.), zaś firmy inwestycyjne działające w formule „*market maker*" wykonują te zlecenia przez zawarcie tych umów na własny rachunek (art. 73 ust. 2 u.o.i.f.).

Jeżeli firma inwestycyjna będzie wykonywała zlecenia klientów przez zawieranie kontraktów na różnicę z dającym zlecenie, wówczas może być ona kwalifikowana jako „podmiot systematycznie internalizujacy transakcje"[874]. Zgodnie z definicją zawartą w art. 3 pkt 2e u.o.i.f., takim podmiotem jest firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2, które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF, bez prowadzenia ASO lub OTF. Taki podmiot nie pełni roli klasycznego pośrednika, tylko organizatora rynku. Prowadzi on system wykonywania zleceń, podobny do rynku regulowanego czy ASO, i ze swej istoty stwarza dla tych segmentów obrotu konkurencję[875]. Na podmioty systematycznie internalizujące transakcje zostały nałożone dodatkowe obowiązki, o których mowa w tytule III rozporządzenia MiFIR[876].

Należy stwierdzić, że firma inwestycyjna zawierająca kontrakty na różnicę bezpośrednio ze swoim klientem może być uznana za klasyczny przykład podmiotu systematycznie internalizujacego transakcje. Zawiera ona bowiem umowy na własny rachunek, wykonując swoje zlecenia na rynku niezorganizowanym (OTC), poza systemem obrotu, a zatem poza rynkiem regulowanym, ASO lub OTF. Konieczne jest jednak, by firma inwestycyjna zawierała takie transakcje w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach.

Przepisy nie precyzują, co należy rozumieć pod pojęciem zorganizowania. Pomocniczo można odwołać się do kryterium „zorganizowania" jako cechy działalności gospodarczej, o której mowa w art. 3 ustawy z dnia 6 marca 2018 r.- Prawo przedsiębiorców[877] i znaczenia,

[874] E. Kniaziowska-Bryk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,* s. 700.
[875] P. Sołtysik, *Podmioty systematycznie internalizujące transakcje na rynku finansowym*, „Monitor Prawa Bankowego", 2020, nr 2, s.74.
[876] J. Dybiński, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5C…,* s. 834.
[877] Dz. U. 2018 poz. 646.

jakie nadaje temu pojęciu doktryna. Jak wskazuje się w piśmiennictwie, zorganizowanie działalności gospodarczej oznacza nadaje jej, choćby najprostszych, ram organizacyjnych[878]. Wiąże się to z wybraniem formy prawnej prowadzonej działalności, utworzeniem odpowiedniej struktury działalności, jej zarządzania, nadzoru[879]. O zorganizowaniu może świadczyć: przygotowanie lokalu, zakup surowców do produkcji oraz urządzeń i maszyn, zatrudnienie pracowników, opracowanie i wdrożenie planu gospodarczego[880]. Firma inwestycyjna zawierać będzie zatem transakcje w sposób zorganizowany, jeśli przygotuje system ich dokonywania, na który składa się odpowiednia infrastruktura techniczna pozwalająca na zawieranie umów, a także regulacje prawne w postaci wzorców umownych, określających warunki, na jakich dochodzi do transakcji oraz zatrudnienie pracowników obsługujących klientów zawierających te umowy. Niewątpliwie, wszystkie badane w toku przygotowania niniejszej pracy firmy inwestycyjne zawierają z klientami transakcje w sposób zorganizowany. Każda z nich dysponuje odpowiednimi rozwiązaniami technicznymi, organizacyjnymi i prawnymi pozwalającymi na dokonywanie omawianych transakcji.

Kryteria częstości, systematyczności i znacznych ilości zostały doprecyzowane przez prawodawcę krajowego w art. 3c u.o.i.f,. który z kolei odsyła do przepisów rozporządzenia 2017/565[881]. Jeżeli firma inwestycyjna zawierająca kontrakty na różnicę ze swoimi klientami spełnia szczegółowe, rachunkowe kryteria określone w wymienionych przepisach, wówczas przysługiwać jej będzie status „podmiotu systematycznie internalizujacego transakcje".

1.2. Dostawca płynności

Dostawca płynności jest stroną kontraktu na różnicę zawieranego z firmą inwestycyjną, będącą zastępcą pośrednim swojego klienta. Jak już wcześniej zaznaczono, wskazany podmiot występuje na rynku Forex (rynku kontraktów na różnicę) tylko wówczas, gdy firma inwestycyjna (broker Forex) działa jako pośrednik. Jeśli bowiem firma inwestycyjna

[878] W. Popiołek, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I. Komentarz. Art. 1-449[10]*, Warszawa 2020, s. 204.
[879] W. Katner, [w:] W. Katner (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe*, Warszawa 2023, s. 68.
[880] Tamże.
[881] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 1, z późn. zm., zob. też: M. Fedorowicz, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 105-106.

funkcjonuje w modelu „market maker", wówczas kontrakt na różnicę jest zawierany między nią, a jej klientem.

Dostawca płynności jest związany relacją kontraktową z firmą inwestycyjną. Zobowiązuje się on wobec firmy inwestycyjnej do zawierania kontraktów na różnicę z jej klientami. Jak wykazały badania empiryczne, każda firma inwestycyjna działająca na rynku Forex jako pośrednik publikuje listę „dostawców płynności". Niekiedy są to podmioty powiązane kapitałową z samą firmą inwestycyjną.

Zawierając na swój rachunek kontrakty na różnicę z klientami reprezentowanymi przez firmę inwestycyjną, dostawcy płynności wykonują czynność maklerską, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 3 u.o.i.f., tzn. nabywają lub zbywają na własny rachunek instrumenty finansowe. Wskazana działalność jest czynnością maklerską *sensu stricto*, co oznacza, że może wykonywać ją, co do zasady, wyłącznie firma inwestycyjna[882]. To prowadzi do wniosku, że także dostawca płynności musi posiadać status firmy inwestycyjnej. W celu odróżnienia tego podmiotu od firmy inwestycyjnej będącej kontrahentem inwestora (klienta), w dalszej części pracy pojęcie „firmy inwestycyjnej" będzie używane dla oznaczenia podmiotu, który zawiera umowę o wykonanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych z inwestorem.

Zgodnie z art. 74d u.o.i.f., nabywanie lub zbywanie na własny rachunek instrumentów finansowych polega na nabywaniu lub zbywaniu instrumentów finansowych we własnym imieniu albo na wykonywaniu innych czynności wywołujących równoważne skutki, w tym w celu pełnienia funkcji animatora rynku lub w celu wykonania zlecenia klienta. Niewątpliwie wymienione w cytowanym przepisie przesłanki są spełnione przez usługi dostawców płynności. Dokonują oni bowiem nabycia i zbycia instrumentów finansowych we własnym imieniu przez zawieranie kontraktów na różnicę. Czynią to w sposób zorganizowany i powtarzalny, ponieważ pozostają w stałych relacjach handlowych z firmami inwestycyjnymi (brokerami Forex), którzy stanowią drugą stronę umów CFDs.

Dostawcy płynności będą, podobnie jak firmy inwestycyjne działające w modelu *market maker*, pomiotami systematycznie internalizującymi transakcje. Zwykle bowiem są to firmy inwestycyjne, które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza

[882] M. Fedorowicz, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 436-437. Należy wziąć jednak pod uwagę, że zakaz wykonywania czynności maklerskich *sensu stricto* przez inną osobę niż firma inwestycyjna nie dotyczy podmiotów wskazanych w art. 70 u.o.i.f.

rynkiem regulowanym, ASO lub OTF, bez prowadzenia ASO lub OTF. Co do zasady zatem, wypełniają przesłanki z art. 3 pkt 2e u.o.i.f.

1.3 Klient

1.3.1. Pojęcie klienta

Pojęcie klienta do polskiego porządku prawnego zostało wprowadzone przez implementację prawa unijnego – dyrektyw MIFID I oraz MIFID II[883]. Zgodnie z art. 4 pkt 9 dyrektywy Mifid II, klientem jest osoba fizyczna lub prawna, na której rzecz firma inwestycyjna świadczy usługi inwestycyjne lub dodatkowe. Można powiedzieć, że przywołana definicja odpowiada potocznemu rozumieniu pojęcia klienta firmy inwestycyjnej.

W dalszej kolejności przepisy cytowanej dyrektywy przeprowadzają podział klientów na detalicznych oraz profesjonalnych. Wskazany podział został transponowany do polskiego prawodawstwa. Zgodnie z art. 3 pkt 39c u.o.i.f., klientem detalicznym jest podmiot niebędący klientem profesjonalnym, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4. Przywołana definicja posługuje się kryterium podmiotowym i przedmiotowym. W ujęciu podmiotowym, klientem detalicznym może być każdy podmiot prawa, który nie jest klientem profesjonalnym[884]. Nadto, jest to podmiot, na rzecz którego ma być lub jest świadczona jedna z czynności maklerskich, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 u.o.i.f. (aspekt przedmiotowy). Można więc powiedzieć, że klientem detalicznym jest kontrahent firmy inwestycyjnej[885], któremu nie przysługuje status klienta profesjonalnego. Natomiast stosownie do art. 3 pkt 39b u.o.i.f., klientem profesjonalnym jest podmiot, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4, który posiada doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami oraz który stanowi jeden z podmiotów wymienionych w przywołanym przepisie. Od klienta detalicznego różni się zatem tym, że dysponuje

[883] J. Dybiński, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5C…,* s. 834.
[884] P. Wajda, M. Wierzbowski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,* s. 161.
[885] K. Zacharzewski, *Prawo…*, s. 99. Należy jednak poczynić istotne zastrzeżenie – status klienta przysługuje nie tylko stronie umowy zawartej z firmą inwestycyjną w ramach dokonywania przez nią czynności maklerskich, ale także potencjalnemu kontrahentowi firmy inwestycyjnej, zob. szerzej J. Dybiński, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5C…,* s. 838-839.

odpowiednią wiedzą i doświadczeniem inwestycyjnym. Nadto, może być nim wyłącznie podmiot określony w cytowanym przepisie, np. firma inwestycyjna, bank, zakład ubezpieczeń itp.

Przytoczony podział klientów determinuje zakres obowiązków firmy inwestycyjnej. W przypadku klientów detalicznych, na firmach inwestycyjnych ciąży najwięcej obowiązków, a co za tym idzie, ta kategoria klientów jest objęta najszerszą ochroną. Uzasadnieniem tego jest fakt, że nie posiadają oni wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego, w związku z czym są najbardziej narażeni na naruszenie ich praw przez profesjonalistów funkcjonujących na rynku kapitałowym[886]. Natomiast wobec klientów profesjonalnych firmy inwestycyjne mają mniejszy zakres obowiązków. Prawodawca, gdy chodzi o klientów profesjonalnych, dał tym samym prymat zasadzie autonomii stron oraz wolności obrotu[887].

Szczególną kategorią klientów są tzw. uprawnieni kontrahenci, o których mowa w art. 3 pkt 39d u.o.i.f[888]. Są nimi przede wszystkim klienci profesjonalni, spełniający określone, dodatkowe warunki. Skutkiem uznania podmiotu za uprawnionego kontrahenta jest wyłączenie w stosunku do niego zastosowania niektórych przepisów służących ochronie klientów na rynku kapitałowym[889].

Podziału klientów na kategorie dokonuje firma inwestycyjna, zaliczając ich odpowiednio do kategorii klientów detalicznych, klientów profesjonalnych lub uprawnionych kontrahentów (art. 3a ust. 4 u.o.i.f.). Należy także wskazać, że w pewnych wypadkach, firma inwestycyjna, na wniosek zainteresowanego, może traktować klienta detalicznego jak profesjonalnego lub odwrotnie, a także uprawnionego kontrahenta jak klienta detalicznego lub profesjonalnego (art. 3a ust. 1-3 u.o.i.f.).

---

[886] J. Dybiński, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5C…,* s. 835-836.
[887] Tamże.
[888] Ilekroć w ustawie jest mowa o:
uprawnionym kontrahencie - rozumie się przez to:
a) klienta profesjonalnego, o którym mowa w pkt 39b lit. a-j oraz l-m, z którym firma inwestycyjna, w ramach świadczenia usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2 lub 3, zawiera transakcje lub pośredniczy w ich zawieraniu,
b) klienta profesjonalnego, o którym mowa w pkt 39b lit. k, który na swój wniosek został przez firmę inwestycyjną uznany, na zasadach określonych w art. 71 rozporządzenia 2017/565, za uprawnionego kontrahenta, z którym firma inwestycyjna, w ramach świadczenia usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2 lub 3, zawiera transakcje lub pośredniczy w ich zawieraniu,
c) klienta z innego państwa członkowskiego, który posiada status uprawnionego kontrahenta zgodnie z przepisami prawa państwa członkowskiego, w którym ma siedzibę lub miejsce zamieszkania;
[889] P. Wajda, M. Wierzbowski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,,* s. 161.

1.3.2. Klient na rynku Forex

Powyższe uwagi mają pełne zastosowanie także do segmentu obrotu, jakim jest rynek niezorganizowany. Kontrakty na różnicę zawierane są na rynku Forex w oparciu o umowę o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych, stanowiącą umowę ramową (o czym niżej). Stronami tej umowy są zawsze firma inwestycyjna oraz inwestor, który chce zbywać lub nabywać instrumenty finansowe. W związku z tym, że wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych jest jedną z czynności maklerskich określonych w art. 69 ust. 2 u.o.i.f. trzeba stwierdzić, że ów inwestor będzie miał na gruncie u.o.i.f. status klienta. Może być on zarówno klientem detalicznym, profesjonalnym, jak i uprawnionym kontrahentem.

Nie oznacza to jednak, że w każdym przypadku klient jest stroną kontraktu na różnicę (umowy realizacyjnej). Jeśli firma inwestycyjna działa na rynku Forex w modelu „market maker", wówczas rzeczywiście zawiera kontrakt na różnicę ze swoim klientem. Jeżeli natomiast funkcjonuje jako pośrednik – zawiera kontrakt na różnicę na zlecenie swojego klienta. Różnica polega na tym, że w pierwszym przypadku klient jest stroną zarówno umowy ramowej, jak i samego kontraktu na różnicę, podczas gdy w drugim wypadku CFD jest zawierany bez udziału klienta, lecz na jego rachunek. Niezależnie od tego, w obu przypadkach klient zaangażowany jest w proces zawierania kontraktu na różnicę.

1.3.3. Konsument na rynku kapitałowym

Wprowadzenie przez przepisy prawa rynku kapitałowego pojęcia „klienta", zwłaszcza „klienta detalicznego" i związana z tym ochrona zmusza do rozważenia, czy klient może być uznany za konsumenta i korzystać z uprawnień przypisanych tej szczególnej kategorii podmiotów. Innymi słowy, trzeba odpowiedzieć na pytanie, czy inwestorowi na rynku kapitałowym może przysługiwać status konsumenta. Problem ten, zarówno w judykaturze, jak i piśmiennictwie, jest różnie rozstrzygany.

W pierwszej kolejności trzeba odnieść się do poglądów wyrażanych w orzecznictwie. Przegląd stanowisk dotyczących wskazanej kwestii należy rozpocząć od wyroku SN z dnia 10 marca 2016 roku[890]. Stan faktyczny w niniejszej sprawie był następujący: pozwana, będąca

[890] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 10 marca 2016r., sygn. III CSK 167/15, LEX nr 2023161.

akcjonariuszem, zawarła umowę zastawu rejestrowego na posiadanych przez siebie akcjach z bankiem na zabezpieczenie udzielonego jej ojcu kredytu. W czasie obowiązywania umowy, powód złożył oświadczenie o przejęciu na własność przedmiotu zastawu. Pozwana zarzucała, że zawarta umowa zastawu zawierała postanowienia niedozwolone w rozumieniu art. 385^1 k.c., z uwagi na nie dość precyzyjne określenie wartości przedmiotu zastawu. Konieczne było zatem rozważenie, czy pozwana, zawierając umowę zastawniczą z bankiem, posiadała status konsumenta. Sąd apelacyjny, rozpoznając niniejszą sprawę jako sąd drugiej instancji przyjął, że pozwana nie jest konsumentem. W ocenie sądu przemawiał za tym fakt, że pozwana posiadała 2 500 000 akcji, a także to, że zawarcie umowy zastawniczej na zabezpieczenie kredytu było działalnością ukierunkowaną na osiągnięcie zysku, wykonywaną w sposób ciągły i zorganizowany. Z tym poglądem nie zgodził się Sąd Najwyższy rozpoznający omawianą sprawę. W ocenie SN, posiadanie znacznej ilości akcji oraz zawarcie jednej umowy zastawniczej nie może być uznane za przejaw działalności gospodarczej lub zawodowej. Jak wskazał SN, posiadanie akcji ma na celu głównie osiągnięcie zysku w postaci dywidendy, jednak to nie przesądza o prowadzeniu w taki sposób działalności gospodarczej lub zawodowej.

Kolejne orzeczenie, które należy przywołać, to wyrok Sądu Najwyższego z dnia 28 czerwca 2017 roku[891]. Jest on szczególnie istotny, gdyż dotyczy transakcji stanowiących instrumenty pochodne. W przywołanej sprawie powód dokonywał z bankiem „terminowych transakcji wymiany walut"[892]. Bank, korzystając z postanowienia regulaminu, jednostronnie podwyższył wymagany od powoda depozyt gwarancyjny, z uwagi na „istotne zmiany na rynku finansowym". Powód odmówił uzupełnienia depozytu, wskutek czego bank zamknął pozycje klienta i obciążył go kwotą rozliczenia transakcji. W ocenie powoda, regulamin banku zawierał niedozwolone postanowienia umowne. Sąd apelacyjny rozpoznający niniejszą sprawę jako sąd drugiej instancji uznał, że powód nie jest konsumentem, uzasadniając to „specyficznym (niekonsumenckim) stosunkiem prawnym łączącym strony, wysokimi kompetencjami powoda i świadomie podejmowanym przez niego ryzykiem". Sąd apelacyjny dodał, że powód nie był w tym stosunku osobą słabszą i mniej zorientowaną. Z tym stanowiskiem nie zgodził się Sąd Najwyższy rozpoznający skargę kasacyjną w przywołanej sprawie. Zdaniem Sądu Najwyższego, sąd drugiej instancji, oceniając status konsumenta po stronie powoda, posłużył się pozaustawowymi kryteriami, takimi jak kompetencje powoda czy świadome podejmowanie

[891] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 28 czerwca 2017 r., sygn. IV CSK 483/16, LEX nr 2332320.
[892] Należy przypuszczać, że chodzi o umowy *swapu* walutowego.

ryzyka, gdy tymczasem winien ocenić jedynie, czy ta działalność nie była bezpośrednio związana z jego działalnością gospodarczą lub zawodową.

Podobne stanowisko SN zajął w postanowieniu z dnia 12 grudnia 2017 roku[893], który również dotyczył derywatów. W przywołanej sprawie powódka dokonywała z pozwanym bankiem „transakcji walutowych". Regulamin ustanowiony przez pozwanego przewidywał wyłączną jurysdykcję Sądu Morskiego i Handlowego w Kopenhadze. Sądy rozpoznające niniejszą sprawę musiały zbadać, czy powódka była konsumentem, gdyż od tego ustalenia zależało, czy umowa o jurysdykcję sądu państwa obcego była między stronami dopuszczalna. Zdaniem sądu drugiej instancji, powódka nie miała statusu konsumenta, gdyż „dążyła do pomnożenia swojego kapitału, a nie zaspokojenia typowych potrzeb bytowych swoich lub rodziny". Nadto sąd zwrócił uwagę, że wykazywała się ona ponadprzeciętną wiedzą inwestycyjną. Także w tym przypadku SN zakwestionował wykładnię dokonaną przez sąd drugiej instancji. Sąd Najwyższy wskazał, że przywołane w uzasadnieniu wyroku okoliczności nie dowodzą, iż powódka zawierała omawiane transakcje w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą lub zawodową.

Powyższe orzeczenia wpisują się w jedną linię orzeczniczą. Sąd Najwyższy w przytoczonych judykatach wyraźnie wskazywał, że inwestor na rynku kapitałowym może być uznany za konsumenta. Nie jest przy tym istotna jego wiedza, doświadczenie inwestycyjne, a także fakt, że podejmowane przez niego czynności nieodłącznie wiążą się z ryzykiem. Jedynym kryterium odmowy uznania za konsumenta jest, w świetle powyższych wyroków, bezpośredni związek zawartej umowy z prowadzoną działalnością gospodarczą lub zawodową. Przedstawione stanowisko zostało podsumowane i ugruntowane w wyroku SN z dnia 18 lipca 2019 roku[894]. Przywołana sprawa dotyczyła żądania odszkodowania za ustalenie ceny akcji w wezwaniu niezgodnie z art. 79 u.o.p., przy czym z powództwem na rzecz inwestorów giełdowych wystąpiła organizacja społeczna, powołując się na fakt, że jest to sprawa o ochronę konsumentów. Sądy pierwszej i drugiej instancji odmówiły uznania inwestorów za konsumentów. Sąd okręgowy ustalił, że jeden z inwestorów w relewantnym dla sprawy roku kalendarzowym przeprowadził łącznie 1219 transakcji na GPW, zaś w chwili rozpoznania sprawy przez sąd miał zainwestowaną na giełdzie kwotę 24 milionów złotych. W tym stanie faktycznym sądy uznały, że wymienione osoby inwestowały znaczne środki finansowe, w

[893] Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 12 grudnia 2017 r., sygn. IV CSK 667/16, LEX nr 2467078.
[894] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 lipca 2019 r., sygn. I CSK 587/17, LEX nr 2727474.

sposób zorganizowany i ciągły przez długi okres, w celu osiągnięcia zysku, co nie jest do pogodzenia z definicją konsumenta.

Odmienny pogląd wyraził w tej sprawie Sąd Najwyższy. Zdaniem SN, osoba fizyczna, która inwestuje swoje oszczędności obracając instrumentami finansowymi jest konsumentem, jeżeli nie jest to związane z jej działalnością gospodarczą lub zawodową. Nie ma znaczenia przy tym, według SN, skala inwestowanych środków, wiedza i doświadczenie inwestora, ani cel transakcji w postaci osiągnięcia zysku. Sąd Najwyższy uznał, że przepisy rynku kapitałowego, w tym podział klientów na detalicznych i profesjonalnych nie sprzeciwiają się uznaniu klienta za konsumenta, ponieważ wskazane normy nie mają charakteru *lex specialis* względem przepisów o ochronie konsumenckiej. Ostatecznie Sąd Najwyższy stanął na stanowisku, że zwykle trudno będzie inwestorowi giełdowemu przypisać status przedsiębiorcy, gdyż inwestowanie swoich oszczędności najczęściej nie ma charakteru zorganizowanego i ciągłego, czynione jest bowiem *ad hoc*, gdy nadarzy się stosowna okazja.

W przywołanych orzeczeniach, Sąd Najwyższy, inaczej niż sądy powszechne, uznawał inwestora na rynku kapitałowym za konsumenta. Odmiennej oceny dokonał SN w wyroku z dnia 18 września 2019 roku[895], który w tym miejscu należy przedstawić. Zapadł on w tej samej sprawie, która była kanwą dla wyżej przytoczonego wyroku SN z dnia 28 czerwca 2017 roku[896]. Sąd Najwyższy rozpoznając po raz drugi wskazaną sprawę, uznał, że powód, zawierając umowy stanowiące instrumenty pochodne, prowadził działalność gospodarczą. Sąd Najwyższy argumentował, że w okresie jednego roku powód zawarł z pozwanym 60 transakcji, o wartości ponad 900 milionów złotych, osiągając przy tym zysk równy 3 milionom złotych. Nadto, SN wskazał, że powód odznaczał się wiedzą i doświadczeniem praktycznym w inwestowaniu na rynku walutowym. Powyższe doprowadziły SN do konkluzji, że działalność powoda cechowała się profesjonalizmem, powtarzalnością, działaniem na własny rachunek w celu osiągnięcia zysku i uczestnictwem w obrocie gospodarczym, co sprawiło, że SN uznał praktykę powoda za działalność gospodarczą.

Przepisy o ochronie konsumentów, a także duża część regulacji prawa rynku kapitałowego stanowią implementację prawa UE. Omawiając zatem stanowisko judykatury, nie sposób nie odnieść się do orzecznictwa TSUE. W tym zakresie należy omówić wyrok z dnia 3 października 2019 roku[897]. Jest on wyjątkowo istotny z tej przyczyny, że odnosi się

[895] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 września 2019 r., sygn. IV CSK 334/18, LEX nr 2745525.
[896] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 28 czerwca 2017 r., sygn. IV CSK 483/16, LEX nr 2332320.
[897] Wyrok TSUE z dnia 3 października 2019 r., sygn. C-208/18, LEX nr 2732288.

wprost do zawierania kontraktów na różnicę, będących zasadniczym przedmiotem rozważań w niniejszej pracy. Wyrok TSUE zapadł na tle następującego stanu faktycznego: powódka mieszkająca w Czechach zawarła z brokerem Forex mającym siedzibę na Cyprze umowę ramową pozwalającą na zawieranie transakcji CFDs. Powódka pozwała brokera Forex wskazując, że pozwany bezpodstawnie się wzbogacił, gdyż jej zlecenie zostało zrealizowane z opóźnieniem, przez co zysk z transakcji CFD stał się trzykrotnie mniejszy. Należy przy tym wskazać, że w zawartej umowie ramowej zastrzeżono klauzulę prorogacyjną, zgodnie z którą jurysdykcja została przyznana sądom cypryjskim. Powódka jednak uznała, że jest konsumentem i w związku z tym klauzula prorogacyjna jest bezskuteczna. Podstawowym zagadnieniem w niniejszej sprawie było zatem to, czy powódka może być uznana za konsumenta. Sąd pierwszej instancji uznał, że dysponuje ona fachową wiedzą niezbędną do zawarcia kontraktów na różnicę, że działała w celu osiągnięcia zysku i że została powiadomiona o ryzyku związanym z tymi transakcjami, stąd nie może przysługiwać jej status konsumenta. Przywołane stanowisko podzielił sąd drugiej instancji. Następnie sprawa trafiła do czeskiego sądu najwyższego, który zadał TSUE pytanie prejudycjalne dotyczącego tego, czy w niniejszej sprawie powódka może być uznana za konsumenta.

Trybunał rozpoznając niniejszą sprawę orzekł, że inwestor na rynku Forex jest konsumentem, jeżeli zawarcie kontraktu na różnicę nastąpiło w celu niezwiązanym z jakąkolwiek działalnością zawodową lub gospodarczą tej osoby, co winien ustalić sąd odsyłający. Wskazał przy tym, że dla oceny statusu konsumenta nie mają znaczenia takie czynniki jak „wartość transakcji przeprowadzonych na podstawie umów takich jak CFD, istotne ryzyko strat finansowych związane z zawarciem takich umów, ewentualna fachowa wiedza takiej osoby w dziedzinie instrumentów finansowych czy też jej aktywna postawa w ramach takich transakcji". Trybunał zatem szeroko zinterpretował pojęcie konsumenta, pozwalając na przyznanie tego statusu większości inwestorów na rynku Forex[898].

Dokonany przegląd orzecznictwa pozwala na wyprowadzenie pewnych wniosków. Po pierwsze, sądy powszechne niekiedy odmawiały przyjęcia, że inwestor na rynku kapitałowym jest konsumentem, z uwagi na kryteria takie jak: wiedza i doświadczenie inwestycyjne klienta firmy inwestycyjnej, podejmowanie znacznego ryzyka przez osobę fizyczną, a także nastawienie na osiągnięcie zysku. W przywołanych sprawach, SN opowiadał się przeciwko konstruowaniu takich pozaustawowych kryteriów wyłączających przyznanie statusu

[898] Podobnie TSUE orzekł w analogicznej sprawie w wyroku z dnia 2 kwietnia 2020 r., sygn. C-500/18, LEX nr 2891841.

konsumenta. Sąd Najwyższy uznawał, że inwestor giełdowy może być konsumentem, o ile zawieranie przez niego umów nie będzie bezpośrednio związane z działalnością gospodarczą lub zawodową. Podkreślał, że konieczne jest odwołanie się do wypracowanych w orzecznictwie cech działalności gospodarczej. W praktyce jednak różnie kwalifikował zbliżone do siebie przypadki. W wyroku z dnia 18 lipca 2019 roku SN uznał, że konsumentem jest inwestor dokonujący w ciągu roku ponad tysiąca transakcji na giełdzie, obracając milionami złotych, z uwagi na fakt, że taka działalność nie ma charakteru zorganizowanego i ciągłego. Natomiast w wyroku z dnia 18 września 2019 roku, SN zakwalifikował inwestora jako przedsiębiorcę z uwagi na fakt, że zawierał wiele transakcji (60 w ciągu jednego roku), o znacznym wolumenie, liczonym w milionach złotych, a w ramach swojej działalności odznaczał się profesjonalizmem. Najszerszy zakres pojęcia konsumenta na rynku kapitałowym określił zaś TSUE. W jego ocenie, dla uznania klienta brokera Forex za konsumenta nie jest istotna ani jego fachowość, ani wartość dokonywanych transakcji.

Podobne różnice zapatrywań odnośnie do omawianej kwestii zarysowały się w literaturze. Pogląd sprzeciwiający się przyznaniu statusu konsumenta inwestorom na rynku kapitałowym wyraził M. Wierzbowski. Autor wskazuje, że ochrona inwestora na rynku kapitałowym realizowana jest przez przepisy przewidujące odpowiednie obowiązki informacyjne po stronie firm inwestycyjnych. Zdaniem autora, stosowanie ogólnych przepisów o ochronie konsumenckiej przeczyłoby zasadzie *lex specialis derogat legi generali*[899]. Nadto, M. Wierzbowski argumentuje, że nadmierne rozszerzenie ochrony konsumenckiej na rynku kapitałowym sprawi, że inwestor, niezadowolony z wyniku transakcji, które na tym rynku zawsze obarczone są ryzykiem, będzie dochodził odszkodowań od firm inwestycyjnych za naruszenie swoich praw[900]. Podobne stanowisko wyraziła B. Gnela, która argumentuje, że unijne prawo rynku kapitałowego nie posługuje się pojęciem konsumenta, zaś inwestowanie w akcje spółek publicznych zbliżone jest do prowadzenia działalności gospodarczej, z uwagi na ponoszone ryzyko, w przeciwieństwie do oszczędzania na lokatach bankowych, które jest bliższe celom konsumentów[901].

Większość doktryny jednak akceptuje możliwość uznania inwestora na rynku kapitałowym za konsumenta. Wyraźnie za tym poglądem opowiedział się J. Dybiński. Wskazał

[899] M. Wierzbowski, Ochrona inwestora a ochrona konsumenta na rynku kapitałowym, PPH, 2022, nr 5, s. 8-9.
[900] Tamże, s. 4.
[901] B. Gnela, *Wpływ pośredniej sprzedaży akcji na ich cenę z art. 79 ust. 2 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej oraz problem uznania inwestora - akcjonariusza mniejszościowego za konsumenta według art. 61 § 1 k.p.c. (obecnie art. 61 § 1 pkt 3 k.p.c.). Glosa do wyroku SN z dnia 18 lipca 2019 r.*, I CSK 587/17, OSP, 2020, nr 6.

on, że definicja zawarta w art. 22^1 k.c. ma znaczenie uniwersalne i winna być stosowana do całego systemu prawa. Zdaniem autora, kierując się zasadą jedności prawa cywilnego, wzmiankowany przepis ma zastosowanie także do prawa rynku kapitałowego w jego prywatnoprawnej części[902]. Według J. Dybińskiego także prawo UE przewiduje stosowanie przepisów konsumenckich w stosunkach prawnych na rynku kapitałowym. Autor wskazuje, że wprawdzie dyrektywa o prawach konsumenta wyłącza ze swojego zakresu sferę usług finansowych (w tym usług inwestycyjnych), ale czyni to wyłącznie na swoje potrzeby[903]. Przemawia to za stanowiskiem, że inne przepisy konsumenckie mają zastosowanie do prawa rynku kapitałowego, gdy takiego wyłączenia wprost w nich nie zawarto[904]. Autor zwraca także uwagę, że cechy inwestora, takie jak wiedza, wykształcenie, doświadczenie inwestycyjne, a także liczba i wartość zawieranych transakcji nie mają *per se* wpływu na uznanie inwestora za konsumenta, co może spowodować, iż doskonale poinformowany „profesjonalista" na rynku kapitałowym będzie mógł korzystać z ochrony konsumenckiej. W tym ostatnim przypadku autor sugeruje, że jeśli inwestor działa w złej wierze, możliwe jest zastosowanie art. 5 k.c. i wyłączenie wobec niego tej ochrony[905].

Podobny pogląd wyraził K. Osajda. Przywołany autor formułuje aż 12 argumentów przemawiających za możliwością nadania inwestorowi statusu konsumenta[906]. Oprócz przywołanych wyżej, K. Osajda podnosi, że inwestowanie na rynku kapitałowym własnych środków nie jest zwykle prowadzeniem działalności, lecz formą sprawowania zarządu nad swoim majątkiem. Uważa on, że reprezentowany przez niego pogląd ma też uzasadnienie aksjologiczne – inwestorzy bowiem, jako całość, są na rynku kapitałowym grupą słabszą i winni być objęci dodatkową ochroną. Nadto autor powołuje się na wykładnię prounijną, gdyż, jak wskazuje, prawo UE i orzecznictwo TSUE stopniowo rozszerza pojęcie konsumenta[907]. W ocenie autora, zwykle inwestowanie własnych środków finansowych przez osobę fizyczną nie będzie prowadzeniem działalności gospodarczej, gdyż nie ma to charakteru ciągłego i zorganizowanego. Najczęściej bowiem decyzje inwestycyjne podejmuje się *ad hoc*, gdy

[902] J. Dybiński, *Pojęcie konsumenta na rynku kapitałowym w prawie polskim i unijnym*, KPP, 2018, nr 2, s. 483.
[903] Art. 3 ust. 3 lit. d) dyrektywy PE i Rady 2011/83/UE z dnia 25 października 2011 r. w sprawie praw konsumentów, zmieniająca dyrektywę Rady 93/13/EWG i dyrektywę 1999/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 85/577/EWG i dyrektywę 97/7/WE Parlamentu Europejskiego i Rady.
[904] J. Dybiński, *Pojęcie…*, s. 490-492.
[905] Tamże, s. 509-511.
[906] K. Osajda*, Ochrona inwestora – konsumenta na rynku instrumentów finansowych (rynku kapitałowym),* PiP 2021, nr 4, s. 23-30.
[907] Tamże, s. 26-28.

nadarzy się okazja[908]. Za możliwością przypisania inwestorowi statusu konsumenta opowiadają się także inni autorzy[909].

Przedstawione poglądy orzecznictwa i doktryny skłaniają do następujących konkluzji. Po pierwsze, ochrona konsumencka nie jest *a limine* wyłączona przez przepisy prawa rynku kapitałowego. W tym zakresie nie przekonują przywołane wyżej poglądy M. Wierzbowskiego i B. Gneli. Żaden przepis prawa, zarówno unijnego, jak krajowego, nie wyłącza wprost stosowania przepisów konsumenckich do prawa rynku kapitałowego. Nie można nadto uznać norm dotyczących obowiązków informacyjnych za przepisy szczególne wobec ochrony konsumenckiej. Przepisy kodeksu cywilnego dotyczące konsumentów mają zastosowanie ogólne, zatem także w dziedzinie obrotu instrumentami finansowymi. Nie jest także przekonujący argument, że konsumenci będą mogli podważać dokonane na rynku kapitałowym transakcje, jeśli ich wynik ekonomiczny będzie dla nich niepomyślny. Brak spodziewanego efektu gospodarczego umowy nie stanowi bowiem przesłanki uznania określonych postanowień umownych za niedozwolone. Tymi przesłankami są: sprzeczność z dobrymi obyczajami i rażące naruszenie interesów konsumenta. Jeśli zatem klauzule zawarte w umowie będą uczciwe, to sam fakt, że konsument stracił na danej transakcji, nie będzie powodował możliwości podważania umowy. Ponadto, także TSUE, w przywołanym wyżej wyroku, przesądził o możliwości przypisania klientowi firmy inwestycyjnej statusu konsumenta.

Uznaniu klienta firmy inwestycyjnej za konsumenta nie sprzeciwia się także specyfika inwestowania na rynku kapitałowym, zwłaszcza konieczność podejmowania decyzji obarczonych ryzykiem – nie ma bowiem dla takiego ograniczenia uzasadnienia normatywnego. Nadto, także umowy zawierane poza rynkiem kapitałowym mogą odznaczać się dużym ryzykiem co do ich opłacalności (np. zakup dzieł sztuki w celach inwestycyjnych), a przyznanie stronom takich umów statusu konsumenta nie budzi kontrowersji. Natomiast wskazane względy należy mieć na uwadze w toku stosowania przepisów konsumenckich, np. przy wykładni art. 385^1 § 1 k.c. Inaczej bowiem sprzeczność z dobrymi obyczajami winna być postrzegana przy nabywaniu podstawowych dóbr konsumpcyjnych, odmiennie zaś przy ocenie dokonywania transakcji na rynku kapitałowym przez konsumenta.

[908] Tamże, s. 30-33.
[909] Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 760; M. Fedorowicz, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 99; J. Sadomski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna. Cz. 1. (art. 1-55^4),* Warszawa 2021, s. 326-329.

Trzeba także zauważyć, że pojęcia konsumenta i klienta mają odmienny charakter. Pojęcie klienta odnosi się do kryterium subiektywnego – by zostać klientem profesjonalnym, trzeba odznaczać się doświadczeniem i wiedzą pozwalającą na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych i ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. Nadto, firma inwestycyjna, w określonych przypadkach, może traktować klienta detalicznego, jak profesjonalnego i na odwrót[910]. Tymczasem pojęcie konsumenta ma charakter obiektywny – każdą osobę fizyczną, niezależnie od jej wiedzy, doświadczenia i stanu majątkowego, uznaje się za konsumenta, jeżeli dokonuje czynności prawnej z przedsiębiorcą niezwiązaną bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową. Konsument nie może także zrzec się swojego statusu i przysługującej mu z tego tytułu ochrony.

Co więcej, choć przepisy dotyczące obu omawianych pojęć mają za zadanie chronić słabszą stronę stosunku prawnego, to jednak chronią one przed różnymi ryzykami. Z przyznaniem statusu klienta inwestorowi na rynku kapitałowym wiążą się liczne obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych, które mają za cel przeciwdziałać podejmowaniu nieprzemyślanych decyzji inwestycyjnych przez klienta. Natomiast przepisy konsumenckie chronią inwestorów przed stosowaniem przez przedsiębiorców działających na rynku kapitałowym nieuczciwych warunków umownych. Przywołane przepisy zatem nie wykluczają się wzajemnie, lecz uzupełniają się, tworząc komplementarny model ochrony inwestora na rynku kapitałowym. Wobec powyższego jeszcze raz należy wskazać, że inwestorowi może przysługiwać status konsumenta.

Dla określenia, czy osoba fizyczna inwestująca na rynku kapitałowym jest konsumentem, konieczne jest odwołanie się wyłącznie do kryteriów wskazanych w art. 22^1 k.c. Nie można kwestionować statusu konsumenta posługując się innymi kryteriami, takimi jak: specyfika rynku kapitałowego, ponadprzeciętna wiedza i doświadczenie inwestora, czy podejmowanie przez niego dużego ryzyka.

Wskazane okoliczności mogą być jednak brane pod uwagę przy określeniu, czy inwestor wykonuje działalność gospodarczą. Ocena, czy aktywność inwestora może być traktowana jako działalność gospodarcza, wymaga jej zbadania przez pryzmat cech przedsiębiorcy wypracowanych w doktrynie i orzecznictwie. Jak wskazuje się w piśmiennictwie, tymi cechami są: działanie we własnym imieniu, zorganizowanie, ciągłość,

[910] Zob. art. 3a ust. 1 -3 u.o.i.f.

zarobkowość i profesjonalizm[911]. Przykładowo, pozytywna ocena wiedzy i doświadczenia inwestora może przełożyć się na uznanie działalności za profesjonalną (zawodową). Podobnie, zawieranie transakcji z dużą częstotliwością, o znacznej wartości, w sposób systematyczny, może być argumentem za uznaniem aktywności inwestora za zorganizowaną i ciągłą. Trzeba jednak zaznaczyć, że zwykle inwestor nie będzie spełniał przedstawionych wyżej przesłanek, toteż najczęściej będzie przysługiwał mu status konsumenta w relacji umownej z przedsiębiorcą (np. z firmą inwestycyjną).

1.3.4. Relacja między pojęciami klienta detalicznego i konsumenta

Po przesądzeniu, że przepisy prawa rynku kapitałowego, wprowadzające do porządku prawnego pojęcia klienta, nie wykluczają uznania inwestora za konsumenta, należy odnieść się do problemu relacji między pojęciem klienta, zwłaszcza klienta detalicznego, a pojęciem konsumenta. Jak już wcześniej wskazano, że wprowadzenie pojęcia konsumenta oraz klienta detalicznego ma takie samo podłoże aksjologiczne. W obu przypadkach chodzi o ochronę słabszej strony stosunku prawnego[912]. Niemniej jednak trzeba stwierdzić, że, oba pojęcia mają inny zakres.

Należy przypomnieć, że zgodnie z art. 3 pkt 39c u.o.i.f., klientem detalicznym jest podmiot niebędący klientem profesjonalnym, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4. Natomiast według art. 22^1 k.c., za konsumenta uważa się osobę fizyczną dokonującą z przedsiębiorcą czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową. Już *prima facie* można stwierdzić, że definicje klienta detalicznego oraz konsumenta posługują się różnymi kryteriami, co siłą rzeczy powoduje, że także desygnaty tych nazw będą różne. Jak trafnie wskazuje A. Jakubiec, między zakresami pojęć klienta detalicznego i konsumenta istnieje stosunek krzyżowania[913]. Istnieją przypadki, gdy klient detaliczny nie może być uznany za konsumenta. Będzie tak choćby wówczas, gdy klient nie ma wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego, która predestynowałaby go do miana klienta profesjonalnego, ale jednocześnie zawiera umowę z firmą inwestycyjną w ramach prowadzonej przez siebie działalności gospodarczej. Przykładem może być zawieranie przez przedsiębiorcę kontraktów na różnicę w celu *hedingowym*, tj. zabezpieczenia się przed wzrostem/spadkiem cen określonego

[911] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *Prawo gospodarcze…*, s. 65-70.
[912] Tak też: J. Dybiński, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5C…,* s. 839-841.
[913] A. Jakubiec, *Opcja…*, s. Tak też SN w wyroku z dnia 18 lipca 2019 r., sygn. I CSK 587/17, LEX nr 2727474.

instrumentu bazowego. Bez wątpienia będzie to czynność związana bezpośrednio z jego działalnością gospodarczą, nie jest zatem konsumentem, a równocześnie może być zakwalifikowany przez firmę inwestycyjną jako klient detaliczny. Podobnie będzie w sytuacji, gdy firma inwestycyjna świadczy swoje usługi na rzecz osoby prawnej. Oczywiste jest, że takiemu podmiotowi nie służy przymiot konsumenta, co nie wyklucza możliwości traktowania go jako klienta detalicznego.

Istnieją też przypadki, gdy konsument będzie traktowany nie jako klient detaliczny, lecz profesjonalny, np. gdy osoba fizyczna zawierająca umowę na rynku kapitałowym niezwiązaną bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową będzie posiadała odpowiedni poziom wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego i firma inwestycyjna nada jej status klienta profesjonalnego na jej wniosek złożony w trybie art. 3a ust. 1 u.o.i.f. Wreszcie, często klient detaliczny będzie jednocześnie konsumentem – wówczas zakresy obu omawianych pojęć będą na siebie zachodzić.

1.3.5. Konsument jako strona kontraktu na różnicę

Zgodnie z przeprowadzonymi wyżej rozważaniami, klient firmy inwestycyjnej jest albo stroną kontraktu na różnicę zawieranego z firmą inwestycyjną albo tylko stroną umowy zlecenia zawarcia przez firmę inwestycyjną CFD z dostawcą płynności. W obu przypadkach klient jest natomiast stroną umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, mającej charakter umowy ramowej. Ponadto ustalono, że klienci firm inwestycyjnych mogą posiadać status konsumenta. Bycie inwestorem na rynku kapitałowym nie wyklucza bowiem przyznania statusu konsumenta. Wobec tego, należy postawić pytanie, kiedy klient na rynku Forex (rynku kontraktów na różnicę) może być uznany za konsumenta. Wprawdzie status ten winien być badany w okolicznościach danej sprawy, jednak w tym miejscu można sformułować pewne ogólne wskazówki.

Na podstawie wyżej cytowanego art. 22^1 k.c., wymienić można trzy przesłanki pojęcia konsumenta: bycie osobą fizyczną, dokonywanie czynności z przedsiębiorcą oraz brak bezpośredniego związku tej czynności z działalnością gospodarczą lub zawodową osoby fizycznej. Kwestią oczywistą jest to, że klient firmy inwestycyjnej, by być uznany za konsumenta, musi być osobą fizyczną i dokonywać czynności z przedsiębiorcą. W przypadku kontraktów na różnicę, niezależnie od formuły, w jakiej działa broker Forex, klient zawsze

zawiera umowę z firmą inwestycyjną, tj. przedsiębiorcą. Sporne zatem może być tylko to, czy zawarta umowa wiąże się bezpośrednio z działalnością gospodarczą lub zawodową klienta.

Przyznanie statusu konsumenta klientom na rynku Forex wymaga w pierwszej kolejności ustalenia, w jakim celu gospodarczym klient zawiera CFDs. Jeśli jest spekulantem, tzn. zawiera kontrakty na różnicę, by zarabiać na wahaniach cen instrumentów bazowych, wówczas, co do zasady, może być uznany za konsumenta, chyba, że jego aktywność kwalifikuje się jako działalność gospodarczą. Stanie się tak wówczas, gdy będzie spełniał, wspomniane wcześniej[914], przesłanki przedsiębiorcy, a zwłaszcza jeśli dokonywałby transakcji CFDs o dużej wartości w sposób systematyczny i wielokrotny, co nadałoby jego działalności przymiotu zorganizowania i ciągłości. Biorąc pod uwagę przywołane wyżej orzecznictwo TSUE należy jednak wychodzić z założenia, że klient-spekulant na rynku Forex jest konsumentem.

Odmiennie kształtuje się sytuacja tych klientów na rynku Forex, którzy wykorzystują kontrakty na różnicę w celach *hedingowych*, tzn. dla zabezpieczenia się przed wzrostem/spadkiem cen instrumentów bazowych. Wówczas bowiem kontrakt na różnicę jest bezpośrednio związany z prowadzoną przez klienta działalnością gospodarczą.

Ilustracją powyższego może być następujący przykład: klient prowadzi przedsiębiorstwo transportowe. W ramach tej działalności gospodarczej musi regularnie kupować olej napędowy (wytwarzany z ropy naftowej). Żeby zabezpieczyć się przed wzrostem jego ceny, zawiera kontrakt na różnicę opiewający na cenę ropy, zajmując w nim długą pozycję. Wówczas, jeśli cena ropy wzrośnie, koszty prowadzenia przez niego działalności gospodarczej również się zwiększą (przez zwiększenie kosztów zakupów oleju napędowego), jednak zostanie to zminimalizowane zyskiem uzyskanym wskutek wykonania CFD. Jeżeli zaś cena ropy spadnie, przedsiębiorca odnotuje stratę na rynku Forex, zmniejszy się jednak koszt prowadzenia jego działalności w dziedzinie transportu.

Przywołany przykład dobrze oddaje bezpośredni związek kontraktu na różnicę zawartego w celu *hedgingowym* z prowadzoną przez klienta działalnością gospodarczą. W takim przypadku transakcja CFD nie ma na celu zaspokojenia osobistych potrzeb klienta. Nie jest to też forma zarządzania oszczędnościami. Trzeba uznać, że taki kontrakt na różnicę zawierany jest przez klienta w ramach prowadzonej przez niego działalności gospodarczej.

[914] Zob. pkt 1.3.3. niniejszego rozdziału.

Należy jednak zaznaczyć, że przyznanie klientowi statusu przedsiębiorcy w przytoczonym wypadku nie zawsze sprawia, że będzie on pozbawiony całkowicie ochrony konsumenckiej. Zgodnie z art. 385^5, k.c., przepisy dotyczące konsumenta, zawarte w art. 385^1-385^3, stosuje się do osoby fizycznej zawierającej umowę bezpośrednio związaną z jej działalnością gospodarczą, gdy z treści tej umowy wynika, że nie posiada ona dla niej charakteru zawodowego, wynikającego w szczególności z przedmiotu wykonywanej przez nią działalności gospodarczej, udostępnionego na podstawie przepisów o Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej[915]. Cytowany przepis zwykle będzie miał zastosowanie do przedsiębiorców jednoosobowych, którzy zawierają kontrakty na różnicę dla *hedgingu*, gdyż najczęściej obrót instrumentami finansowymi nie ma dla nich charakteru zawodowego, a służy wyłącznie zabezpieczeniu się przez wzrostem/spadkiem cen aktywów istotnych dla prowadzonej przez niego działalności.

Podsumowując powyższą analizę należy stwierdzić, że klienci będący osobami fizycznymi zawierający kontrakty CFD z firmami inwestycyjnymi mogą być uznania za konsumentów, jeśli zawierają CFDs nie w celu zabezpieczenia, lecz dla spekulacji. Należy przy tym zaznaczyć, że większość transakcji na rynku Forex ma właśnie charakter spekulacyjny. To zaś sprawia, że dalsza analiza kontraktu na różnicę musi uwzględniać także treść przepisów konsumenckich, zwłaszcza w zakresie niedozwolonych postanowień umownych[916].

1.3.6. Klient a inwestor

W dotychczasowych wywodach termin „klient" był stosowany wymiennie z określeniem „inwestor". W tym miejscu należy rozważyć, w jakim stosunku względem siebie wymienione terminy.

Jak wskazano powyżej, klient, w świetle przepisów u.o.i.f., to podmiot, na rzecz którego firma inwestycyjna wykonuje jedną z czynności maklerskich, wskazanych w art. 69 ust. 2 i 4 u.o.i.f. Zdecydowanie trudniej ustalić, kim jest inwestor. W przepisach prawa krajowego określenie „inwestor" nie zostało ogólnie zdefiniowane, choć u.o.i.f. często się tym pojęciem posługuje[917]. Przykładowo, do pojęcia inwestora odwołuje się ustawowa definicja rynku

[915] Podobnie art. 556^4 , 556^5 i 576^5 k.c.
[916] Zob. rozdział VII pkt 3.1.-3.5.
[917] P. Zawadzka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I...,* s. 1287-1288.

regulowanego z art. 14 ust. 1 u.o.i.f[918]. Z kolei „naruszenie interesów inwestorów" stanowi przesłankę zawieszenia lub wykluczenia z obrotu na rynku regulowanym określonych instrumentów finansowych (art. 20 ust. 2 i 3 u.o.i.f.)[919].

W pewnym zakresie pojęcie inwestora zostało ustalone w art. 132 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., zgodnie z którym za inwestora uważa się osobę fizyczną, osobę prawną albo jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, na rzecz której dom maklerski świadczy jedną z usług w zakresie czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 i ust. 4 pkt 1, z wyłączeniem określonych w dalszej części tego przepisu inwestorów instytucjonalnych. Przywołana definicja ma ograniczone znaczenie, gdyż wprost wskazuje, że ma zastosowanie wyłącznie do przepisów działu V u.o.i.f. poświęconego systemowi rekompensat. Należy stwierdzić, że celem cytowanego przepisu nie jest definiowanie inwestora, tylko wskazanie podmiotów, którym należy się ewentualna rekompensata[920]. Definicja inwestora w tym ujęciu jest węższa od zakresu nazwy „klient". Po pierwsze, inwestorem jest wyłącznie podmiot, na rzecz którego wykonywana jest czynność maklerska *sensu stricto* (z wyjątkiem art. 69 ust. 4 pkt 1 u.o.i.f.), podczas gdy klientem jest podmiot, który korzysta z usług maklerskich zarówno *sensu stricto*, jak i *sensu largo*. Po drugie zaś, pojęcie inwestora z art. 132 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f. jest ograniczone licznymi wyłączeniami o charakterze podmiotowym.

Wobec braku definicji ustawowej, zasadne jest odwołanie się do ustaleń nauk ekonomicznych. W literaturze finansowej inwestorzy określani są jako podmioty, które nabywają papiery wartościowe lub uczestniczą w kontraktach pochodnych[921]. Taka definicja zbliżona jest do potocznego rozumienia tego terminu. Podobnie objaśnia to określenie K.

---

[918] „Rynkiem regulowanym w rozumieniu ustawy jest działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający **inwestorom** powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany"

[919] „W przypadku gdy obrót określonymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi jest dokonywany w okolicznościach wskazujących na możliwość zagrożenia prawidłowego funkcjonowania rynku regulowanego lub bezpieczeństwa obrotu na tym rynku, lub naruszenia interesów inwestorów, Komisja może zażądać od spółki prowadzącej rynek regulowany zawieszenia obrotu tymi papierami lub instrumentami" (ust. 2); „Na żądanie Komisji, spółka prowadząca rynek regulowany wyklucza z obrotu wskazane przez Komisję papiery wartościowe lub inne instrumenty finansowe, w przypadku gdy obrót nimi zagraża w sposób istotny prawidłowemu funkcjonowaniu rynku regulowanego lub bezpieczeństwu obrotu na tym rynku, albo powoduje naruszenie interesów inwestorów" (ust. 3).

[920] P. Zawadzka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,* s. 1288.

[921] J. Czekaj, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki…,* s. 85.

Zacharzewski, nazywając inwestorów „finalnymi nabywcami walorów giełdowych”[922]. Inwestorów w ekonomii odróżnia się od innych podmiotów występujących na rynku kapitałowym – brokerów, którzy pośredniczą w transakcjach między inwestorami oraz dilerów, którzy zajmują się zarówno nabywaniem papierów wartościowych, jak i pośrednictwem[923]. Wydaje się, że w taki ogólny, intuicyjny sposób należy rozumieć pojęcie „inwestora” również na gruncie prawa rynku kapitałowego.

Jak już wcześniej wskazano, klientem jest podmiot, na rzecz którego świadczone są czynności maklerskie. Wobec szerokiego zakresu tych czynności, określonego w art. 69 ust. 2 i 4 u.o.i.f., ustawowo zdefiniowane pojęcie klienta jest bardzo zbliżone do intuicyjne rozumianego terminu „inwestor”. Stąd nie może dziwić, że część doktryny korzysta zamiennie z określeń klient i inwestor[924]. W taki sposób te pojęcia są używane również w niniejszej pracy. Niewątpliwie bowiem, jeśli określony podmiot zawiera z firmą inwestycyjną kontrakt na różnicę, to jednocześnie jest inwestorem (inwestuje swoje środki pieniężne, nabywając instrument finansowy), jak i klientem (na jego rzecz świadczona jest przez firmę inwestycyjną usługa maklerska).

2. Zawieranie kontraktów na różnicę w ramach umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych

2.1. Uwagi wstępne

Przeprowadzone badania empiryczne wykazały, że firmy inwestycyjne działające na rynku Forex zawierają kontrakty na różnicę w ramach umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Stąd, dla odpowiedniego scharakteryzowania problematyki zawierania CFDs konieczne jest odniesienie się do umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Wskazana umowa będzie poniżej omówiona jedynie w zakresie niezbędnym dla oceny sposobu zawierania kontraktów na różnicę. Poruszone zatem zostaną jedynie wybrane problemy odnoszące się do tej umowy.

[922] K. Zacharzewski, *Prawo…,* s. 96.
[923] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 58.
[924] J. Dybiński, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1287-1291; A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…*, s. 209-211.

Przywołana umowa była różnie nazywana przez ustawodawcę na przestrzeni lat. Pod rządami p.p.o.p.w.f.p. nazywano ją mianem „umowy o świadczenie usług maklerskich". Nazwa ta była krytykowana w doktrynie jako myląca. Umowa dotyczyła bowiem jedynie pośrednictwa w obrocie papierami wartościowymi, a sugerowała także objęcie nią innych czynności maklerskich (np. doradztwa inwestycyjnego)[925]. W p.p.o.p.w oraz w początkowym okresie obowiązywania u.o.i.f., wskazana umowa była określana jako „umowa o świadczenie usług brokerskich"[926]. Wreszcie, po wejściu w życie ustawy z dnia 16 września 2011 roku o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw[927], u.o.i.f. posługuje się nazwą „umowa o wykonywanie nabycia lub zbycia instrumentów finansowych".

Także w doktrynie wskazana umowa jest różnie nazywana. A. Chłopecki posługuje się wciąż nazwą „umowa o świadczenie usług brokerskich"[928]. To sformułowanie zostało poddane krytyce przez M. Romanowskiego, według którego używanie terminu „broker" jest zbyt ogólne, a nadto kojarzy się z praktyką ubezpieczeniową. Przywołany autor proponuje własną nazwę – „umowa zlecenia maklerskiego"[929]. Z kolei K. Zacharzewski używa terminu „umowa pośrednictwa giełdowego". Nazwa ta, podobnie jak „umowa zlecenia maklerskiego" nie ma jednak uzasadnienia normatywnego, a może mylnie sugerować, że dotyczy wyłącznie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na rynku giełdowym (obecnie regulowanym)[930]. Z uwagi na niejednolitość poglądów doktryny, w dalszej części pracy omawiana umowa będzie nazywana zgodnie z terminologią ustawy jako „umowa o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych".

Analizowaną umowę reguluje przede wszystkim art. 73 ust. 1 u.o.i.f. Zgodnie z przywołanym przepisem w brzmieniu obowiązującym do 20.04.2018r., w umowie o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych firma inwestycyjna zobowiązuje się do nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy. Obecnie cytowany przepis brzmi „przez wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych rozumie się nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy lub dokonywanie innych czynności wywołujących równoważne skutki, których przedmiotem są instrumenty finansowe". Wskazany przepis został zmieniony w ten sposób, że nie odnosi się już wprost do pojęcia umowy. Czynią do jednak

[925] A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 941-942.
[926] Tamże.
[927] Dz.U. 2011 nr 234 poz. 1391.
[928] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 101.
[929] M. Romanowski [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…*, s. 171-174.
[930] T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Cywilnoprawna ochrona…,* s. 169.

dalsze jednostki redakcyjne tego przepisu (art. 73 ust. 4 u.o.i.f.)[931]. Przytoczona zmiana ma zatem charakter zasadniczo redakcyjny, zaś art. 73 ust. 1 wciąż musi być punktem wyjścia dla analizy omawianej umowy.

W doktrynie zarysował się spór co do tego, czy przedstawiana umowa ma charakter nazwany. Przeciwko temu stanowisku opowiada się M. Romanowski, który wskazuje, że ustawodawca nie uregulował *essentialia negotii* tej umowy, gdyż nie określił przedmiotu zobowiązania inwestora (w postaci zapłaty wynagrodzenia firmie inwestycyjnej)[932]. Autor zaznacza, że nie jest wystarczający w tym zakresie zabieg odesłania do odpowiedniego stosowania przepisów o umowie zlecenia, podobnie jak odesłanie w art. 750 k.c. do stosowania przepisów o umowie zlecenia nie sprawia, że wszystkie umowy o świadczenie usług są umowami nazwanymi[933].

Odmienny pogląd zaprezentował A. Chłopecki. Według tego autora, brak określenia obowiązku zapłaty wynagrodzenia firmie inwestycyjnej nie jest przeszkodą w określeniu umowy jako nazwanej, gdyż zgodnie z art. 73 ust. 5 u.o.i.f., do omawianej umowy stosuje się przepisy o umowie zlecenia – w tym art. 735 § 1 k.c., zgodnie z którym jeżeli ani z umowy, ani z okoliczności nie wynika, że przyjmujący zlecenie zobowiązał się wykonać je bez wynagrodzenia, za wykonanie zlecenia należy się wynagrodzenie[934]. Za tym stanowiskiem opowiedział się także T. Sójka. Przywołany autor argumentuje, że elementy przedmiotowo istotne umowy, decydujące o jej nazwanym charakterze, mogą być przez ustawodawcę określone także przez dookreślenie obowiązków wyłącznie jednej strony umowy[935].

Należy przychylić się do poglądu reprezentowanego przez A. Chłopeckiego i T. Sójkę. Określenie w art. 73 ust. 1 u.o.i.f. jedynie obowiązku firmy inwestycyjnej nie sprawia, że ustawodawca nie określił wszystkich elementów przedmiotowo istotnych tej umowy. Do *essentialia negotii* tej umowy po prostu nie należy zapłata wynagrodzenia. Podobnie została ukształtowana przez przepisy k.c. umowa zlecenia[936]. Jednocześnie zaś w doktrynie nie są podnoszone wątpliwości co do nazwanego charakteru tej umowy.

---

[931] E. Kniaziowska-Bryk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,,* s. 698-699.
[932] M. Romanowski [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 178-180.
[933] Tamże.
[934] A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 942.
[935] T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Cywilnoprawna ochrona…,* s. 167-168.
[936] P. Drapała, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom V. Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa 2017, s. 54; P. Zakrzewski, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV. Zobowiązania. Część szczególna (art. 535-764[9]),* Warszawa 2018, s. 627-628.

Wobec powyższego należy wskazać, że umowa o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych jest umową nazwaną, a do jej elementów przedmiotowo istotnych należy obowiązek nabywania i zbywania instrumentów finansowych na rachunek dającego zlecenie. Stronami umowy są firma inwestycyjna oraz zleceniodawca (klient firmy inwestycyjnej)[937]. Omawiana umowa ma charakter dwustronnie zobowiązujący[938], odpłatny i wzajemny (co do zasady). Nadto, jest to umowa zaliczana do umów obrotu masowego, której postanowienia są kształtowane przez wzorce umowne – tj. regulaminy[939]. Tę ostatnią uwagę potwierdzają przeprowadzone badania empiryczne – wszystkie badane firmy inwestycyjne zawierają umowy o wykonywanie zleceń zbycia i nabycia instrumentów finansowych oraz kontrakty na różnicę w ich wykonaniu w oparciu o uchwalone przez siebie regulaminy[940].

2.2. Konstrukcja umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych

Zawarcie umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych nie nakłada na firmę inwestycyjną obowiązku określonego działania – aktualizuje się on dopiero wówczas, gdy klient złoży odpowiednie zlecenie nabycia/zbycia instrumentu finansowego. Jeśli to zlecenie jest zgodne z zawartą przez strony umową, wówczas firma inwestycyjna ma obowiązek je przyjąć i zrealizować[941]. Wobec powyższego, należy wyróżnić dwie czynności – jedną jest zawarcie umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych, drugą zaś – złożenie zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez klienta. Wskazany podział pośrednio potwierdzony został ustawowo. Zgodnie z art. 73 ust. 4 u.o.i.f., w zakresie nieuregulowanym w ust. 1-2d do umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych - stosuje się odpowiednio

[937] W. Kapica, T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 465.
[938] Odmiennie K. Zacharzewski, który wskazuje, że omawiana umowa w wariancie nieodpłatnym ma charakter jednostronnie zobowiązujący, gdyż klient nie ma obowiązku składać dyspozycji firmie inwestycyjnej, zob. K. Zacharzewski, *Prawo…*, s. 320. Słusznie jednak argumentuje T. Sójka, że nawet w przypadku braku odpłatności na kliencie spoczywają określone obowiązki – zgodnie z odpowiednio stosowanym art. 742 k.c. w zw. z art. 73 ust. 4 pkt 1 u.o.i.f., inwestor powinien zwrócić firmie inwestycyjnej wydatki, które ta poczyniła w celu należytego wykonania zlecenia wraz z odsetkami ustawowymi, a także powinien zwolnić firmę inwestycyjną od zobowiązań, które ta w powyższym celu zaciągnęła w imieniu własnym, zob. T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Cywilnoprawna ochrona…,* s. 170-171.
[939] A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 944.
[940] Taki obowiązek statuuje zresztą § 22 rozporządzenia MF z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych.
[941] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 102.

przepisy ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny dotyczące umowy zlecenia, z wyłączeniem art. 737, zaś do wykonywania zleceń nabycia lub zbycia papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym - stosuje się odpowiednio przepisy ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny dotyczące umowy komisu, z wyłączeniem art. 768 § 3. Ustawodawca zatem przesądził, że do umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych stosuje się odpowiednio przepisy o umowie zlecenia, lecz już do wykonywania zleceń klientów (w obrocie zorganizowanym) – przepisy o umowie komisu.

Powyższe sprawia, że kluczowe dla opisania konstrukcji umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych jest wyjaśnienie, czym jest „zlecenie" klienta i jak wpływa ono na charakter prawny umowy opisanej w art. 73 ust. 1 u.o.i.f. W tym zakresie najistotniejszą kwestią jest odpowiedź na pytanie, czy omawiany kontrakt ma charakter umowy ramowej. Z związku z tym, że umowa ramowa jest w doktrynie pojmowana niejednolicie, niniejsze rozważania trzeba rozpocząć od ustalenia, czym charakteryzuje się umowa ramowa.

Umowa ramowa służy przygotowaniu procesu kontraktowania i zawierania umów definitywnych (realizacyjnych) w przyszłości[942]. Nie ma ona regulacji ustawowej, stąd nie może dziwić, że w piśmiennictwie wyrażone zostały różne poglądy co do minimalnej treści tej umowy. W myśl pierwszej koncepcji, dla uznania umowy za ramową wystarczy, by strony uzgodniły sposób zawarcia przyszłych kontraktów i ich powtarzającą się treść[943]. Natomiast zgodnie z drugim poglądem, koniecznym elementem treści umowy ramowej jest zobowiązanie się stron do zawierania umów realizacyjnych[944]. W literaturze wyrażono również stanowisko pośrednie, wedle którego z umowy ramowej wynika zobowiązanie starannego działania do zawierania umów realizacyjnych[945]. Wydaje się, że najbardziej trafne jest ostatnie z wymienionych zapatrywań, gdyż najpełniej odpowiada funkcji umowy ramowej, jaką jest zagwarantowanie stronom umowy zawierania i wykonywania w przyszłości w sposób ciągły umów określonego rodzaju[946]. Jednocześnie zaś nie nakłada na strony zbyt dużego ryzyka, jakim byłaby ewentualna odpowiedzialność za brak rezultatu, co jest uzasadnione, gdyż na etapie zawierania umowy ramowej nie dookreśla się wszystkich istotnych składników umów

[942] M. Wrzołek-Romańczuk, *Umowa przedwstępna*, Warszawa 1998, s. 29.
[943] Z. Radwański [w:] Z. Radwański (red.), *System Prawa Cywilnego, Prawo zobowiązań – część ogólna*, Wrocław 1981, s. 420-421.
[944] G. Domański, *Umowa ramowa na tle prawa niektórych państw EWG i Polski*, Warszawa 1989, s. 95. W myśl przywołanego poglądu, umowy, które nie przewidują obowiązku kontraktowania, nazywane są umowami normatywnymi.
[945] W. Kocot, *Odpowiedzialność przedkontraktowa*, Warszawa 2013, s. 281-283; podobnie: M. Krajewski, *Umowa przedwstępna*, Warszawa 2002, s. 214-215.
[946] W. Kocot, *Odpowiedzialność…*, s. 279.

realizacyjnych (przede wszystkim rozmiaru przyszłych świadczeń)[947]. W tym ujęciu umowa ramowa zawiera postanowienia w sprawie warunków umów realizacyjnych oraz sposobu ich zawierania, jak i zobowiązanie stron do podejmowania wszelkich rozsądnych działań zmierzających do zawierania tych umów. Tak też umowa ramowa będzie rozumiana na potrzeby dalszych rozważań.

Umowa ramowa wykazuje pewne podobieństwa do umowy przedwstępnej. Oba wymienione kontrakty określają tryb postępowania stron, mają charakter uniwersalny i są wykorzystywane na etapie przygotowania przyszłej transakcji[948]. Najistotniejszą różnicą między nimi jest zaś to, że umowa ramowa nie dookreśla wszystkich elementów treści umów realizacyjnych, zwłaszcza rozmiaru świadczenia, natomiast ważność umowy przedwstępnej zależy od określenia w niej istotnych postanowień umowy przyrzeczonej[949]. Ze wskazaną różnicą wiąże się także odmienny skutek niewywiązania się przez stronę z obowiązku wynikającego z danej umowy. W przypadku umowy przedwstępnej, druga strona umowy może dochodzić wykonania umowy *in natura*, tj. zawarcia umowy przyrzeczonej (art. 390 § 2 k.c.)[950]. Takiej możliwości nie ma strona umowy ramowej, ponieważ treść tej umowy nie zawiera wszystkich elementów przedmiotowo istotnych przyszłych kontraktów wykonawczych[951]. Wobec tego stronie umowy ramowej przysługuje jedynie roszczenie odszkodowawcze. W piśmiennictwie sporne jest ustalenie granic wyżej wskazanego obowiązku odszkodowawczego. Według pierwszego poglądu, jest on ograniczony do tzw. ujemnego interesu umownego, z uwagi na konieczność analogicznego zastosowania art. 390 § 1 k.c. Natomiast stosownie do przeciwnego stanowiska, strona umowy ramowej powinna odpowiadać z tytułu niezachowania należytej staranności na zasadach ogólnych (art. 471 i nast. k.c.)[952]. Należy opowiedzieć się za drugim z wymienionych zapatrywań. Jak trafnie wskazuje W. Kocot, funkcje umowy ramowej i umowy przedwstępnej nie są tożsame. Umowa ramowa nie jest bowiem wyłącznie instrumentem organizującym proces zawierania przyszłych kontraktów wykonawczych, ale również narzędziem chroniącym przed ryzykiem zaniechania lub odmowy współpracy przez stałego kontrahenta[953]. Nie jestem zatem wykluczone, by strona umowy ramowej odpowiadała

[947] Co więcej, jak argumentuje M. Krajewski, gdyby przyjąć, że umowa ramowa rodzi zobowiązanie rezultatu, to mieściłaby się ona w hipotezie art. 389 k.c., zob. M. Krajewski, *Umowa…*, s. 213-215.
[948] M. Wrzołek-Romańczuk, *Umowa…*, s. 29.
[949] M. Krajewski, *Umowa…*, s. 214.
[950] Pod warunkiem, że umowa przedwstępna czyni zadość wymaganiom, od których zależy ważność umowy przyrzeczonej.
[951] M. Wrzołek-Romańczuk, *Umowa…*, s. 30.
[952] W. Kocot, *Odpowiedzialność…*, s. 283-284.
[953] Tamże.

za nienależyte wykonanie swojego zobowiązania w granicach tzw. pozytywnego interesu umownego[954].

Po zarysowaniu jurydycznego kształtu umowy ramowej można przejść do przeglądu zapatrywań doktrynalnych dotyczących konstrukcji umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. W pierwszej kolejności należy przywołać stanowisko A. Chłopeckiego, który stoi na stanowisku, że wspomniana umowa ma charakter umowy ramowej, zaś poszczególne zlecenia klienta stanowią umowy realizacyjne[955]. Według przywołanego autora, firma inwestycyjna ma obowiązek zawarcia umów realizacyjnych, jeśli zlecenie zostanie prawidłowo złożone. Jeżeli zaś firma inwestycyjna nie dopełni swojego obowiązku zawarcia umowy wykonawczej, to, zdaniem A. Chłopeckiego, klientowi służy roszczenie odszkodowawcze[956].

Przytoczone zapatrywanie skrytykował M. Romanowski. Wskazany autor podnosi, że umowa, o której mowa w art. 73 ust. 1 u.o.i.f. ma charakter definitywny, gdyż w chwili jej zawarcia świadczenia stron są określone co najmniej przez wskazanie sposobu, w jaki zostaną ustalone – świadczeniem firmy inwestycyjnej jest przekazanie zlecenia klienta na giełdę, zaś klienta – zapłata wynagrodzenia wynikającego ze wzorca umownego (tzw. tabeli opłat i prowizji)[957]. Nadto, M. Romanowski podnosi, że umowa zlecenia maklerskiego nie pełni funkcji organizacyjnej (co jest celem umowy ramowej), gdyż warunki składania zleceń wynikają z regulaminu ustanawianego przez firmę inwestycyjną, stanowiącego integralną część umowy definitywnej. Autor dodaje, że w przypadku umów ramowych ich stronom nie przysługuje roszczenie o zawarcie umowy realizacyjnej, stąd klient, w razie bezpodstawnej odmowy zrealizowania zlecenia przez firmę inwestycyjną, byłby pozbawiony dostępu do rynku regulowanego, z uwagi na przymus pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Wreszcie, zdaniem M. Romanowskiego, umowy ramowe są tworzone przez uczestników obrotu, jeśli ich stosunki nie są ustawowo uregulowane. Stąd ustawowe określenie umów ramowych byłoby sprzeczne z ich istotą[958].

---

[954] Podobnie: M. Krajewski, *Umowa…*, s. 215.
[955] Podobne stanowisko reprezentują: A. Jakubiec, *Opcja…*, P. Bryłowski, [w:] A. Kidyba (red.), *Pozakodeksowe umowy handlowe*, Warszawa 2018, s. 367; P. Zapadka, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz,* Warszawa 2012, s. 1065.
[956] A. Chłopecki wskazuje, że bardziej dyskusyjne jest istnienie w takiej sytuacji roszczenia o zawarcie umowy wykonawczej. Podkreśla jednak, że nie miałoby ono ekonomicznego znaczenia, zob. A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 943-944.
[957] M. Romanowski [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 191.
[958] Tamże.

Przywołany autor jednoznacznie zanegował więc możliwość uznania omawianej umowy za umowę ramową. Jednocześnie jednak, uznaje on zlecenie kierowane przez klienta do firmy inwestycyjnej za umowę. Wskazuje bowiem: „jeżeli umowa zlecenia przybiera charakter długoterminowej umowy o cechach zbliżających ją do umowy ramowej w tym sensie, że określa warunki składania tzw. zleceń zindywidualizowanych (szczegółowych), np. zlecenia kupna lub sprzedaży w oznaczonym terminie, po oznaczonej cenie konkretnego instrumentu finansowego, wówczas w jej wykonaniu dochodzi do zawierania szczegółowych (wykonawczych, realizacyjnych) umów zlecenia. Dopiero w wykonaniu takich szczegółowych umów zlecenia dochodzi np. do zawierania umów sprzedaży instrumentów finansowych”[959]. Wydaje się zatem, że stanowisko M. Romanowskiego jest zbliżone do poglądu A. Chłopeckiego. Obaj autorzy uznają zlecenie klienta za rodzaj umowy realizacyjnej.

Przeciwko uznaniu umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych za umowę ramową opowiedział się także T. Sójka. W ocenie autora, zobowiązanie do nabywania lub zbywania instrumentów finansowych wynika już z samej umowy o wykonywanie zleceń. Gdyby zaś uznać ją za umowę ramową, wówczas obowiązek wykonania zleceń przez firmę inwestycyjną wynikałby dopiero z poszczególnych umów realizacyjnych[960]. Nadto T. Sójka argumentuje, że koncepcja umowy ramowej wyłącza możliwość dochodzenia zawarcia umowy przez klienta w sytuacji, gdy firma inwestycyjna odmówiłaby zawarcia umowy wykonawczej. Klientowi pozostałoby wówczas wyłącznie roszczenie odszkodowawcze, które mogłoby być ograniczenie tylko do ujemnego interesu umownego przez analogię do art. 390 § 1 k.c[961]. W ocenie T. Sójki, zlecenie kierowane przez klienta do firmy inwestycyjnej jest czynnością prawną kształtującą stosunek prawny między tymi stronami, na mocy którego zostaje doprecyzowane „cząstkowe” świadczenie firmy inwestycyjnej. Autor uznaje przy tym, że zlecenie klienta jest czynnością jednostronną[962].

Także K. Zacharzewski odmawia przyznania umowie o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych charakteru ramowego. Argumentuje, że pośrednik giełdowy nie może samodzielnie podjąć decyzji o zawarciu umowy sprzedaży bez zlecenia klienta, stąd omawiana umowa nie może być źródłem zobowiązania do zawarcia umowy sprzedaży na rachunek klienta[963]. Wskazany autor kwalifikuje tę umowę jako „umowę generalną”, i określa

[959] Tamże.
[960] T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Cywilnoprawna ochrona…,* s. 173-175.
[961] Tamże.
[962] Tamże, s. 172.
[963] K. Zacharzewski *Prawo…*, s. 320-321.

ją mianem „stosunku przygotowawczego". Odmiennie też od pozostałych przedstawicieli doktryny K. Zacharzewski charakteryzuje przedmiot zobowiązania firmy inwestycyjnej. W ocenie autora, nie może być nim zobowiązanie do nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy, gdyż takie zobowiązanie było niemożliwe do wykonania[964]. Po pierwsze K. Zacharzewski wskazuje, że pośrednik nie działa samodzielnie, lecz na zlecenie klienta. Nadto, według autora, pośrednik giełdowy nie ma wpływu na to, czy ostatecznie zawarta zostanie umowa na giełdzie, gdyż to zależy od układu popytu i podaży. Jeśli zlecenie klienta nie uwzględniałoby realiów rynku, to do zawarcia umowy na giełdzie nie doszłoby, co mogłoby prowadzić do uznania, zdaniem przywołanego autora, że pośrednik swojego zobowiązania nie wykonał[965]. W ocenie przywołanego autora, zlecenie (nazywane przez niego dyspozycją) jest czynnością jednostronną[966].

Powyższy przegląd stanowisk prowadzi do wniosku, że w piśmiennictwie funkcjonują bardzo różne poglądy dotyczące konstrukcji umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych. Ostatecznie należy uznać, że omawiana umowa ma charakter ramowy. W jej wykonaniu dochodzi do zawarcia poszczególnych umów realizacyjnych, stanowiących umowy zlecenia zbycia i nabycia instrumentów finansowych. Za tym stanowiskiem przemawia najwięcej argumentów. Najważniejszym z nich jest treść art. 73 ust. 4 u.o.i.f., który w przypadku umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych odsyła do odpowiedniego stosowania przepisów o umowie zlecenia, zaś do wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym – do odpowiedniego stosowania przepisów o umowie komisu. Niedorzeczne byłoby odsyłanie w ramach jednej umowy do stosowania przepisów o umowie zlecenia i o umowie komisu. Ustawa wyraźnie te dwie kwestie odróżnia, stąd należy przyjąć, że do umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (umowa ramowa) trzeba odpowiednio stosować przepisy o zleceniu, zaś do umów realizacyjnych – o umowie komisu.

Co więcej, trudno stwierdzić, by w umowie o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych były określone świadczenia stron. Firma inwestycyjna, zawierając umowę definitywną, zobowiązuje się do zbycia lub nabycia instrumentu finansowego na rachunek klienta. Przed złożeniem zlecenia przez klienta nie jest jednak wiadome, o jakie instrumenty finansowe chodzi i w jakiej ilości. Nadto, nie wiadomo nawet, jaką umowę

[964] Tamże, s. 321-322.
[965] Tamże.
[966] K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1217.

realizacyjną zawrze firma inwestycyjna w wykonaniu omawianej umowy. W zależności od rodzaju instrumentu finansowego będą to bowiem różne umowy. W przypadku nabycia akcji, firma zobowiązuje się do zawarcia umowy sprzedaży akcji. Jednakże już w wypadku kontraktu terminowego, firma inwestycyjna nie zobowiązuje się do zawarcia umowy sprzedaży, lecz nabywa instrument finansowy przez zawarcie kontraktu terminowego[967]. W związku z powyższym na etapie zawarcia umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych firma inwestycyjna może zobowiązać się do zawarcia różnych umów, w zależności od zlecenia klienta. Trudno zatem określić wskazaną umowę jako definitywną.

Nie przekonują też argumenty przedstawicieli piśmiennictwa przeciwko uznaniu umowy z art. 73 ust. 1 u.o.i.f. za umowę ramową. Wbrew stanowisku M. Romanowskiego, umowa o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może pełnić funkcję organizacyjną, gdyż regulamin ustanawiany przez firmę inwestycyjną stanowi w praktyce integralną część omawianej umowy – co wynika wprost z przeprowadzonych badań empirycznych. Nie należy przeceniać też braku możliwości dochodzenia zawarcia przez klienta umowy realizacyjnej – jak słusznie wskazuje A. Chłopecki, nie ma ono sensu ekonomicznego[968]. W świetle wyżej przeprowadzonych ustaleń co do natury umowy ramowej nie można się także zgodzić z T. Sójką, że roszczenie odszkodowawcze klienta, z którym firma inwestycyjna nie zawarła umowy wykonawczej, ograniczałoby się do tzw. ujemnego interesu umownego. Nie przekonuje również argument przywołanego autora, że omawiana umowa statuuje już obowiązek wykonania zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a nie zawarcia umów, z których taki obowiązek wynika. Przez to sformułowanie należy bowiem rozumieć obowiązek zawierania umów realizacyjnych i ich wykonania. Inaczej bowiem trafny byłby opisywany wyżej argument K. Zacharzewskiego, że zobowiązanie wynikające z omawianej umowy jest niemożliwe do wykonania, gdyż klient może nie złożyć żadnego zlecenia, a pośrednik giełdowy nie może działać samodzielnie, bez dyspozycji swojego klienta. Wreszcie, nie jest trafny zarzut K. Zacharzewskiego, zgodnie z którym omawiana umowa nie może być źródłem zobowiązania do zawarcia umowy sprzedaży na rachunek klienta, gdyż pośrednik giełdowy nie podejmuje samodzielnie decyzji o zawarciu umowy sprzedaży bez zlecenia klienta. Właśnie dlatego należy uznać, że omawiana umowa ma charakter ramowy – firma inwestycyjna zobowiązuje się do zawierania umów realizacyjnych i ich wykonywania, nie ma jednak przeszkód by inicjatywa zawarcia umowy realizacyjnej mogła wychodzić tylko

[967] Zob. pkt 2.3. niniejszej pracy.
[968] A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 943-944.

od jednej strony. Tak jest w omawianym przypadku – do zawarcia umów wykonawczych zawsze dochodzi w wyniku oferty składanej przez klienta.

Nadto, choć konstrukcja umowy ramowej nie ma wyraźnej podstawy normatywnej, to jest ona powszechnie stosowana w praktyce obrotu. Mimo różnych ocen tej umowy w doktrynie, koncepcja umowy ramowej jest powszechnie zrozumiała. Tymczasem wyżej przedstawione propozycje doktrynalne, by umowę o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych traktować jako umowę definitywną, nie są intuicyjne. Według M. Romanowskiego omawiana umowa nie ma charakteru ramowego, choć zlecenia nabycia/zbycia poszczególnych mają charakter umów wykonawczych. Wobec powyższego zasadne jest pytanie, na czym polega różnica między koncepcją przedstawioną przez M. Romanowskiego, a uznaniem omawianej umowy za umowę ramową. Tomasz Sójka przedstawia skomplikowaną koncepcję umowy definitywnej ze „świadczeniem cząstkowym", które jest doprecyzowane przez jednostronną czynność prawną, jaką jest zlecenie klienta. Odstępuje tym samym od tradycyjnego rozumienia zlecenia, które wiąże się z zawarciem umowy zlecenia[969]. W tym sensie używane jest sformułowanie „zlecenie" w k.c. Ustawa traktuje o „przyjmującym zlecenie" i „dającym zlecenie" (art. 734 k.c.), przyjęciu zlecenia (art. 736 k.c.), „wykonaniu zlecenia" (art. 740 k.c.). Biorąc pod uwagę, że te same sformułowania na gruncie tej samej gałęzi prawa należy rozumieć tak samo, trzeba wskazać, że zlecenia klientów rozumiane być powinny jako umowy zlecenia zawierane między firmami inwestycyjnymi a ich klientami, a nie jako czynności jednostronne.

Natomiast K. Zacharzewski określa umowę o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych określeniami „umowa generalna" i „stosunek przygotowawczy", które w niewielkim stopniu wyjaśniają konstrukcję tej umowy. Nie można się także zgodzić z tym, że przedmiotem zobowiązania firmy inwestycyjnej w omawianej umowie nie może być wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, gdyż takie zobowiązanie byłoby niemożliwe do wykonania. Po pierwsze, korzystając z konstrukcji umowy ramowej trzeba stwierdzić, że „wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych" zakłada zobowiązanie do zawierania umów realizacyjnych i ich wykonywania. Wobec powyższego nie jest istotne, że klient może takich dyspozycji nie składać, gdyż firma inwestycyjna pozostaje w gotowości do przyjęcia zlecenia (zawarcia umowy wykonawczej) i jego zrealizowania (wykonania umowy wykonawczej). Tak jak wyżej wskazano, konstrukcja

[969] M. Romanowski [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 173-174.

umowy ramowej nie stoi na przeszkodzie takiemu ukształtowaniu stosunku prawnego, w którym tylko jedna strona (w tym przypadku klient) będzie mogła składać oferty zawarcia umów realizacyjnych. Nie ma też znaczenia, że to, czy dojdzie do zawarcia umowy na giełdzie zależy od układu sił popytu i podaży – zobowiązanie pośrednika ma bowiem charakter starannego działania[970]. Zatem brak zawarcia umowy wskutek niewłaściwej dyspozycji klienta nie sprawia, że firma inwestycyjna nie wykonała swojego zobowiązania.

Wreszcie, koncepcja umowy ramowej akceptowana jest w praktyce obrotu. Jak wynika z przeprowadzonych badań empirycznych, trzy na pięć badanych firm inwestycyjnych, które oferują zawieranie kontraktów na różnicę, wprost określa umowy o wykonanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych jako umowy ramowe. Nie oznacza to przy tym, że w dwóch pozostałych przypadkach firmy inwestycyjne stanęły na przeciwnym stanowisku – w tych przypadkach charakter prawny umów nie został przez nie określony.

Wobec powyższego należy stwierdzić, że umowa o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych ma charakter ramowy. Należy do niej odpowiednio stosować przepisy o umowie zlecenia. W jej wykonaniu, strony omawianej umowy zawierają umowy realizacyjne – tj. umowy zlecenia nabycia lub zbycia konkretnych instrumentów finansowych. Do umów realizacyjnych zlecających nabycie instrumentów w obrocie zorganizowanym trzeba odpowiednio stosować odpowiednio przepisy o umowie komisu.

2.3. Zlecenie nabycia lub zbycia instrumentu finansowego a zlecenie zawarcia kontraktu na różnicę

Powyższe ogólne uwagi dotyczące umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych należy w tym miejscu odnieść do zasadniczego przedmiotu rozważań w niniejszej pracy, tj. do kontraktów na różnicę. Z racji na to, że CFDs są instrumentami pochodnymi, a co za tym idzie wykazują znaczącą odmienność od innych instrumentów finansowych (zwłaszcza papierów wartościowych), zastosowanie do nich konstrukcji umowy o wykonanie nabycia lub zbycia instrumentów finansowych nie jest intuicyjne i wymaga komentarza.

[970] T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Cywilnoprawna ochrona…,* s. 174.

Przede wszystkim należy zadać pytanie, jak pogodzić umowną naturę instrumentów pochodnych, w tym w szczególności kontraktu na różnicę, z tym, że do ich zawarcia dochodzi w ramach umowy o wykonywanie zleceń „nabycia lub zbycia" takich derywatów.

Zasadność postawionego pytania potwierdzają wyniki badań empirycznych, przedstawione w poprzednim rozdziale. Z badań wynika, że wszystkie firmy inwestycyjne oferujące zawieranie transakcji CFDs czynią to w oparciu o umowę o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych. Badane wzorce umowne przy tym wprowadzają pewien zamęt terminologiczny – z jednej strony najczęściej definiują CFDs jako wprost umowy lub w oparciu o sformułowania typowe dla umów, z drugiej zaś – traktują o „nabyciu/zbyciu", „kupnie/sprzedaży", jak gdyby kontrakty na różnicę były przedmiotem obrotu.

Na problem nieadekwatności umowy o wykonanie nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w przypadku instrumentów pochodnych zwrócił uwagę A. Chłopecki. Przywołany autor na gruncie p.p.o.p.w. wyraził pogląd, że umowa o świadczenie usług brokerskich nie ma zastosowania do transakcji terminowych. W ocenie autora, sprzeciwia się temu odpowiednie stosowanie do wykonywania zleceń klientów przepisów o umowy komisu. Jak wskazuje bowiem przywołany autor, dom maklerski w wykonaniu zlecenia nie nabywa/zbywa określonego prawa, a zobowiązuje się do wykonania, po określonym czasie, pewnych świadczeń[971].

Natomiast już na gruncie u.o.i.f. A Chłopecki podniósł, że „jakkolwiek praktyka stosowania umowy o świadczenie usług brokerskich może być z powodzeniem stosowana w przypadku praw pochodnych, w których zidentyfikować można emitenta (np. warranty), o tyle już w przypadku transakcji terminowych stosowanie przepisów umowy komisu i „nabywanie" kontraktów terminowych to pojęcia niemające uzasadnienia"[972].

Inny pogląd prezentuje K. Zacharzewski. W jego ocenie, na giełdzie zawierane są wyłącznie umowy sprzedaży zdematerializowanych instrumentów finansowych, niezależnie od tego, czy owe instrumenty są papierami wartościowymi (np. akcje, obligacje), czy instrumentami pochodnymi (kontrakty terminowe, opcje)[973]. W tym ujęciu zatem nie pojawi się zagadnienie, w jaki sposób można zlecić „nabycie" lub „zbycie" umowy, gdyż instrumenty pochodne (zatem także i kontrakty na różnicę) byłyby przedmiotem obrotu jako

[971] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 261-262.
[972] A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 958.
[973] K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1096-1098; K. Zacharzewski, *Prawo…*, s. 271.

zdematerializowane instrumenty finansowe. Powyższe wynika z przyjęcia przez cytowanego autora oryginalnej koncepcji waloru giełdowego jako prawa podmiotowego wpisanego na rachunek. Zgodnie z przywołanym poglądem, pojęcie waloru giełdowego obejmuje zarówno tradycyjne papiery wartościowe, jak i instrumenty pochodne[974]. Wobec przyjęcia jednorodności waloru giełdowego, K. Zacharzewski konstatuje, że na giełdzie dochodzi do umowy sprzedaży instrumentów finansowych, niezależnie od tego, czy są nimi instrumenty kasowe (akcje, obligacje), czy terminowe (kontrakty terminowe, opcje)[975].

Z przywołanym stanowiskiem K. Zacharzewskiego nie można się zgodzić. Instrumenty pochodne, takie jak kontrakty na różnicę, są także umowami. Wyprzedzając nieco tok rozważań należy stwierdzić, że wskutek zawarcia kontraktu na różnicę (podobnie kontraktu *futures* na giełdzie), każda ze stron nabywa roszczenie warunkowe o wypłatę różnicy w cenie instrumentu bazowego między chwilą zawarcia a wygaśnięcia transakcji[976]. Roszczenie to będzie mogło być realizowane, jeśli cena aktywu bazowego zmieni się zgodnie z przewidywaniami określonej strony. Jednocześnie jednak każda ze stron zaciąga zobowiązanie – jeśli nastąpi niekorzystny dla niej wzrost/spadek wartości instrumentu bazowego, będzie musiała zapłacić drugiej stronie różnicę w tej cenie. Koncepcja K. Zacharzewskiego pomija, że po każdej ze stron kontraktu na różnicę (czy giełdowego kontraktu futures) istnieje dług. Nabycie instrumentu finansowego w postaci kontraktu na różnicę nie może zatem polegać na kupnie prawa podmiotowego (w postaci roszczenia o zapłatę różnicy w cenie aktywu bazowego), gdyż wówczas posiadacz takiego prawa podmiotowego nie byłby jednocześnie zobowiązany. Należy zaś odróżnić prawo podmiotowe od, skorelowanego z nim często, obowiązku[977]. W doktrynie, mimo rozmaitych wątpliwości i sporów, ustalono katalog praw podmiotowych, do których należy zaliczyć: prawa podmiotowe bezpośrednie, roszczenia oraz prawa kształtujące[978]. Stąd może budzić wątpliwości wypowiedź przywołanego autora, który omawiając konsekwencje „zamknięcia pozycji" wyjaśnia, że „prawo podmiotowe (wierzytelność albo dług) przysługujące osobie pozostającej na pozycji wygasa i ulega umorzeniu przez wpis na rachunek"[979].

Trudno także w ramach koncepcji prezentowanej przez K. Zacharzewskiego zindywidualizować strony umowy sprzedaży, tzn. określić, kto jest sprzedawcą, a kto

[974] K. Zacharzewski, *Prawo…*, s. 226-227.
[975] Tenże, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1096-1098.
[976] Zob. rozdział V pkt 4.3.
[977] Z. Radwański, *Prawo cywilne…,*, s. 83.
[978] A. Wolter, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 1977, s. 121-124.
[979] K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1102.

kupującym. W wyniku zawarcia kontraktu na różnicę (czy innego instrumentu pochodnego), każda ze stron nabywa prawo warunkowe, które będzie skuteczne, jeśli dana strona przewidzi trafnie kierunek zmian cen instrumentu bazowego. Każda transakcja musiałaby zatem składać się z dwóch umów sprzedaży, tak, by każda strona nabyła określone roszczenie warunkowe.

Wreszcie, do *essentialia negotii* umowy sprzedaży należy cena, czego wymaga ekwiwalentność umowy sprzedaży[980]. W umowie sprzedaży opiewającej na instrument pochodny ceny zaś nie sposób określić. Nie można uznać, by ceną była suma rozliczenia transakcji, ponieważ mogłoby dojść do sytuacji, w których cena nigdy nie byłaby zapłacona. Przykładowo: podmiot A zawiera z B kontrakt na różnicę na cenę złota, przy czym A zajmuje długą pozycję, tzn. gra na wzrost aktywu bazowego. W tym momencie A wpłaca jedynie depozyt zabezpieczający, który jest pewnym ułamkiem wartości całej transakcji. Podmiotowi A przysługuje roszczenie (prawo podmiotowe) o wypłatę różnicy w cenie złota, jeśli od momentu zawarcia transakcji do jej wygaśnięcia wartość złota wzrośnie. Jeżeli jego przewidywania okażą się słuszne, będzie mógł żądać od B zapłaty określonej kwoty. Choć nabył w wyniku zawarcia kontraktu na różnicę określone prawo podmiotowe, to nie sposób wskazać ceny, bowiem nikomu nic nie zapłacił i nie zapłaci, gdyż ruch cen złota okazał się być dla niego pomyślny.

Wobec powyższego nie można zaakceptować omówionej powyżej koncepcji „sprzedaży instrumentów terminowych". Trudno też zgodzić się z poglądem A. Chłopeckiego, który wykluczył możliwość stosowania umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do większości instrumentów pochodnych (z wyjątkiem praw pochodnych). To zapatrywanie nie ma bowiem oparcia normatywnego. Należy przypomnieć, że kontrakt na różnice (i inne instrumenty pochodne) są na gruncie u.o.i.f. uważane za instrumenty finansowe. Skoro zaś art. 73 u.o.i.f. traktuje ogólnie o nabyciu i zbyciu instrumentu finansowego, to nie ma podstaw do wyłączania z tego zakresu derywatów. Pozostawałoby to bowiem w sprzeczności z zasadą *lege non distinguente*. Co więcej, byłoby to także niezgodne z praktyką rynkową, gdyż, jak już wcześniej wskazano, firmy inwestycyjne powszechnie stosują omawianą umowę do zawierania instrumentów pochodnych takich jak CFDs.

Wydaje się, że problem zlecenia na rynku kapitałowym „nabycia i zbycia" instrumentów finansowych stanowiących derywaty można wytłumaczyć odmiennie, niż czyni to K. Zacharzewski, a jednocześnie nie wyłączając korzystania z umowy o wykonywanie zleceń

[980] W.J. Katner, [w:] J. Rajski (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 7…,* s. 59.

nabycia i zbycia instrumentów finansowych w przypadku derywatów, co z kolei proponuje A. Chłopecki. Jak wyjaśniono w rozdziale II, instrumenty pochodne mają podwójną naturę. Z jednej strony są umowami, które kreują określone prawa. Z drugiej zaś strony art. 3 pkt 28a u.o.i.f. kwalifikuje instrumenty pochodne jako prawa majątkowe[981]. W przypadku kontraktów na różnicę tymi prawami będą roszczenia warunkowe. Zawarcie umowy realizacyjnej w wykonaniu umowy ramowej o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów pochodnych zobowiązuje firmę inwestycyjną do nabycia instrumentu pochodnego, tj. określonego prawa majątkowego (roszczenia warunkowego). Co oczywiste, nabycie roszczenia może być nastąpić nie tylko przez zawarcie umowy sprzedaży, ale wielu innych umów. W omawianym przypadku byłaby to umowa określana mianem „kontraktu na różnicę", która kreuje roszczenie warunkowe stanowiące w tym przypadku przedmiot zlecenia.

Innymi słowy, mechanizm wykonywania umowy zlecenia maklerskiego i związanych z nią umów realizacyjnych w przypadku kontraktów na różnicę jest następujący: klient w wykonaniu umowy ramowej zleca nabycie kontraktu na różnicę (roszczenia warunkowego stanowiącego instrument finansowy – pochodny), zaś firma inwestycyjna w wykonaniu zlecenia klienta zawiera kontrakt na różnicę będący umową. W wyniku tej umowy powstaje po każdej ze stron umowy roszczenie, będące instrumentem finansowym w rozumieniu u.o.i.f. Natomiast zlecenie zbycia kontraktu na różnicę to *de facto* zlecenie wykonania CFD, tzn. zamknięcia pozycji i rozliczenia transakcji.

Taki sposób rozumienia zawierania umów stanowiących derywaty ma także potwierdzenie w wykładni historycznej. Jak wykazano w rozdziale I, już w XIX wieku powszechnie na giełdach europejskich zawierano umowy odpowiadające dzisiejszym kontraktom terminowym i opcjom, przy czym kwalifikowano je jako odrębne umowy, nie utożsamiając z umowami sprzedaży[982].

Może się zdawać, że przepisy u.o.i.f. przemawiają przeciwko powyższemu stanowisku wyjaśniającemu konstrukcję zawierania kontraktów na różnicę. Nakazują one, jak już wcześniej wskazano, do umów realizacyjnych zawieranych w wykonaniu umowy ramowej o wykonywanie zleceń zbycia i nabycia instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym stosować odpowiednio przepisy o umowie komisu[983]. Przytoczone odesłanie nawiązuje do jednej z tradycyjnych funkcji umowy komisu, jaką było zlecanie pośrednikowi nabycia lub

[981] Które to prawa wynikają z umów nazywanych instrumentami pochodnymi, zob. rozdział II pkt 2.3-2.4.
[982] Zob. rozdział I pkt 4.4.
[983] Art. 73 ust. 4 pkt u.o.i.f.

zbycia papierów wartościowych na giełdzie. Przy pomocy umowy komisu dochodziły do skutku umowy zawierane na giełdzie w okresie międzywojennym[984]. Zgodnie z art. 581 k.h., przedmiotem umowy komisu mogło być nie tylko zlecenia kupna/sprzedaży rzeczy ruchomej, ale także papieru wartościowego[985]. Skoro także współcześnie do zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych należy stosować odpowiednio przepisy o komisie, należy zadać pytanie, czy nie wyłącza to możliwości zawierania w wykonaniu tego zlecenia innych umów niż umowy sprzedaży.

Na wyżej postawione pytanie trzeba odpowiedzieć przecząco. Zgodnie bowiem z art. 73 ust. 6 u.o.i.f., do wykonywania w obrocie zorganizowanym przez firmę inwestycyjną zleceń nabycia lub zbycia na rachunek klienta niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych stosuje się odpowiednio przepisy ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny dotyczące umowy komisu, z wyłączeniem art. 768 § 3, o ile konstrukcja tych instrumentów finansowych umożliwia zastosowanie tych przepisów. Ustawodawca przewidział zatem, że nie do wszystkich instrumentów finansowych można stosować, nawet odpowiednio, konstrukcję umowy komisu. Nie ma więc, *de lege lata*, przeszkód do uznania, że wykonanie zlecenia nabycia instrumentu finansowego w postaci kontraktu na różnicę (roszczenia warunkowego) następuje przez zawarcie umowy kontraktu na różnicę. Powyższa uwaga ma rzecz jasna zastosowania także do innych derywatów. Cytowany przepis jest także argumentem przeciwko opisywanej wyżej koncepcji K. Zacharzewskiego. Jeśli bowiem można byłoby zawierać umowy sprzedaży opiewające na instrumenty pochodne, to nie miałoby sensu przywołane ograniczenie w stosowaniu przepisów umowy komisu do umów zlecających zawarcie takich umów sprzedaży. Nic nie stałoby wówczas na przeszkodzie, by stosować przepisy o umowie komisu do zlecenia nabycia instrumentów pochodnych. Przytoczony przepis nie miałby wówczas sensu. Przywołaną interpretację K. Zacharzewskiego należy zatem odrzucić także z tego powodu, że byłaby sprzeczna z domniemaniem racjonalnego ustawodawcy.

[984] S. Woyzbun, *Giełda…*, s. 139.
[985] W k.c. ograniczono zakres umowy komisu jedynie do rzeczy ruchomych. Należy przypomnieć, że uchwalenie k.c. nastąpiło w okresie gospodarki uspołecznionej, kiedy obrót papierami wartościowymi nie miał znaczenia gospodarczego, zob. A. Szpunar, [w:] S. Grzybowski (red.), *System Prawa Cywilnego, Prawo zobowiązań – część szczegółowa*, Wrocław 1976, s. 42; A. Ohanowicz, J. Górski, *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Poznań 1956, s. 134.

2.4. Wykonywanie zleceń nabycia/zbycia (zawarcia) kontraktów na różnicę

Wobec wcześniejszych uwag należy stwierdzić, że w przypadku kontraktów na różnicę zlecenie nabycia takiego instrumentu finansowego oznacza zlecenie zawarcia kontraktu na różnicę na rachunek klienta. Zawarcie kontraktu na różnicę następuje zatem w wyniku wykonania zawartej umowy zlecenia (umowy realizacyjnej) między klientem a firmą inwestycyjną. W tym miejscu to wykonanie należy bliżej scharakteryzować.

2.4.1. Wykonywanie zleceń nabycia/zbycia instrumentów finansowych w ogólności

W obecnym stanie prawnym wykonanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez firmę inwestycyjną może nastąpić na dwa sposoby – albo firma inwestycyjna nabywa/zbywa instrumenty finansowe na rachunek zleceniodawcy (art. 73 ust. 1 u.o.i.f.) albo sama zawiera na własny rachunek umowę kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych (art. 73 ust. 2 u.o.i.f.). Przywołane sposoby odpowiadają dwóm tradycyjnym rolom, jakie profesjonalista może odgrywać na rynku giełdowym – brokera oraz dilera[986].

W przypadku wykonywania działalności brokerskiej, firma inwestycyjna działa jako pośrednik, zatem nabywa lub zbywa instrumenty finansowe na rachunek dającego zlecenie. Jeśli wykonuje zlecenia w obrocie zorganizowanym, wówczas firma inwestycyjna działa jako zastępca pośredni, tzn. zawiera umowę w imieniu własnym, lecz na rzecz klienta. Powyższe wynika z faktu, że do wykonywania zleceń w obrocie zorganizowanym stosuje się odpowiednio przepisy o umowie komisu[987]. Natomiast w sytuacji, gdy zlecenie klienta wykonywane jest poza obrotem zorganizowanym (np. przy zawieraniu kontraktów na różnicę), wówczas przepisy u.o.i.f. nie precyzują, w jakiej roli ma występować pośrednik – firma inwestycyjna. Należy uznać, że może być zarówno zastępcą bezpośrednim, jak i pośrednim[988].

Firma inwestycyjna nie ma przy tym swobody w wykonywaniu zleceń klienta, w szczególności nie może odstąpić od wskazanego przez dającego zlecenie sposobu wykonania zlecenia. Taki wniosek wypływa z faktu, że wprawdzie do umowy o wykonywanie zlecenia

[986] J. Dybiński, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5C…,* s. 881-882.
[987] P. Wajda, M. Wierzbowski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,* s. 699.
[988] Tamże.

nabycia lub zbycia stosuje się odpowiednio przepisy o umowie zlecenia, jednak z wyłączeniem art. 737 k.c., który stanowi, że przyjmujący zlecenie może bez uprzedniej zgody dającego zlecenie odstąpić od wskazanego przez niego sposobu wykonania zlecenia, jeżeli nie ma możności uzyskania jego zgody, a zachodzi uzasadniony powód do przypuszczenia, że dający zlecenie zgodziłby się na zmianę, gdyby wiedział o istniejącym stanie rzeczy[989]. Tożsamy efekt uzyskuje ustawodawca stanowiąc, że do umów realizacyjnych w obrocie zorganizowanym stosuje się przepisy o umowie komisu, jednak z wyłączeniem art. 768 § 3 k.c[990].

Drugą, szczególną, formą wykonania zlecenia klienta jest dokonanie przez firmę inwestycyjną transakcji na własny rachunek. Działając w ten sposób, firma inwestycyjna wychodzi z roli pośrednika i staje się dilerem[991]. Wskazana konstrukcja została opisana w art. 73 ust. 2 u.o.i.f., zgodnie z którym wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może również polegać na zawieraniu przez firmę inwestycyjną na własny rachunek umów kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych ze zleceniodawcą lub na przyjmowaniu zapisów na emitowane lub wystawiane przez tę firmę inwestycyjną instrumenty finansowe.

Przywołany przepis nawiązuje do koncepcji przeniesienia aktywów między komisantem a komitentem[992]. Taka konstrukcja wprost uregulowana była w art. 593 § 1 k.h., zgodnie z którym komis zakupu lub sprzedaży towarów, mających cenę giełdową lub urzędowo ustaloną cenę targową, może komisant, jeżeli mu tego komitent nie zabronił, wykonać także w ten sposób, iż podejmuje się sam dostarczyć towar, który miał zakupić, albo kupić dla siebie towar, który miał sprzedać. W doktrynie międzywojennej przedstawiona sytuacja określana była mianem „samoumowy”[993]. Komisant, przez złożenie stosownego oświadczenia, stawał się stroną umowy sprzedaży z komitentem, nie tracił jednak przy tym prawa do prowizji[994]. Od momentu złożenia oświadczenia przez komisanta, stosunek komisu wygasał jako wykonany, a w jego miejsce powstawał stosunek z umowy sprzedaży[995]. Zgoda komitenta nie była wymagana, choć przy zawarciu umowy komisu mógł zastrzec, że wyłącza zastosowanie art. 593 § 1 k.h[996]. Co istotne, cytowany przepis miał zastosowanie tylko w przypadku nabycia lub

[989] W. Kapica, T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Obrót…*, s. 465.
[990] Słusznie to „podwójne wyłącznie” krytykuje A. Chłopecki, zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 102-103.
[991] K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1222.
[992] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 106.
[993] A. Kon, *Kodeks handlowy. Komentarz*, Warszawa 1934, s. 241.
[994] M. Allerhand, *Kodeks…*, s. 882, 887.
[995] T. Dziurzyński, Z. Fenichel, M. Honzatko, *Kodeks handlowy. Komentarz. Tom II,* Kraków 1936, s. 913-914.
[996] J. Namitkiewicz, *Kodeks handlowy…*, s. 197.

zbycia towaru posiadającego cenę giełdową lub urzędowo ustaloną cenę targową – wskazane ograniczenie chroniło komitentów przed ewentualnymi nadużyciami komisantów w zakresie przyjmowanych cen kupna/sprzedaży[997].

Obecnie, w przepisach k.c. poświęconych umowie komisu nie ma normy analogicznej do wyrażonej w art. 593 § 1 k.h. Stąd w literaturze zaprezentowano pogląd, że wejście komitenta w miejsce kupującego/sprzedawcy nie jest, *de lege lata*, dopuszczalne[998]. Przedstawiciele doktryny argumentują, że komisant ma obowiązek maksymalnej dbałości o interes klienta, a koncepcja „samoumowy" stwarza ryzyko nadużyć[999]. W ocenie A. Szpunara, także klauzulę umowną, która by taką konstrukcję przewidywała, należy uznać za nieważną[1000]. W piśmiennictwie przy tym wskazuje się, że nie jest wykluczone zastosowanie nowacji, wskutek której strony doprowadziłyby do wygaśnięcia stosunku komisu i zawarcia umowy sprzedaży[1001]. Prowadziłoby to do skutku tożsamego ze wstąpieniem komisanta do umowy sprzedaży. Przeciwne stanowisko zajął K. Zacharzewski, według którego, w obecnym stanie prawnym, nie ma przeszkód dla stosowania omawianej konstrukcji[1002].

Wzmiankowany wyżej spór o dopuszczalność konstrukcji tzw. ściętego stosunku komisowego w odniesieniu do ogółu stosunków komisowych nie ma bezpośredniego przełożenia na kwestię dopuszczalności zawarcia na skutek zlecenia klienta przez firmę inwestycyjną umowy na własny rachunek z tym klientem. Na gruncie prawa rynku kapitałowego bowiem istnieje bowiem ku temu wyraźna, szczególna podstawa normatywna, a mianowicie cytowany art. 73 ust. 2 u.o.i.f. W braku jednak odpowiedniej regulacji prywatnoprawnej nie sposób uznać, by stosunek zlecenia (umowa realizacyjna) mógł automatycznie przekształcić się w umowę nabycia/zbycia instrumentu finansowego, w taki sposób, jak pod rządami art. 593 k.h. umowa komisu przekształcała się w umowę sprzedaży. Stąd trzeba przyjąć, że wykonanie przez firmę inwestycyjną umowy zlecenia nabycia lub zbycia instrumentu finansowego na swój rachunek wymaga dokonania odrębnej czynności prawnej, stanowiącej czynność z samym sobą.

---

[997] Tenże, *Przemysł i handel a prawo. Popularny zarys prawa handlowego, wekslowego, czekowego i przemysłowego,* Łódź 1948, s. 114.
[998] Zob. J. Frąckowiak [w:] J. Rajski (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 7…,* s. 958-959 i przywołaną tam literaturę.
[999] A. Kędzierska-Cieślak, *Komis. Zagadnienia cywilnoprawne*, Warszawa 1973, s. 76.
[1000] A. Szpunar, [w:] S. Grzybowski (red.), *System Prawa Cywilnego, Prawo zobowiązań – część szczegółowa…,* s. 659; podobnie: J. Frąckowiak [w:] J. Rajski (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 7…,* s. 959.
[1001] A. Kędzierska-Cieślak, *Komis…*, s. 79; podobnie: A. Szpunar, [w:] S. Grzybowski (red.), *System Prawa Cywilnego, Prawo zobowiązań – część szczegółowa*…, s. 659.
[1002] K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1222-1223.

Biorąc pod uwagę powyższe, należy uznać, że mechanizm wykonywania zlecenia w oparciu o art. 73 ust. 2 u.o.i.f. jest następujący: firma inwestycyjna zawiera umowę zlecenia ze swoim klientem. Nie jest ono realizowane w obrocie zorganizowanym, toteż nie stosuje się do niego przepisów o umowie komisu. Należy przy tym uznać, że są to umowy zlecenia i zastosowanie do nich wprost mają przepisy art. 734-751 k.c[1003]. Wobec tego, zlecenie klienta obejmuje umocowanie do wykonania czynności w imieniu dającego zlecenie (art. 734 § 2 k.c.), zatem firma inwestycyjna działa jako zastępca bezpośredni. W takim razie, zawarcie umowy w wykonaniu zlecenia ze sobą byłoby czynnością, o której mowa w art. 108 k.c. Stosownie do przywołanego przepisu, pełnomocnik nie może być drugą stroną czynności prawnej, której dokonywa w imieniu mocodawcy, chyba że co innego wynika z treści pełnomocnictwa albo że ze względu na treść czynności prawnej wyłączona jest możliwość naruszenia interesów mocodawcy. Stąd słusznie wskazuje E. Knaziowska-Bryk, że dla wykonywania zleceń w taki sposób konieczna jest uprzednia zgoda klienta[1004]. Niewątpliwie bowiem realizowanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych na własny rachunek przez firmę inwestycyjną rodzi ryzyko naruszenia interesu klienta. Konkludując, wykonanie zlecenia w trybie art. 73 ust. 2 u.o.i.f. polega na zawarciu przez firmę inwestycyjną umowy z samym sobą, na co klient musi wyrazić wcześniej zgodę.

2.4.2. Wykonywanie zleceń nabycia/zbycia kontraktów na różnicę

W tym miejscu należy przejść do wykonywania zleceń nabycia/zbycia kontraktów na różnicę. Jak już wcześniej ustalono, są to po prostu zlecenia zawarcia kontraktów na różnicę. Dwa wyżej opisane sposoby realizacji zleceń klientów przez firmę inwestycyjną w ogólności odpowiadają dwóm sposobom wykonywania zleceń zawarcia kontraktu na różnicę. Jeśli firma inwestycyjna działa w modelu „market maker", wówczas zlecenia będzie realizowała samodzielnie, stając się drugą stroną kontraktu na różnicę. Natomiast gdy firma inwestycyjna funkcjonuje jako pośrednik, wówczas zawiera kontrakt na różnicę z wybranym dostawcą

[1003] Nadto, podstawą do odpowiedniego zastosowania przepisów o umowie zlecenia jest art. 73 ust. 4 pkt 1 u.o.i.f., który stanowi, że do umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (umowy ramowej) - stosuje się odpowiednio przepisy ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny dotyczące umowy zlecenia, z wyłączeniem art. 737.

[1004] E. Kniaziowska-Bryk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I...,,* s. 699-700.

płynności w imieniu własnym, lecz na rachunek swojego klienta. W takim przypadku klient nie jest stroną kontraktu na różnicę.

W pierwszej kolejności trzeba omówić model „pośredniczy" funkcjonowania firmy inwestycyjnej (brokera Forex), jako, że jest on bliższy tradycyjnym czynnościom wykonywanym przez pośrednika giełdowego. Należy jednak wskazać, że badania empiryczne wykazały, iż jest to rzadszy sposób zawierania transakcji CFDs na rynku Forex. W przywołanej sytuacji firma inwestycyjna najpierw zawiera umowę ramową o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a następnie w jej wykonaniu umowy zlecenia zawarcia kontraktów na różnicę na rachunek klienta.

W tym miejscu pojawia się problem charakteru relacji między klientem, a firmą inwestycyjną oraz rodzaju pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Trzeba przypomnieć, że kontrakty na różnicę zawierane są na rynku Forex, zatem poza obrotem zorganizowanym. Nie ma więc dla umów zlecenia zawarcia tych kontraktów zastosowania art. 73 ust. 4 pkt 2 u.o.i.f., nakazujący odpowiednie stosowanie przepisów o umowie komisu. Oznacza to, że do omawianej umowy winno się stosować wprost przepisy o umowie zlecenia. W przypadku zlecenia, regułą jest, że zleceniobiorca działa w charakterze zastępcy bezpośredniego[1005]. W takim przypadku kontrakt na różnicę zawierany byłby przez firmę inwestycyjną w imieniu dającego zlecenie. Stronami zawartego CFD byliby zatem klient oraz podmiot trzeci (dostawca płynności). Wówczas jednak pojawia się problem – dlaczego firma inwestycyjna ma określone uprawnienia w stosunku do klienta (np. żądanie uzupełnienia depozytu zabezpieczającego), skoro nie jest stroną kontraktu na różnicę? Co więcej, jak wykazały przeprowadzone badania empiryczne, firmy inwestycyjne mogą przymusowo zamknąć pozycję klienta, tzn. doprowadzić do wygaśnięcia kontraktu na różnicę i jego rozliczenia. Trudno byłoby to jurydycznie wyjaśnić, przyjmując, że nie są stronami tych umów.

Przedstawiony problem może być rozwiązany przy pomocy koncepcji A. Chłopeckiego, wyrażonej w odniesieniu do giełdowych kontraktów *futures*. W ocenie autora, klient firmy inwestycyjnej nie zawiera z firmą inwestycyjną umowy zlecenia zawarcia kontraktu *futures*, tylko bezpośrednio kontrakt *futures*, a następnie firma inwestycyjna identyczny kontrakt *futures* zawiera na giełdzie[1006]. Jak wskazuje A. Chłopecki, przemawia za tym poglądem fakt, że jedynie domy maklerskie mają prawo żądać od klientów uzupełnienia poziomu depozytu

[1005] P. Zakrzewski, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV*…, s. 632.
[1006] A. Chłopecki, *Opcje*…, s. 253. Pomijam przy tym rolę izby rozliczeniowej, która co do zasady nie ma znaczenia dla kontraktów na różnicę.

zabezpieczającego[1007]. Jednocześnie jednak autor zauważa, że powyższa koncepcja prowadzi do zanegowania możliwości zastosowania przepisów umowy o świadczenie usług brokerskich do transakcji terminowych[1008].

Odnosząc powyższą teorię do kontraktów na różnicę należałoby przyjąć, że w modelu pośredniczym firma inwestycyjna najpierw zawierałaby z klientem CFD, a następnie analogiczny kontrakt na różnicę zawierany byłby z dostawcą płynności. W efekcie doszłoby do ciągu dwóch jednakowych kontraktów na różnicę.

Takiego zapatrywania nie można podzielić. Przepisy u.o.i.f. wyraźnie kwalifikują zarówno giełdowe *futures*, jak i kontrakty na różnicę jako instrumenty finansowe. Wobec tego, ma do nich zastosowanie art. 73 u.o.i.f., tratujący o wykonywaniu zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych. Korzystając z zasady *lege non distinguente* należy ocenić, że umowa zlecenia maklerskiego (o świadczenie usług brokerskich) winna mieć zastosowanie także do instrumentów pochodnych. Przedstawiona koncepcja A. Chłopeckiego nie ma więc podstaw normatywnych. Co więcej, przeprowadzone badania empiryczne jednoznacznie wskazują, że kontrakty na różnicę są zawierane w oparciu o umowę wykonywania zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych. Trudno więc byłoby bronić stanowiska o ciągu dwóch jednakowych CFD zawieranych między klientem a firmą inwestycyjną oraz firmą inwestycyjną a podmiotem trzecim (dostawcą płynności).

Wydaje się, że przedstawiony wyżej problem można rozwiązać prościej – przy pomocy konstrukcji zlecenia w wariancie, w którym przyjmujący zlecenie występuje jako zastępca pośredni. Wówczas zawiera on umowę we własnym imieniu, zaś wszelkie prawa i obowiązki z niej wynikające powstają po jego stronie[1009]. W konsekwencji, zleceniobiorca jest zobowiązany do przeniesienia praw nabytych w swoim imieniu, lecz dla dającego zlecenie[1010]. Zleceniodawca będzie zaś zobowiązany zwolnić przyjmującego zlecenie ze zobowiązań zaciągniętych na jego rachunek[1011]. Powyższe ustalenia mają oparcie w art. 740 k.c. i 742 k.c. Zgodnie z pierwszym z przywołanych przepisów, „przyjmujący zlecenie powinien udzielać dającemu zlecenie potrzebnych wiadomości o przebiegu sprawy, a po wykonaniu zlecenia lub po wcześniejszym rozwiązaniu umowy złożyć mu sprawozdanie. Powinien mu wydać

[1007] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 112-113.
[1008] Tamże.
[1009] K. Kopaczyńska-Pieczniak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część szczególna,* Warszawa 2014, s. 735.
[1010] L. Ogiegło, [w:] J. Rajski (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 7…*, s. 626.
[1011] K. Kopaczyńska-Pieczniak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część szczególna …,* s. 735.

wszystko, co przy wykonaniu zlecenia dla niego uzyskał, chociażby w imieniu własnym". Natomiast stosownie do treści art. 742 k.c., „dający zlecenie powinien zwrócić przyjmującemu zlecenie wydatki, które ten poczynił w celu należytego wykonania zlecenia, wraz z odsetkami ustawowymi; powinien również zwolnić przyjmującego zlecenie od zobowiązań, które ten w powyższym celu zaciągnął w imieniu własnym". Co istotne, zgodnie z orzecznictwem SN, powyższe obowiązki powstają *ex lege* i nie jest konieczne zastrzeżenie ich w umowie zlecenia[1012].

Przenosząc powyższe na grunt zasadniczych rozważań należy stwierdzić, że koncepcja zlecenia o typie zastępstwa pośredniego jest adekwatna w stosunku do umowy zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę. W takim przypadku stronami umowy zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę byliby klient oraz firma inwestycyjna, natomiast stronami kontraktu na różnicę – firma inwestycyjna (działająca we własnym imieniu, lecz na rachunek klienta) oraz tzw. dostawca płynności. Klient zleca zawarcie kontraktu na różnicę (nabycie instrumentu finansowego) i w wybranym momencie może zlecić jego wykonanie (zbycie instrumentu finansowego). Jeśli ruch cen instrumentu bazowego będzie korzystny dla klienta, wówczas dostawca płynności będzie zobowiązany zapłacić różnicę wartości aktywu bazowego firmie inwestycyjnej, zaś ta winna wydać środki klientowi (zarachować na prowadzonym dla klienta rachunku pieniężnym). Natomiast jeśli cena instrumentu bazowego ukształtuje się niepomyślnie dla klienta, wówczas firma inwestycyjna będzie zobowiązana do zapłaty określonej kwoty na rzecz dostawcy płynności i jednocześnie uprawniona do żądania owej kwoty od swojego klienta.

W ramach tej koncepcji nie ma przeszkód teoretycznych, by firma inwestycyjna mogła żądać uzupełnienia depozytu zabezpieczającego od klienta pod groźbą przymusowego zamknięcia pozycji, gdyż to ona jest stroną kontraktu na różnicę. Wskazane uprawnienie firmy inwestycyjnej kreowane jest w drodze umowy zlecenia miedzy klientem a firmą inwestycyjną, możliwe jest nadto analogiczne zastosowanie art. 743 k.c., zgodnie z którym, jeżeli wykonanie zlecenia wymaga wydatków, dający zlecenie powinien na żądanie przyjmującego udzielić mu odpowiedniej zaliczki. Jak wskazuje się w doktrynie, w razie odmowy jej udzielenia, zleceniobiorca może się powstrzymać z wykonaniem zobowiązania, a także wypowiedzieć zlecenie[1013]. Rozumując *per analogiam* należy uznać, że wypowiedzenie zlecenia zawarcia

[1012] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 23 stycznia 2014 r., sygn. II CSK 264/13, LEX nr 1458820.
[1013] P. Drapała, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom V…*, Warszawa 2017, s. 94-95.

kontraktu na różnicę prowadziłoby do wygaśnięcia CFDs (zamknięcia pozycji), tak jak ma to miejsce w przypadku nieuzupełnienia depozytu zabezpieczającego i procedury *stop out*[1014].

Mechanizm wykonania zlecenia w modelu „*market maker*" jest łatwiejszy do wyjaśnienia. Klient zawiera z firmą inwestycyjną umowę realizacyjną zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę. Firma inwestycyjna jako zleceniobiorca działa w charakterze zastępcy bezpośredniego. Dysponuje jednak zgodą klienta na dokonanie zleconej czynności bezpośrednio ze sobą. Korzystając z tego upoważnienia, firma inwestycyjna wykonuje zlecenie przez zawarcie „z samym sobą" kontraktu na różnicę. W ten sposób stronami kontraktu na różnicę są: firma inwestycyjna oraz jej klient.

Należy zwrócić uwagę, że art. 73 ust. 2 u.o.i.f., pozwalający na zawieranie przez firmę inwestycyjną tzw. transakcji bezpośrednich posługuje się mylącą terminologią. W art. 73 ust. 1 u.o.i.f., definiującym umowę o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych mowa jest o „wykonywaniu zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych przez nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy". Ogólna formuła nabywania/zbywania instrumentów finansowych pozwoliła wcześniej na stwierdzenie, że w tym sformułowaniu mieści się także zawieranie umów stanowiących derywaty (w tym kontrakty na różnicę). Tymczasem zgodnie z art. 73 ust. 2 u.o.i.f., *in principio*, wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może również polegać na zawieraniu przez firmę inwestycyjną na własny rachunek umów kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych ze zleceniodawcą. Ustawodawca posługuje się zatem tym razem pojęciem „kupna/sprzedaży" instrumentów finansowych, a nie ich „nabywania/zbywania". Mogłoby to w efekcie prowadzić do wniosku, że zawieranie umów stanowiących instrumenty pochodne w wykonaniu zleceń klientów nie może nastąpić na rachunek firm inwestycyjnych, gdyż zawieranie transakcji bezpośrednich zostało ograniczone wyłącznie do umów sprzedaży, zatem i do instrumentów finansowych, które mogą być przedmiotem sprzedaży. Zakwestionowane tym samym byłyby transakcje CFDs dokonywane przez brokerów Forex w modelu „market maker", tzn. zawierane między firmą inwestycyjną a ich klientem. Takich wniosków nie można zaakceptować. Po pierwsze, znacząco ograniczałoby to zastosowanie zacytowanego przepisu, gdyż właśnie instrumenty pochodne stanowią większość transakcji bezpośrednich[1015]. Po drugie, nie ma racjonalnej przyczyny, dla której ustawodawca miałby

[1014] Zob. rozdział III pkt 3.5.-3.6.

[1015] K. Zacharzewski wskazuje, że liczba transakcji bezpośrednich jest „śladowa" – zob. K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 1224. Zdaje się, że autor nie bierze jednak pod uwagę obrotu

wyłączyć z pojęcia transakcji bezpośrednich umów stanowiących derywaty. Wobec powyższego trzeba uznać, że jest to omyłka legislacyjna. Należy przy tym postulować zmianę art. 73 ust. 2 u.o.i.f. w taki sposób, by pojęcia „kupna/sprzedaży" instrumentów finansowych zastąpić ogólniejszymi terminami „nabycia/zbycia" instrumentów finansowych. Wówczas sformułowania użyte w art. 73 ust. 2 u.o.i.f. będą koherentne z określeniami definiującymi umowę o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych, o której mowa w art. 73 ust. 1 u.o.i.f.

3. Sposób zawarcia i forma kontraktu na różnicę

3.1. Uwagi ogólne

W oparciu o wyżej poczynione uwagi można zarysować ogólny mechanizm dokonywania transakcji CFDs. Omawiane kontrakty zawiera się w oparciu o umowę o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych, która ma charakter ramowy. Stronami tej umowy są firma inwestycyjna i jej klient. W wykonaniu umowy ramowej zawierane są między tymi stronami umowy zlecenia nabycia instrumentu finansowego - kontraktu na różnicę, tj. umowy zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę. Umowy zlecenia zaś wykonywane są na dwa sposoby. Zgodnie z pierwszym, zleceniobiorca (firma inwestycyjna) decyduje się na zawarcie kontraktu na różnicę z klientem na własny rachunek (model *market maker*). Według drugiego, firma inwestycyjna występuje w roli zastępcy pośredniego i zawiera kontrakt na różnicę z „dostawcą płynności" w imieniu własnym, lecz na rachunek klienta (model pośredniczy).

W tym miejscu należy przejść do omówienia szczegółowego sposobu zawarcia umów składających się na mechanizm dokonywania transakcji CFDs. Zasadą jest, że umowa dochodzi do skutku przez złożenie dwóch, zgodnych oświadczeń woli w dowolny sposób. W praktyce wykształciły się jednak pewne tryby zawierania umów, które następnie zostały unormowane ustawowo, w księdze I k.c[1016]. Są nimi: oferta i jej przyjęcie, negocjacje oraz przetarg (w dwóch

niezorganizowanego, w tym na rynku Forex, który w przeważającej części opiera się na transakcjach bezpośrednich.

[1016] Z. Radwański, *Prawo cywilne…*, s. 253.

odmianach: aukcji i przetargu *sensu stricto*)[1017]. Stąd, konieczne jest rozważenie, w ramach którego z wymienionych trybów dochodzi do dokonania transakcji CFD.

3.2. Ofertowy tryb zawierania kontraktu na różnicę

Tryb ofertowy stanowi niewątpliwie podstawowy sposób zawarcia umowy w prawie polskim[1018]. Składa się on z dwóch stadiów postępowania: złożenia oferty przez jedną stronę i jej przyjęcia przez drugą[1019]. Ofertą jest oświadczenie woli, które zawiera stanowczą propozycję zawarcia umowy i wskazuje jej istotne postanowienia[1020]. Natomiast przyjęcie oferty to oświadczenie woli adresata oferty, w którym wyrażona jest jego stanowcza decyzja zawarcia umowy o kształcie określonym w ofercie[1021]. Przywołany tryb ma szerokie zastosowanie w praktyce – w ten sposób np. dochodzi do zawarcia umów sprzedaży odręcznej lub umów adhezyjnych[1022].

Niewątpliwie przyjęcie oferty jest najpopularniejszym sposobem zawierania umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a następnie umów zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę w wykonaniu wskazanej umowy ramowej. W pierwszej kolejności należy odnieść się do umowy ramowej. Jak wynika z ustaleń poczynionych w rozdziale III, każda z badanych firm inwestycyjnych dysponuje własnymi wzorami umów o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nadto, treść tych umów jest dodatkowo determinowana przez wzorce umowne – regulaminy, przyjmowane przez firmy inwestycyjne. Klienci pozbawieni są zatem możliwości negocjowania postanowień umownych, a swoboda kontraktowania ogranicza się do decyzji klienta o związaniu się umową[1023]. Umowa o wykonywanie zleceń zbycia i nabycia instrumentów finansowych ma charakter adhezyjny, co, jak wskazano powyżej, przesądza o ofertowym trybie jej zawarcia. Umowa ramowa

[1017] M. Maciejewska-Szałas, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz,* Warszawa 2022, s. 155.
[1018] M. Wojewoda, [w:] M. Pyziak-Szafnicka, P. Księżak (red.), *Kodeks cywilny. Część ogólna. Komentarz LEX*, Warszawa 2014, s. 775.
[1019] Z. Radwański, [w:] S. Grzybowski (red.), *System Prawa Cywilnego. Tom 1. Część ogólna*, Warszawa 1985, s. 595.
[1020] P. Machnikowski, [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2023, s. 208.
[1021] Z. Radwański, [w:] S. Grzybowski (red.), *System Prawa Cywilnego. Tom 1…,* s. 602.
[1022] K. Kopaczyńska-Pieczniak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom I. Część ogólna,* Warszawa 2012, s. 436.
[1023] Od tej zasady w praktyce dopuszcza się wyjątki, np. w stosunku do zamożnych klientów, zob. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19*…, s. 936.

dochodzi więc do skutku w ten sposób, że potencjalny klient formułuje ofertę zawarcia umowy o treści z góry ustalonej przez firmę inwestycyjną, a następnie firma inwestycyjna ją przyjmuje.

Przyjmowane przez firmy inwestycyjne wzorce umowne kształtują treść nie tylko umów ramowych, ale również poszczególnych kontraktów realizacyjnych. Stąd umowy zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę, zawierane przez firmy inwestycyjne i ich klientów, również mają charakter adhezyjny i dochodzą do skutku w wyniku przyjęcia oferty. Konieczne jest przy tym ustalenie, która ze stron składa ofertę zawarcia umowy realizacyjnej. W tym zakresie można rozważyć dwa stanowiska. Według pierwszego, ofertę składałaby firma inwestycyjna przez tzw. kwotowanie, czyli podawanie aktualnych cen, po których może dojść do zawarcia kontraktu na różnicę. Byłaby to wówczas oferta, skierowana do nieoznaczonego adresata (*ad incertas personas*), którą przyjmuje swoim oświadczeniem klient. Natomiast wedle drugiego stanowiska, oferentem byłby klient, składający zlecenie firmie inwestycyjnej. Należy opowiedzieć się za drugą z prezentowanych koncepcji. Po pierwsze, zlecenie klienta składane firmie inwestycyjnej nie musi być przez nią zaakceptowane. Do takiego wypadku dojdzie przykładowo, gdy klient nie ma wystarczających środków na swoim rachunku lub kiedy złoży zlecenie o parametrach nieodpowiadających aktualnej sytuacji rynkowej. Stąd nie można uznać, by oświadczenie klienta stanowiło przyjęcie oferty, gdyż takiego firma inwestycyjna nie mogłaby odrzucić. Co więcej, gdyby uznać, że ofertą jest kwotowanie dokonywane przez firmę inwestycyjną, wówczas umowa powinna dochodzić do skutku po cenie z chwili złożenia oświadczenia (przyjęcia oferty) przez klienta. W praktyce tak jednak nie jest. O cenie, po której dochodzi do zawarcia CFD, decyduje chwila złożenia oświadczenia przez firmę inwestycyjną. Stąd, kontrakt na różnicę może być zawarty po cenie innej niż wartość instrumentu bazowego prezentowana w chwili złożenia oświadczenia woli przez klienta. Dla klientów kluczowe znaczenie ma więc czas, w jakim firma inwestycyjna dokonuje transakcji od momentu złożenia zlecenia przez klienta. Im jest on krótszy, tym cena instrumentu bazowego przyjęta w chwili zawarcia CFD jest bliższa tej, która obowiązywała w chwili podjęcia decyzji przez klienta o wystosowaniu zlecenia do firmy inwestycyjnej.

Należy więc uznać, że ofertę zawarcia umowy realizacyjnej stanowi zlecenie klienta. W zależności od rodzaju zlecenia, wskazana oferta zawiera cenę, po której ma dojść do zawarcia CFD (np. za cenę x, za cenę nie wyższą niż x) lub jedynie sposób jej określenia w przyszłości (np. za cenę z chwili dokonania transakcji). Natomiast kwotowanie prezentowane przez firmę inwestycyjną ma jedynie charakter zaproszenia do zawarcia umowy. Takie rozumowanie jest zgodne z regułą interpretacyjną z art. 71 k.c., według której ogłoszenia, reklamy, cenniki i inne

informacje, skierowane do ogółu lub do poszczególnych osób, poczytuje się w razie wątpliwości nie za ofertę, lecz za zaproszenie do zawarcia umowy. W analizowanym przypadku nie ma argumentów, by od tej zasady odstępować.

Z badań empirycznych, które przedstawiono w rozdziale III, wynika, że klienci firm inwestycyjnych składają swoje zlecenia przede wszystkim poprzez sieć Internet, w odpowiednich portalach transakcyjnych[1024]. To sprawia, że trzeba rozważyć, czy oferty kierowane do firmy inwestycyjnej mają charakter ofert w postaci elektronicznej w rozumieniu art. 66^1 k.c. Jak wskazuje się w doktrynie, zakresem przywołanego przepisu objęte są oferty dokonywane poprzez strony internetowe[1025]. Ustawodawca wyłączył zastosowanie przytoczonego przepisu w dwóch przypadkach: gdy umowa zawierana jest za pomocą poczty elektronicznej albo podobnych środków indywidualnego porozumiewania się na odległość lub gdy strony, będące przedsiębiorcami, tak postanowiły (art. 66^1 § 4 k.c.). Transakcji CFD zwykle dokonuje się przy pomocy portalu internetowego lub specjalnej aplikacji. Z pewnością oba te sposoby mieszą się w zakresie nazwy „oferta w postaci elektronicznej". Nie sposób przy tym uznać, by zawieranie kontraktów na różnicę odbywało się za pomocą poczty elektronicznej ani podobnych środków (np. komunikatora internetowego). W analizowanych wzorcach nie zamieszczono także klauzul wyłączających zastosowanie przywołanego przepisu w stosunkach między przedsiębiorcami. Stąd trzeba przyjąć, że co do zasady zlecenia klientów stanowią oferty w postaci elektronicznej.

Ze złożeniem oferty w postaci elektronicznej ustawodawca wiąże dwa szczególne rozwiązania. Po pierwsze, w art. 66^1 § 1 k.c. wprowadzono dodatkową przesłankę związania ofertą w postaci niezwłocznego potwierdzenia otrzymania oferty przez adresata[1026]. Ten szczególny obowiązek adresata nie odgrywa jednak doniosłej roli w przypadku zawierania umów zlecenia zawarcia kontraktów na różnicę, gdyż przyjęcie lub odrzucenie oferty (zlecenia) klienta przez firmę inwestycyjną następuje w bardzo krótkim czasie (do kilku sekund). Należy przyjąć, że poinformowanie klienta o przyjęciu lub odrzuceniu oferty (zlecenia) za pośrednictwem portalu transakcyjnego czyni zadość obowiązkowi potwierdzenia otrzymania oferty (rozumowanie *a maiori ad minus*). Natomiast drugą z konsekwencji składania ofert w postaci elektronicznej jest nałożenie na przedsiębiorcę, który zawiera w ten sposób umowę,

[1024] Zob. rozdział III pkt 3.2.
[1025] P. Nazaruk, [w:] J. Ciszewski, P. Nazaruk (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2019, s. 188.
[1026] B. Łukańko, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna. Cz. 2. (art. 56-125),* Warszawa 2021, s. 459.

licznych obowiązków informacyjnych (art. 66^1 § 2 i 3 k.c.)[1027]. W przypadku zawierania kontraktów na różnicę, te powinności będą obciążać firmę inwestycyjną.

Co do zasady, by doszło do zawarcia umowy w trybie ofertowym, konieczne jest złożenie przez oblata oświadczenia woli o przyjęciu oferty. Od tej reguły k.c. przewiduje pewne wyjątki[1028]. Jeden z nich został wyrażony w art. 69 k.c., zgodnie z którym, jeżeli według ustalonego w danych stosunkach zwyczaju lub według treści oferty dojście do składającego ofertę oświadczenia drugiej strony o jej przyjęciu nie jest wymagane, w szczególności, jeżeli składający ofertę żąda niezwłocznego wykonania umowy, umowa dochodzi do skutku, skoro druga strona w czasie właściwym przystąpi do jej wykonania; w przeciwnym razie oferta przestaje wiązać. Cytowany przepis ma zastosowanie do zawierania umów zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę. W tym przypadku nie jest wymagane złożenie przez oblata (firmę inwestycyjną) oświadczenia o przyjęciu oferty, lecz do zawarcia umowy dochodzi przez przystąpienie do jej wykonania. Analiza wzorców umownych stosowanych przez firmy inwestycyjne wskazuje, że powyższe wynika ze zwyczaju ustalonego na rynku Forex. Nadto, w interesie klienta formułującego ofertę jest jak najszybsze wykonanie umowy zlecenia, czyli zawarcie kontraktu na różnicę, by ostateczna cena, po której dochodzi do dokonania transakcji CFD, była zbliżona do tej z chwili złożenia zlecenia. W praktyce zlecenie klienta realizowane jest w ułamkach sekundy, trudno więc byłoby wymagać wcześniejszego oświadczenia firmy inwestycyjnej o przyjęciu oferty.

Powyższe uwagi dotyczyły zawierania umowy ramowej oraz umów wykonawczych – umów zlecenia zawarcia kontraktów na różnicę. W tym miejscu należy rozważyć, w jaki sposób dochodzi do zawarcia samego kontraktu na różnicę. Rozstrzygnięcie tej kwestii zależy od modelu, w jakim funkcjonuje firma inwestycyjna. Jeśli pełni rolę organizatora rynku, wówczas zawiera kontrakty na różnicę na własny rachunek ze swoimi klientami. W takim przypadku do dokonania transakcji CFD dochodzi niejako automatycznie jednocześnie z zawarciem umowy zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę. Natomiast kiedy firma inwestycyjna funkcjonuje jako pośrednik, do zawarcia umowy CFD konieczna jest zawarcie kolejnej umowy – między dostawcą płynności a firmą inwestycyjną, która odgrywa rolę zastępcy pośredniego. Trzeba jednak przyjąć, że także w tym przypadku kontrakt na różnicę jest zawierany natychmiast po dojściu do skutku umowy zlecenia między klientem a firmą inwestycyjną. Dostawcę płynności wiążą bowiem odpowiednie relacje kontraktowe z firmą inwestycyjną, toteż zawarcie kontraktu

[1027] M. Maciejewska-Szałas, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…*, s. 164.
[1028] S. Grzybowski, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 1978, s. 224.

na różnicę między tymi podmiotami w wykonaniu umowy zlecenia następuje w zasadzie automatycznie. Badane wzorce umowne stosowane przez firmy inwestycyjne nie precyzują, w jaki sposób dochodzi do zawarcia kontraktu na różnicę między dostawcą płynności, a firmą inwestycyjną. Z uwagi na fakt, że są to umowy obrotu masowego, należy przyjąć, że zastosowanie ma również tryb ofertowy.

3.3. Inne tryby zawierania kontraktu na różnicę

Jak wskazano powyżej, wszystkie umowy, które są zawierane w ramach procedury dokonywania transakcji CFD, dochodzą do skutku najczęściej przez złożenie i przyjęcie oferty. Nie sprawia to jednak, że inne sposoby zawierania umów są, w odniesieniu do kontraktów na różnicę, *a limine* wykluczone. W tym miejscu trzeba więc krótko odnieść się do pozostałych trybów zawierania umów. Drugim z przywołanych sposobów są negocjacje. Zgodnie z art. 72 § 1 k.c. jeżeli strony prowadzą negocjacje w celu zawarcia oznaczonej umowy, umowa zostaje zawarta, gdy strony dojdą do porozumienia co do wszystkich jej postanowień, które były przedmiotem negocjacji. Negocjacje polegają na wzajemnym oddziaływaniu stron w celu zawarcia umowy[1029]. W ich toku następuje stopniowe uzgadnianie treści kontraktu. Zwykle negocjacje dotyczą umów o większej wartości, które przewidują liczne prawa i obowiązki stron, wzajemnie ze sobą powiązane[1030].

Nie ma teoretycznych przeszkód, by zawrzeć umowę o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (umowę ramową) oraz umowy zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę (umowy realizacyjne) w trybie negocjacji. W praktyce taki sposób zawarcia kontraktów na różnicę nie jest jednak spotykany. Należy bowiem przypomnieć, że zarówno umowa ramowa, jak i poszczególne umowy realizacyjne, mają charakter adhezyjny, a ich treść jest zdeterminowana uchwalanymi przez firmę inwestycyjną regulaminami. Omawiany sposób zawierania kontraktów, ze swej istoty, wykluczony jest w odniesieniu do przywołanej kategorii umów[1031]. Na marginesie można wskazać, że tryb negocjacyjny jest charakterystyczny dla innych instrumentów pochodnych, takich jak kontrakty *forward* czy *swap.*

[1029] Z. Radwański, *Prawo cywilne…*, s. 258.
[1030] M. Pyziak-Szafnicka, [w:] M. Pyziak-Szafnicka, P. Księżak (red.), *Kodeks…,* s. 882.
[1031] K. Piasecki, [w:] J. Winiarz (red.), *Kodeks cywilny z komentarzem*, Warszawa 1980, s. 82.

Jeszcze trudniej wyobrazić sobie zawarcie kontraktu na różnicę w drodze przetargu. Teoretycznie organizatorem przetargu mogłaby być firma inwestycyjna, która wybierze tego z oferentów, który złoży ofertę przewidującą najwyższy *spread.* Należy jednak przypomnieć, że firmy inwestycyjne kwotują CFD na bieżąco. Powyższe oznacza, że ceny, po których może dojść do zawarcia kontraktu na różnicę podlegają ciągłym zamianom. To sprawia, że dokonywanie transakcji CFD w oparciu o przetarg byłoby praktycznie niemożliwe. Stąd, takie rozwiązanie należy odrzucić[1032]. Ostatecznie, trzeba uznać, że umowy, w wyniku których dochodzi do dokonania transakcji CFD zawierane są w trybie ofertowym, zaś inne tryby zawierania umów mogą być rozważane w tym kontekście wyłącznie teoretycznie.

4. Forma kontraktu na różnicę

Zgodnie z art. 60 k.c., z zastrzeżeniem wyjątków w ustawie przewidzianych, wola osoby dokonującej czynności prawnej może być wyrażona przez każde zachowanie się tej osoby, które ujawnia jej wolę w sposób dostateczny, w tym również przez ujawnienie tej woli w postaci elektronicznej (oświadczenie woli). Zacytowany przepis statuuje zasadę swobody formy dokonywania czynności prawnej[1033]. Wyjątkami od tej reguły są zaś, przewidziane normatywnie, formy szczególne dla dokonania czynności prawnych. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć: zwykłą formę pisemną, poświadczenie daty, poświadczenie podpisu oraz akt notarialny[1034]. W tym miejscu należy rozważyć, w jakiej formie zawierane są umowy w toku procedury dokonywania transakcji CFD oraz czy te kontrakty wymagają formy szczególnej.

Jak wskazano powyżej, kontrakty na różnicę zawierane są w wykonaniu umowy ramowej, tj. umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych. Zawarcie tej umowy poprzedza dokonywanie transakcji CFD, stąd należy ją przeanalizować w pierwszej kolejności. W stanie prawnym obowiązującym do dnia 21 kwietnia 2018 roku, forma szczególna tej umowy przewidziana była w art. 73 ust. 1 zd. 2, zgodnie z którym wskazana umowa „powinna być zawarta w formie pisemnej, a w przypadku umowy zawieranej z klientem detalicznym - w formie pisemnej pod rygorem nieważności". W obecnym stanie prawnym

[1032] Podobnie A. Jakubiec w odniesieniu do opcji, zob. A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 176-177.
[1033] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna. Cz. 2…,* Warszawa 2021, s. 325.
[1034] Z. Radwański, *Prawo cywilne…,* s. 198-199.

forma umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych jest regulowana na poziomie unijnym. Stosownie do treści art. 58 rozporządzenia delegowanego Komisji 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 roku[1035], firmy inwestycyjne świadczące na rzecz klienta po dacie rozpoczęcia stosowania niniejszego rozporządzenia jakąkolwiek usługę inwestycyjną lub usługę dodatkową, o której mowa w sekcji B pkt 1 załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE, zawierają z tym klientem, na papierze lub innym trwałym nośniku, pisemną umowę podstawową, w której określa się podstawowe prawa i obowiązki firmy i klienta. Natomiast według art. 76a u.o.i.f., umowy o świadczenie usług, o których mowa w art. 72, art. 73, art. 74b oraz art. 75, zawarte z klientem detalicznym w formie innej niż określona w art. 58 rozporządzenia 2017/565 są nieważne. Należy więc uznać, że, choć od 21 kwietnia 2018 roku doszło do zmiany legislacyjnej dotyczącej przepisów o formie omawianej umowy, to treść tych norm pozostała niezmienna. Dla zawarcia umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych konieczna jest forma pisemna, dodatkowo zaś, jeżeli stroną tej umowy jest klient detaliczny, zastrzeżony został rygor *ad solemnitatem.* Biorąc pod uwagę treść art. 74 § 1 k.c., trzeba uznać, że jeśli stroną umowy jest klient profesjonalny lub uprawniony kontrahent, forma pisemna wymagana jest dla celów dowodowych[1036].

Omawiając zagadnienie formy umowy ramowej konieczne jest także odniesienie się do art. 13 u.o.i.f. Zgodnie z przywołanym przepisem, oświadczenia woli w związku z dokonywaniem czynności dotyczących obrotu papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi na podstawie ustawy oraz innych czynności wykonywanych w ramach działalności podmiotów nadzorowanych w zakresie regulowanym ustawą, mogą być składane w postaci elektronicznej, jeżeli strony w umowie tak postanowiły (art. 13 ust. 1 u.o.i.f.). Dokumenty związane z czynnościami, o których mowa w ust. 1, mogą być sporządzane w formie dokumentu elektronicznego, jeżeli dokumenty te będą w sposób należyty utworzone, utrwalone, przekazane, przechowywane i zabezpieczone (art. 13 ust. 2 u.o.i.f.) Oświadczenie woli złożone w postaci elektronicznej, zawarte w dokumencie związanym z czynnościami, o których mowa w ust. 2, spełnia wymagania formy pisemnej także wtedy, gdy forma pisemna została zastrzeżona pod rygorem nieważności (art. 13 ust. 3 u.o.i.f.). Cytowany przepis w zakresie czynności dotyczących obrotu instrumentami finansowymi zrównuje oświadczenia woli złożone w postaci elektronicznej z tymi, które wyrażone są w formie pisemnej. Co istotne,

[1035] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 1, z późn. zm.
[1036] Podobnie: M. Kurzajewski, *Usługi…*, s 248.

przytoczony przepis traktuje o wszelkich oświadczeniach wyrażonych w drodze elektronicznej, a nie tylko o tych, które zostały opatrzone kwalifikowanym podpisem elektronicznym. Należy zatem uznać, że art. 13 u.o.i.f. stanowi *lex specialis* wobec art. art. 78^1 § 1 k.c[1037]. Niewątpliwie, umowa o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych stanowi czynność dotyczącą obrotu instrumentami finansowymi. Biorąc pod uwagę powyższe można stwierdzić, że omawiana umowa może być zawarta w postaci elektronicznej zamiast pisemnej, jeśli tylko strony w umowie postanowiły o przyjęciu takiej formy dla swych oświadczeń woli (*pactum de forma*).

Wobec opisanych wyżej zmian legislacyjnych, które weszły w życie 21 kwietnia 2018 roku należy jednak zadać pytanie, czy art. 13 u.o.i.f., umożliwiający zawieranie umowy o wykonywanie zlecenia nabycia i zbycia instrumentów finansowych w postaci elektronicznej, może mieć zastosowanie, skoro forma pisemna m.in. tej umowy została zastrzeżona na poziomie rozporządzenia unijnego. W tym zakresie możliwe jest zajęcie jednego z dwóch stanowisk. Pierwsze zakłada, że art. 13 u.o.i.f. jest wyłączony w zakresie, w jakim rozporządzenie unijne reguluje kwestie formy umów zawieranych przez firmę inwestycyjną, z uwagi na pierwszeństwo stosowania prawa UE[1038]. Natomiast według drugiego poglądu, treść rozporządzenia UE nie wyklucza możliwości zastosowania przepisów krajowych, w tym art. 13 u.o.i.f., zrównujących formę pisemną z innymi, przewidzianymi przez przepisy, formami czynności prawnych. Taką interpretację zaprezentował KNF, według którego, skoro omawiana rozporządzenie UE „nie określa dodatkowych wymogów w zakresie formy pisemnej to w tym zakresie należy stosować przepisy prawa krajowego. Jeżeli przewidują one inną formę zawarcia umowy, której skutki są zrównane z formą pisemną, to taka forma będzie spełniać wymóg art. 58 Rozporządzenia 2017/565”[1039].

Należy opowiedzieć się za pierwszą z wymienionych koncepcji. Zgodnie z art. 288 zd. 2 TFUE, „rozporządzenie ma zasięg ogólny. Wiąże w całości i jest bezpośrednio stosowane we wszystkich Państwach Członkowskich”. Prawo unijne ma pierwszeństwo względem przepisów krajowych, co wielokrotnie podkreślane było przez Trybunał Sprawiedliwości UE[1040]. W

[1037] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I...,* s. 325.
[1038] Tak: E. Kniaziowska-Bryk, zob. E. Kniaziowska-Bryk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2019, s. 944.
[1039] Komunikat UKNF dotyczący formy umowy o świadczenie usług maklerskich, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_UKNF_dot_formy_umowy_o_swiadczenie_uslug_maklerskich.pdf. Dostęp: 25.09.2023r.
[1040] A. Wyrozumska, [w:] J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, *Instytucje i prawo Unii Europejskiej. Podręcznik dla kierunków prawa, zarządzania i administracji*, Warszawa 2012, s. 293-297.

jednym z kluczowych dla omawianej kwestii orzeczeń, TSUE wskazał, że „zgodnie z zasadą pierwszeństwa prawa wspólnotowego stosunek pomiędzy postanowieniami Traktatu i bezpośrednio stosowanymi środkami instytucji Wspólnoty z jednej strony a prawem krajowym Państw Członkowskich z drugiej strony ma taki charakter, iż postanowienia te i środki nie tylko z chwilą swego wejścia w życie uchylają automatycznie stosowanie wszystkich sprzecznych z nimi przepisów bieżącego prawa krajowego, lecz - w zakresie, w jakim stają się integralną częścią lub przyjmują pierwszeństwo stosowania w porządku prawnym obowiązującym na terytorium każdego z Państw Członkowskich - także wykluczają ważne przyjmowanie nowych środków prawnych w zakresie, w którym byłyby one niezgodne z przepisami prawa wspólnotowego”[1041]. Skoro zatem kwestia formy umowy zawieranej przez firmę inwestycyjną została określona na poziomie unijnym, a prawo UE nie przewiduje normy analogicznej do art. 13 u.o.i.f., to trzeba uznać, że możliwość stosowania przepisów krajowych dotyczących równoważności formy elektronicznej i pisemnej jest wyłączona. Inna interpretacja sprawiałaby, że w tym zakresie prawo obowiązujące w państwach członkowskich modyfikowałoby treść prawa UE. Nadto, rozporządzenie UE jest instrumentem ujednolicania prawa, co sprzeciwia się przyjęciu, że państwa członkowskie mogą przepisami krajowymi czynić wyjątki od reguły przyjętej w rozporządzeniu. Wobec powyższego trzeba stwierdzić, że w obecnym stanie prawnym umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych nie powinny być zawierane w drodze elektronicznej.

Powyższe wywody muszą zostać uzupełnione o jedno zastrzeżenie. Umowę ramową o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych można zawrzeć w formie elektronicznej w rozumieniu art. 78^1 k.c. Zgodnie z przywołanym przepisem, do zachowania elektronicznej formy czynności prawnej wystarcza złożenie oświadczenia woli w postaci elektronicznej i opatrzenie go kwalifikowanym podpisem elektronicznym (§ 1). Oświadczenie woli złożone w formie elektronicznej jest równoważne z oświadczeniem woli złożonym w formie pisemnej (§ 2). W tym przypadku przepisy krajowe nie są sprzeczne z wyżej cytowaną normą unijną dotyczącą formy pisemnej umów zawieranych przez firmy inwestycyjne. Treść art. 78^1 k.c. jest obecnie zdeterminowana przepisami rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 910/2014[1042]. Stosownie zaś do art. 25 ust. 2 przywołanego aktu, kwalifikowany podpis elektroniczny ma skutek prawny równoważny podpisowi własnoręcznemu. Samo prawo

[1041] Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 9 marca 1978 r., sygn. 106/77, LEX nr 133698.
[1042] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 910/2014 z 23.07.2014 r. w sprawie identyfikacji elektronicznej i usług zaufania w odniesieniu do transakcji elektronicznych na rynku wewnętrznym oraz uchylające dyrektywę 1999/93/WE (Dz.Urz. UE L 257, s. 73).

UE przewiduje zatem równoważność formy elektronicznej z kwalifikowanym podpisem elektronicznym oraz formy pisemnej. Stąd, zawarcie umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przy pomocy kwalifikowanego podpisu elektronicznego czyni zadość wymaganiom co do formy umowy z art. 58 rozporządzenia delegowanego Komisji 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 roku.

Jak wynika z rozważań poczynionych w rozdziale III, cztery na pięć badanych firm inwestycyjnych dopuszcza zawarcie umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych zarówno na piśmie, jak i w postaci elektronicznej[1043]. Zatem firmy inwestycyjne w większości podzielają stanowisko KNF, przywołane powyżej. Taka praktyka nie może być uznana za prawidłową. Należy zwrócić uwagę, że zgodnie z przytoczonym wcześniej art. 76a u.o.i.f., forma pisemna dla umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych zawartej z klientem detalicznym została zastrzeżona pod rygorem nieważności. Niedochowanie tej formy pociąga za sobą bardzo poważne konsekwencje – unicestwia skutki prawne zawartego kontraktu. Stąd, także w imię ostrożności i dbania o pewność obrotu, należy postulować niezawieranie omawianych umów w drodze elektronicznej (z wyjątkiem formy elektronicznej w rozumieniu art. 78^1 § 1 k.c).

Po przeanalizowaniu kwestii formy umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych (umowy ramowej) należy przejść do rozważenia zagadnienia formy umów zlecenia nabycia instrumentu finansowego, czyli zawarcia kontraktu na różnicę (umów realizacyjnych). Trzeba przyjąć, że zawarcie wskazanych umów nie wymaga zachowania szczególnej formy. Nie jest ona w szczególności zastrzeżona dla omawianych umów przez normy prawa rynku kapitałowego, ani przez przepisy art. 734-751 k.c., regulujące umowę zlecenia[1044]. Jak wynika z wcześniejszych rozważań, takie umowy najczęściej zawierane są w postaci elektronicznej, poprzez platformę transakcyjną przygotowaną przez firmę inwestycyjną. Nie chodzi przy tym o formę elektroniczną z kwalifikowanym podpisem elektronicznym, która jest równoważna formie pisemnej, lecz o dokonanie czynności prawnej przez złożenie oświadczenia woli przy pomocy urządzeń elektronicznych. Nie wyklucza to jednak możliwości zawarcia tych umów ustnie bądź telefonicznie, co, jak wynika z rozdziału 3, z reguły dopuszczane jest przez regulaminy firm inwestycyjnych.

[1043] Zob. rozdział III pkt 3.2.
[1044] W. Czachórski, *Zobowiązania…,* s. 346.

Jak już wcześniej wywiedziono, w wykonaniu wzmiankowanych powyżej umów zlecenia zawierane są kontrakty na różnicę. Również w tym wypadku przepisy nie przewidują żadnej szczególnej formy ich zawarcia. Gdy firma inwestycyjna funkcjonuje w modelu „market maker", wówczas zawiera ten kontrakt „sama ze sobą", na warunkach określonych w zleceniu. Natomiast kiedy firma inwestycyjna jest pośrednikiem, wówczas dokonuje transakcji CFD z dostawcą płynności, w swoim imieniu, lecz na rachunek klienta. W obu przypadkach należy domniemywać, że do zawarcia tych umów dochodzi przez złożenie oświadczeń w postaci elektronicznej. Trzeba przy tym wskazać, że kontrakty na różnicę są zawierane niejako automatycznie, natychmiast po zawarciu umów zlecenia ich nabycia.

5. Wnioski

Przeprowadzona analiza pozwala na przedstawienie szeregu wniosków. Ukształtowanie stron kontraktu na różnicę zależy od modelu, w jakim funkcjonuje na rynku Forex firma inwestycyjna. Mogą nimi być: firma inwestycyjna i jej klient (w modelu *market maker*) lub firma inwestycyjna, działająca jako zastępca pośredni klienta oraz dostawca płynności (w modelu pośredniczym).

Procedura dokonania transakcji CFD jest skomplikowana. Jej pierwszym etapem jest zawarcie umowy o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych, mającej charakter umowy ramowej. W jej wykonaniu, klient zawiera z firmą inwestycyjną umowę zlecenia nabycia instrumentu finansowego, co jest równoznaczne z umową zlecenia zawarcia kontraktu na różnicę. Zlecenie może być zaś realizowane na dwa sposoby – albo firma inwestycyjna zawiera kontrakt na różnicę bezpośrednio z klientem albo dokonuje transakcji CFD z podmiotem trzecim, tzw. dostawcą płynności, w imieniu własnym, lecz na rachunek klienta.

Zwykle do zawarcia powyższych umów dochodzi w trybie ofertowym. Umowa o wykonywanie zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych winna być zawarta w formie pisemnej. Jeśli jej stroną jest klient detaliczny, forma pisemna zastrzeżona jest pod rygorem nieważności, zaś w pozostałych przypadkach obowiązuje rygor *ad probationem*. Natomiast dla umowy zlecenia zawarcia CFD oraz samego kontraktu na różnicę przepisy nie przewidują formy szczególnej. Najczęściej są one zawierane za pośrednictwem internetowych portali transakcyjnych.

V. Treść kontraktu na różnicę i jego charakter prawny

1. Wprowadzenie

Po scharakteryzowaniu stron kontraktu na różnicę, a także sposobu jego zawierania, należy przejść to opisania treści omawianej umowy. Jak wskazał A. Wolter, treścią czynności prawnej są „zawarte w oświadczeniu woli postanowienia określające skutki dokonywanej czynności”[1045]. Dla ustalenia treści CFD konieczna jest zatem przede wszystkim analiza oświadczeń woli składanych przez strony tej umowy.

Należy wziąć jednak pod uwagę, że zgodnie z art. 56 k.c., czynność prawna wywołuje nie tylko skutki w niej wyrażone, lecz również te, które wynikają z ustawy, z zasad współżycia społecznego i z ustalonych zwyczajów. Z związku z tym, w doktrynie odnotować można różnicę zdań co do tego, czy do treści czynności prawnej należy zaliczyć także składniki niebędące oświadczeniami stron czynności. Za taką koncepcją opowiedział się B. Lewaszkiewicz-Petrykowska[1046]. Z kolei przeciwne stanowisko wyraził Z. Radwański, który odróżniał treść czynności prawnej od szerszej kategorii, jaką jest treść stosunku cywilnoprawnego wykreowanego przez dokonanie czynności prawnej. Przywołany autor uznawał, że takie rozróżnienie jest konieczne biorąc pod uwagę treść art. 56 k.c[1047]. Za drugim z wymienionych poglądów opowiedziano się w orzecznictwie – w uchwale 7 sędziów SN, której nadano moc zasady prawnej, SN stwierdził, że „w art. 56 k.c. wyraźnie odróżnia się skutki czynności prawnej wyrażone w niej samej, a więc w oświadczeniach woli, od innych następstw, które w sumie wyrażają treść stosunku prawnego[1048]”.

Wydaje się, że przedstawiona wyżej różnica zdań ma znaczenie wyłącznie teoretyczne. Na potrzeby niniejszej pracy pojęcie „treść kontraktu na różnicę” będzie rozumiane w sposób szeroki – przede wszystkim jako treść oświadczeń woli stron, wyznaczających ich prawa i

[1045] A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 1996.
[1046] B. Lewaszkiewicz-Petrykowska, *Wady oświadczenia woli w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1973, s. 111-112.
[1047] Z. Radwański, R. Trzaskowski, [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2. Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2019, s. 306; zob. też Z. Radwański, *Teoria umów*, Warszawa 1977, s. 190-191; podobnie: A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo…,* s. 291.
[1048] uchwała 7 sędziów SN – zasada prawna z dnia 30 maja 1990 r., sygn. III CZP 8/90, LEX nr 3573.

obowiązki, ale też z uwzględnieniem innych, dodatkowych skutków czynności, jakie rodzić mogą: ustawa, zasady współżycia społecznego i ustalone zwyczaje.

2. Kontrakt na różnicę jako umowa nienazwana

Ustalenie treści umowy w pierwszej kolejności wymaga stwierdzenia, czy dana dwustronna czynność prawna jest umową nazwaną czy nienazwaną. Od tego zależeć będzie bowiem, jakie składniki treści czynności prawnej zostaną wyróżnione. Umowy nazwane to umowy, które, z uwagi na częstotliwość występowania w obrocie, unormowane są w przepisach prawa powszechnie obowiązującego. Ustawodawca tworzy więc pewne normatywne typy umów, które określane są jako umowy nazwane[1049]. W doktrynie przyjmuje się przy tym, że aby kwalifikować daną umowę jako nazwaną, przepisy winny regulować *essentialia negotii* tej umowy, a także nadawać jej nazwę[1050]. Umowy nazwane są złożone z dwóch grup – umów kodeksowych, które są uregulowane w księdze III k.c. oraz umów pozakodeksowych – normowanych w licznych ustawach szczególnych[1051].

Z kolei umowy nienazwane to te kontrakty, których nie można przyporządkować żadnej umowie nazwanej[1052]. Jest to kategoria niejednolita. W piśmiennictwie formułuje się szereg przesłanek, których spełnienie umożliwia określenie umowy jako nienazwanej[1053]. Pewne kontrowersje przy tym wywołuje pojęcie umowy mieszanej, tzn. umowy łączącej w sobie elementy różnych umów. W dawniejszej doktrynie umowy mieszane postrzegane były jako odrębna kategoria, obok umów nazwanych i nienazwanych[1054]. Współcześnie jednak zdecydowanie przeważa pogląd, że umowy mieszane stanowią podtyp umów nienazwanych[1055]. Należy zgodzić się z tym zapatrywaniem. Skoro bowiem postanowienia umowy mieszanej nie mogą być podporządkowane żadnej umowie nazwanej, to winny być

[1049] W. Czachórski, *Zobowiązania…*, s. 106.
[1050] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 9; podobnie: A. Brzozowski, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5. Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2020, s. 500-501. Odmienne zdanie prezentuje M. Romanowski, który wskazuje, że dla określenia umowy jako nazwanej konieczne jest, by przepisy przewidywały jej *essentialia negotii, naturalia negotii* i *accidentalia negotii,* zob. M. Romanowski, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 727-729.
[1051] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 9.
[1052] W. Czachórski, *Zobowiązania…,* s. 106.
[1053] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 22.
[1054] R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…*, s. 146-147.
[1055] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 17-18; , A. Brzozowski, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5…,* 503; S. Włodyka, M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5. Prawo umów handlowych*, Warszawa 2017, s. 33-34.

kwalifikowane jako umowy nienazwane. Umiejscowienie umów mieszanych, obok umów nazwanych i nienazwanych nie byłoby poprawne z punktu widzenia logiki[1056]. Natomiast, biorąc pod uwagę kategorię umów mieszanych, można podzielić umowy nienazwane na umowy nienazwane „czyste" – które nie mają odniesienia ustawowego lub jest ono bardzo odległe, oraz umowy nienazwane mieszane[1057]. Przywołany podział ma charakter uproszczony - w doktrynie sformułowano również podziały bardziej szczegółowe, obejmujące kilka różnych kategorii umów nienazwanych[1058].

Umowy nienazwane mogą być wyrazem indywidualnego, niepowtarzalnego zapotrzebowania ich stron na określoną treść umowy, jak też odpowiadać pewnym stałym potrzebom społeczno-gospodarczym, które nie są realizowane przy pomocy umów nazwanych[1059]. W tym drugim przypadku, proces wielokrotnego korzystania z danej umowy w obrocie powoduje, że można zidentyfikować jej modelowe cechy, a także używaną w praktyce nazwę. W doktrynie określono takie umowy mianem „empirycznych"[1060]. Wskazane umowy mogą być porządkowane według klasyfikacji typologicznej[1061].

Przekładając powyższe na grunt zasadniczego przedmiotu rozważań niniejszej pracy należy uznać, że kontrakt na różnicę jest umową nienazwaną. Ustawodawca poprzestał bowiem jedynie na wskazaniu nazwy kontraktu, nie regulując jej prawnego kształtu[1062]. Nie zostały normatywnie określone zwłaszcza *essentialia negotii* omawianej umowy. Nadto, trzeba stwierdzić, że kontrakt na różnicę jest umową nienazwaną o charakterze „czystym". Nie sposób znaleźć bowiem w konstrukcji tej umowy odniesienia do jakiegoś normatywnego typu umowy. Za przywołanym stanowiskiem przemawia także fakt, że w doktrynie za umowy nienazwane „czyste" uznano także inne instrumenty pochodne, podobne do CFDs – opcje i kontrakty terminowe[1063].

[1056] B. Gawlik, *Umowy mieszane – konstrukcja i ocena prawna*, „Palestra", 1974, nr 5, s. 28; podobnie: Z. Radwański, *Teoria…*, s. 241-242.
[1057] Tamże.
[1058] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 34; S. Włodyka, M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5…,* s. 34-45.
[1059] Z. Radwański, *Teoria…*, s. 247.
[1060] A. Brzozowski, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5…,* 503; W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania…*, s. 496. Pojęcie to jest jednak niejednoznaczne. Zdaniem W.J. Katnera umowę empiryczną należy traktować jako „forpocztę dla umowy nienazwanej", zob. W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 16.
[1061] Z. Radwański, *Teoria…*, s. 247.
[1062] Art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. h) u.o.i.f.
[1063] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 18.

Nadto, kontrakt na różnicę jest umową empiryczną. Potwierdzają to przeprowadzone badania, *nomen omen,* określane w niniejszej pracy mianem empirycznych. Umowy te są często zawierane na rynku kapitałowym i mają do siebie bardzo zbliżony kształt jurydyczny. Należy więc uznać, że są to kontrakty o dość określonych ramach prawnych.

3. Składniki treści umów nienazwanych

Tradycyjnie za elementy treści umowy (czy szerzej czynności prawnej) uważa się składniki przedmiotowo istotne (essentialia negotii), elementy nieistotne (naturalia negotii) oraz elementy dodakowe (accidentalia negotii)[1064]. *Essentialia negotii* to te elementy czynności prawnej, bez których nie mogłaby ona dojść do skutku i które wyróżniają ją spośród innych czynności prawnych[1065]. *Naturalia negotii* to z kolei składniki czynności, które dotyczą skutków prawnych dokonania czynności danego typu, które nie muszą być koniecznie wyrażone przez strony w treści czynności prawnej[1066]. Wreszcie, *accidentalia negotii* stanowią te elementy, których ustawa nie zalicza do treści poszczególnych typów czynności prawnych, ale które z woli strony podniesione są do rangi postanowień istotnych[1067].

Już z przywołanych definicji wyżej wymienionych elementów wynika, że odnosić się one mogą wyłącznie do umów nazwanych. Współcześnie, doktryna wyklucza możliwość ustalenia elementów przedmiotowo istotnych umowy nienazwanej[1068]. Co za tym idzie, podobnie należy wyłączyć możliwość zidentyfikowania pozostałych dwóch rodzajów składników czynności prawnej. W piśmiennictwie podnosi się, że należy odróżnić katalog cech danej umowy określony normatywnie (*essentialia negotii*) od zespołu cech określonej umowy wykształcony w praktyce obrotu[1069]. Nadto, jak wskazuje W.J. Katner, nie można określić w przypadku umów nienazwanych składników nieistotnych[1070]. Należy zatem uznać, że w przypadku umów nienazwanych nie jest właściwe korzystanie z tradycyjnego podziału

[1064] Z. Radwański, *Prawo cywilne…,* 239-240.
[1065] A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo…,* s. 296.
[1066] Z. Radwański, *Prawo cywilne…*, s. 240.
[1067] A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo…,* s. 296.
[1068] Z. Radwański, R. Trzaskowski [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2…*, s. 332; W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 15; M. Pyziak-Szafnicka, [w:] M. Pyziak-Szafnicka, P. Księżak (red.), *Kodeks…* s. 617.
[1069] Z. Radwański, R. Trzaskowski [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2…,* s. 332.
[1070] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 33.

elementów treści czynności prawnej na *essentialia negotii, naturalia negotii* i *accidentalia negotii.*

Powyższa uwaga sprawia, że zasadne jest pytanie o inną klasyfikację elementów treści umowy, która odpowiadałaby specyfice umowy nienazwanej. W tym zakresie można wyróżnić dwa stanowiska. Według pierwszego, możliwe jest wyodrębnienie zestawu istotnych, koniecznych cech umowy nienazwanej, które są pomocne przy kwalifikacji tej umowy i ustalaniu jej konsekwencji prawnych[1071]. W doktrynie zaproponowano, by nosiły one nazwę „*essentialia contractus*"[1072]. Natomiast zgodnie z drugim zapatrywaniem, takie wyróżnianie elementów umowy nienazwanej nie jest przekonujące, gdyż w konkretnej sytuacji elementy określone jako „nieistotne" mogą być dla stron zupełnie kluczowe[1073].

Należy ostrożnie opowiedzieć się za pierwszym ze stanowisk. Po pierwsze, konieczne jest uchwycenie zestawu cech istotnych umowy nienazwanej w celu określenia, czy doszło do skutecznego złożenia oferty jej zawarcia. Zgodnie z art. 66 § 1 k.c. oświadczenie drugiej stronie woli zawarcia umowy stanowi ofertę, jeżeli określa istotne postanowienia tej umowy. W przypadku umów nienazwanych, nie można odwołać się w tym zakresie do pojęcia *essentialia negotii*, stąd konieczne jest wyróżnienie kategorii „elementów istotnych"[1074]. Po drugie, wyróżnienie tych elementów pozwala zidentyfikować typ danej umowy empirycznej, a to z kolei pomaga w określeniu skutków prawnych zawartej umowy – choćby ustalić zwyczaje jej dotyczące. Po trzecie, zwykle autorzy i tak formułują warunki konieczne dla indywidualizacji określonego typu umowy nienazwanej, przez formułowanie ich definicji. Tym samym dzielą postanowienia umowne na istotne i nieistotne, choćby nie przedstawiali tego w sposób wyraźny.

Jednocześnie określenie pozostałych postanowień umownych jako „nieistotnych" nie oznacza wartościowania klauzul, a jedynie wskazanie na drugą kategorię postanowień, innych niż konieczne dla zidentyfikowania danego typu umowy empirycznej. Co więcej, należy wziąć pod uwagę, że umowa nienazwana wraz z upływem czasu podlega pewnemu rozwojowi, co oznacza, że niektóre charakterystyczne postanowienia umowne mogą stać się na tyle ważne i

[1071] Z. Radwański, *Teoria…*, s. 249; M. Pyziak-Szafnicka, [w:] M. Pyziak-Szafnicka, P. Księżak (red.), *Kodeks…* s. 617.
[1072] M.A. Zachariasiewicz, *Procedura zawierania umów według znowelizowanych przepisów kodeksu cywilnego*, KPP, 2004, z. 4, s. 931.
[1073] Tak: W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…, s. 33*.
[1074] Tak: M. Wojewoda, [w:] M. Pyziak-Szafnicka, P. Księżak (red.), *Kodeks…* s. 778; P. Polański, [w:] M. Załucki (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2023, s. 174.

powszechnie stosowane, że uznane zostaną za istotne dla danego typu umowy, choć początkowo za takie nie były postrzegane.

Jak wyżej zaznaczono, kontrakt na różnicę stanowi umowę nienazwaną. W związku z tym, nie jest zasadne posługiwanie się pojęciami *essentialia negotii, naturalia negotii* i *accidentalia negotii* w odniesieniu do treści tego kontraktu. Można jednak wyróżnić spośród postanowień CFD takie klauzule, które mają charakter istotny, definicyjny *(essentialia contratus*) oraz postanowienia inne niż istotne, jednak zwyczajowo zamieszczane w tych umowach. Tym dwóm rodzajom składników treści kontraktów na różnicę będą poświęcone dalsze rozważania.

4. Istotne postanowienia kontraktu na różnicę

4.1. Uwagi wstępne

W świetle przeprowadzonych badań empirycznych, a także dotychczasowych rozważań, kontrakt na różnicę należy zdefiniować jako umowę między firmą inwestycyjną a jej klientem lub między firmą inwestycyjną, działającą na rachunek klienta a innym podmiotem, w której jedna ze stron zobowiązuje się do zapłaty różnicy między wartością określonego instrumentu bazowego z chwili wykonania umowy, a wartością oznaczoną w chwili zawarcia umowy, jeżeli ta wartość wzrośnie, zaś druga ze stron zobowiązuje się do tego samego, jeśli wartość instrumentu bazowego zmaleje, przy czym do oznaczenia chwili wykonania umowy co do zasady jest uprawniony wyłącznie klient.

Przywołana definicja formułuje warunki konieczne, a zarazem wystarczające, do uznania określonej umowy za kontrakt na różnicę. Jednocześnie, pozwala na odróżnienie jej od innych instrumentów pochodnych. Pierwsza część definicji odnosi się do stron umowy, które zostały omówione w rozdziale 4. W tym miejscu należy przeanalizować pozostałą część zaproponowanej definicji. Składają się na nią trzy elementy: określenie instrumentu bazowego, zobowiązanie do rozliczenia pieniężnego różnicy w cenie instrumentu bazowego oraz uprawnienie klienta do oznaczenia chwili wykonania umowy. Stanowią one „składniki istotne" (*essentialia contractus*) kontraktu na różnicę. W tym miejscu należy przejść do bliższej analizy wymienionych elementów.

4.2.Instrument bazowy

Rozważania dotyczące instrumentu bazowego trzeba rozpocząć od przypomnienia niektórych ustaleń poczynionych w rozdziale II, poświęconych ogólnej naturze instrumentów pochodnych. Podstawową cechą każdego instrumentu pochodnego jest jego związek z instrumentem bazowym. Wartość instrumentu pochodnego jest wprost zależna od ruchu cen instrumentu bazowego. Tę zależność wyraża sama nazwa „instrument pochodny", jak i jego synonim - „derywat".

Sam instrument bazowy definiowany jest w piśmiennictwie jako dająca się ująć liczbowo wartość, cechująca się zmiennością w czasie[1075]. Instrumentem bazowym mogą być zarówno przedmioty obrotu cywilnoprawnego (papiery wartościowe, towary), jak i indeksy i wskaźniki ekonomiczne (indeks inflacji, indeks WIG-20)[1076].

W przypadku derywatów o rozliczeniu fizycznym, od ukształtowania się cen instrumentu bazowego w trakcie trwania umowy zależeć będzie, czy strona umowy, jaką jest instrument pochodny, odnotuje zysk, czy stratę. Przykładowo: jeśli podmiot A kupi akcje z dostawą za rok za cenę x, wówczas, jeśli za rok cena tych akcji będzie kształtować się na poziomie x+10, kupujący zyska (uzyska świadczenie o wyższej wartości, niż zapłacona za towar cena), jeśli natomiast ich cena będzie równa x-10, w takim przypadku kupujący straci (otrzyma świadczenie o niższej wartości, niż zapłacona cena).

Natomiast w odniesieniu do derywatów o rozliczeniu pieniężnym (takich jak kontrakty na różnicę lub kontrakty *futures*), ruch cen instrumentu bazowego determinuje to, która ze stron będzie zobowiązana do spełnienia świadczenia i w jakiej wysokości. Jeśli strona zajęła tzw. długą pozycję w kontrakcie *futures* („kupiła na termin"), wówczas wzrost ceny instrumentu bazowego w trakcie trwania umowy spowoduje, że będzie przysługiwało jej roszczenie o zapłatę różnicy w cenie instrumentu bazowego, natomiast spadek ceny spowoduje konieczność uiszczenia różnicy drugiej stronie. Odwrotnie będzie, jeśli strona zajęła tzw. krótką pozycję, czyli „sprzedała na termin".

Określenie instrumentu bazowego determinuje także funkcję, jaką dla strony umowy pełni instrument pochodny. Jeśli cena instrumentu bazowego ma wpływ na prowadzoną przez stronę działalność gospodarczą (np. ropa w działalności transportowej), wówczas instrument

[1075] A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 216-217.
[1076] Tamże.

pochodny ma na celu zabezpieczenie przed niekorzystnymi wahaniami cen aktywu bazowego, co określa się mianem *hedgingu*[1077]. Natomiast jeżeli zmiany w cenach instrumentu bazowego nie mają wpływu na sytuację gospodarczą strony instrumentu pochodnego, wówczas należy przyjąć, że zawiera ona tę transakcję w celach spekulacyjnych – by osiągnąć zysk ze wzrostu lub spadku ceny aktywu bazowego[1078].

Powyższe uwagi dotyczące instrumentów pochodnych w ogólności można odnieść wprost do CFDs. Jak już wskazano, kontrakt na różnicę jest instrumentem rozliczanym pieniężnie, zatem ukształtowanie się ceny instrumentu bazowego decyduje o tym, która ze stron kontraktu na różnicę będzie zobowiązana do spełnienia świadczenia i o rozmiarze tego świadczenia. Nie może więc dziwić, że do *essentialia contratus* CFD należy zaliczyć określenie instrumentu bazowego.

Trzeba wskazać, że przepisy nie precyzują, na jakie instrumenty bazowego opiewać mogą kontrakty na różnicę. Inaczej jest w przypadku innych instrumentów pochodnych. Zgodnie bowiem z art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c)-f) u.o.i.f., opcje, kontrakty futures, forward, swapy i inne instrumenty pochodne mogą być uznane za instrumenty finansowe tylko wówczas, gdy będą dotyczyły określonych instrumentów bazowych (w zależności od tego, czy dochodzi do wykonania fizycznego transakcji, czy rozliczenia wyłącznie pieniężnego). Natomiast co do kontraktów na różnicę, u.o.i.f. takich wymagań nie stawia. Przyczyną powyższego jest to, że kontrakty na różnicę nigdy nie są wykonywane przez dostawę fizyczną, w odróżnieniu od innych derywatów.

Biorąc pod uwagę tradycyjny podział instrumentów pochodnych z uwagi na kryterium instrumentu bazowego, kontrakty na różnicę mogą być instrumentami towarowymi (gdy ich aktywem bazowym jest towar, np. złoto) lub finansowymi (jeśli opiewają na waluty, papiery wartościowe lub indeksy ekonomiczne)[1079]. Obecnie jednak katalog instrumentów bazowych jest bogatszy, toteż kontrakty na różnicę mogą opiewać na kryptowalutę, wskaźnik pogodowe, stawki klimatyczne itp[1080].

W związku z powyższym trzeba odpowiedzieć na pytanie, czy katalog instrumentów bazowych, na jaki opiewać może kontrakt na różnicę, ma charakter otwarty. Wydaje się, że granicami w konstruowaniu instrumentów bazowych są granice swobody umów z art. 353[1]

[1077] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 755.
[1078] M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 98.
[1079] M. Michalski [w:] M. Bączyk i in, *Papiery…*, s. 697.
[1080] Zob. rozdział II, pkt 1.4.4.

k.c[1081]. Instrument bazowy może być więc dowolnie pomyślany, byleby treść lub cel tak ukształtowanego derywatu nie sprzeciwiał się ustawie, zasadom współżycia społecznego oraz naturze stosunku prawnego. Za sprzeczny z naturą stosunku prawnego kreowanego przez kontrakt na różnicę (jak i przez każdy inny instrument pochodny) należy uznać taki instrument bazowy, który nie mógłby być oddany w formie liczbowej. Istotą bowiem tej umowy jest wyliczenie różnicy między dwiema wartościami (wartościami instrumentu bazowego z chwili otwarcia i zamknięcia pozycji), która to różnica wyrażona według odpowiedniej formuły w pieniądzu stanowi świadczenie należne jednej lub drugiej stronie CFD. Natomiast za sprzeczny z zasadami współżycia społecznego należałoby uznać instrument bazowy w postaci ceny rzeczy, której obrót jest zakazany, np. narkotyku. Nie sposób bowiem pogodzić spekulacji na cenę substancji zakazanej (nie mówiąc o próbie zabezpieczenia się przed spadkiem cen narkotyku) z zasadami moralności obowiązującymi w społeczeństwie. Wydaje się natomiast, że taki sposób ukształtowania CFD nie byłby sprzeczny z ustawą – kontrakt na różnicę zakłada jedynie rozliczenie pieniężne i nie może być utożsamiany ze sprzedażą instrumentu bazowego[1082]. W związku z powyższym taka umowa nie godziłaby w żadną normę prawną. Trudno sobie jednak wyobrazić, by w praktyce doszło do zawarcia CFDs opiewających na wskazane wyżej instrumenty bazowe. Należy uznać, że choć możliwość skonstruowania kontraktu na różnicę z instrumentem bazowym wykraczającym poza granice swobody umów istnieje, to ma ona raczej charakter teoretyczny.

4.3. Rozliczenie pieniężne różnicy w cenie instrumentu bazowego

Najistotniejszym elementem kontraktu na różnicę jest zobowiązanie się stron do wzajemnego rozliczenia pieniężnego różnicy w cenie instrumentu bazowego, jaka istnieje między chwilą zawarcia umowy, a momentem jej wykonania. Na tę cechę omawianej umowy wskazuje już sama jej nazwa „kontrakt na różnicę". Istotą tego kontraktu jest zatem różnica w cenie aktywu bazowego, jaka pojawia się w przedziale czasowym między zawarciem umowy, a jej wykonaniem.

Strony kontraktu na różnicę nie zobowiązują się zatem do dostarczenia określonego instrumentu bazowego w danym terminie, a jedynie do rozliczenia pieniężnego różnicy w cenie.

[1081] Zasada swobody umów szerzej została omówiona w rozdziale VII pkt 2.2.
[1082] Zob. rozdział VI pkt 1.

Potwierdzają to przeprowadzone badania empiryczne. Wszystkie regulaminy firm inwestycyjnych przewidywały, że rozliczenie kontraktu nastąpi w pieniądzu, a nie przez dostawę fizyczną. Instrument ten można określić zatem mianem nierzeczywistego. Wskazana cecha sprawia, że kontrakt na różnicę jest bardzo podobny do kontraktu *futures*, który również rozliczany jest wyłącznie pieniężnie[1083].

W doktrynie pojawił się pogląd, że w istocie kontrakt na różnicę jest umową sprzedaży na oznaczony termin, w którym strony zastrzegają, że nie wykonają umowy w naturze, a jedynie jedna strona zapłaci drugiej różnicę w cenie[1084]. Takiego ujęcia nie można zaaprobować. Po pierwsze, kontrakt na różnicę może opiewać na instrument bazowy, który nie jest przedmiotem obrotu cywilnoprawnego, np. indeks giełdowy, stawkę klimatyczną. W takiej sytuacji niemożliwe jest sprzedanie tego instrumentu bazowego[1085]. Już z tej przyczyny nie można określać tej umowy jako sprzedaży z rozliczeniem pieniężnym. Po drugie, by wyjaśnić, czym jest kontrakt na różnicę nie ma potrzeby sięgać do umowy sprzedaży. Porównywane umowy bowiem znacząco się od siebie różnią. Przede wszystkim, umowa sprzedaży jest zawierana po to, by sprzedawca otrzymał cenę, zaś kupujący – własność rzeczy[1086]. W ten sposób, przy wykorzystaniu umowy sprzedaży dochodzi do stworzenia rynku towarowo-pieniężnego[1087]. Tymczasem celem stron kontraktu na różnicę nie jest uzyskanie własności jakiejkolwiek rzeczy, a otrzymanie określonej sumy pieniężnej, będącej różnicą w cenie danego instrumentu bazowego z chwili zawarcia transakcji i z momentu jej wykonania.

Próba definiowania kontraktów na różnicę przy pomocy konstrukcji umowy sprzedaży ma pewne uzasadnienie historyczne. Jak zostało wykazane w rozdziale I, instrumenty pochodne z rozliczeniem pieniężnym wykształciły się z umów sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy. W czasach, gdy umowy różniczkowe były uznawane za nieważne lub będące źródłem zobowiązań wyłącznie naturalnych, omawiane kontrakty były zawierane jako umowy sprzedaży papierów wartościowych. Już wówczas w doktrynie traktowano takie transakcje jako pozorne[1088]. Stąd, art. 611 k.z. stanowił, że za grę uważa się również umowę o dostawę towarów lub papierów wartościowych, jeżeli według wyraźnej lub domniemanej woli stron rzeczywiste spełnienie wzajemnych świadczeń jest wyłączone, a tylko jedna lub druga ze stron obowiązana

[1083] Zob. rozdział II pkt 1.3.1.
[1084] K. Glibowski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,* s. 33.
[1085] L. Sobolewski, [w:] S. Włodyka (red.) *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4…,* s. 858.
[1086] W.J. Katner, [w:] J. Rajski (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 7…,* s. 8.
[1087] A. Brzozowski, [w:] A. Brzozowski i in., *Zobowiązania…*, s. 39.
[1088] L. Piętak, *Miscellanea…*, s. 123-124, przypis 178, zob. rozdział I pkt 6.4.

jest zapłacić różnicę między umówioną ceną sprzedaży a ceną rynkową w czasie wykonania umowy. Współcześnie, wobec dopuszczalności zawierania umów stanowiących derywaty nierzeczywiste i zaskarżalności zobowiązań z nich wynikających[1089], odwoływanie się do umowy sprzedaży przy definiowaniu kontraktu na różnicę jest zabiegiem sztucznym i nie oddającym istoty tej umowy[1090].

W kontrakcie na różnicę strony wzajemnie zobowiązują się do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego. Wyniki badań empirycznych, przedstawione w rozdziale III, wskazują, że według rynkowego żargonu w kontrakcie na różnicę jedna strona zajmuje „pozycję długą", zaś druga – „pozycję krótką". W tym miejscu należy przenalizować, co przywołane sformułowania oznaczają w perspektywie prawnej.

W piśmiennictwie można dostrzec niejednolitość poglądów co do rozumienia pojęć długiej i krótkiej pozycji. Według pierwszego ze stanowisk, zajęcie pozycji długiej oznacza zobowiązanie się do nabycia instrumentu bazowego, zaś zajęcie pozycji krótkiej – zobowiązanie się do zbycia instrumentu bazowego[1091]. Natomiast zgodnie z drugim poglądem, zajęcie pozycji długiej oznacza kupno instrumentu finansowego, zaś zajęcie pozycji krótkiej – zbycie instrumentu finansowego[1092].

Należy opowiedzieć się przeciwko drugiej z wymienionych koncepcji. Zawarcie kontraktu na różnicę nie może prowadzić do wniosku, że jedna strona „kontrakt kupiła", zaś druga „kontrakt sprzedała". Jak wykazano w rozdziale IV, nabycie lub zbycie instrumentu pochodnego polega na zawarciu umowy będącej derywatem (w omawianym przypadku – na zawarciu kontraktu na różnicę), a nie na zawarciu umowy sprzedaży instrumentu pochodnego[1093]. Umowa nie może być bowiem przedmiotem sprzedaży. Sformułowania takie jak „nabywca kontraktu" i „zbywca kontraktu" mogą być zatem stosowane w języku ekonomii, nie powinny być jednak używane w analizach prawnych.

Nawet jeśli rozumieć „kontrakt na różnicę" (lub kontrakt *futures*) jako uprawnienie płynące z zawartej umowy stanowiącej instrument pochodny[1094], to i tak nie można uznać, by jedna

[1089] Zob. rozdział II pkt 2.6.
[1090] Szerzej kwestię kwalifikacji kontraktu na różnice jako umowy sprzedaży omówiono w rozdziale VI pkt 1.
[1091] Tak: P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 793, W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania…,* s. 531.
[1092] P. Gołębiowski, *Kontrakty…*, s. 26. Wydaje się, że podobnie uznaje w odniesieniu do kontraktów terminowych M. Romanowski, który zajmującego długa pozycję nazywa „nabywcą kontraktu", zob. M. Romanowski, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 786.
[1093] Zob. rozdział IV pkt 2.3.
[1094] Tak na gruncie kontraktów terminowych: A. Borowski, *Konstrukcja...*, s.1

strona tej umowy to uprawnienie zbywała, a druga nabywała, a tak należałoby przyjąć, jeśli używa się pojęć nabywcy i zbywcy kontraktu[1095]. Przykładowo: jeśli podmiot A, przewidując spadek cen złota, zawarł kontrakt na różnicę z firmą inwestycyjną zajmując pozycję krótką, to nie znaczy, że zbył kontrakt na różnicę (zbył swoje uprawnienie do rozliczenia różnicy w cenie), gdyż wówczas nie mógłby dochodzić zapłaty od firmy inwestycyjnej różnicy w cenie, gdyby jego przewidywania co do przyszłego kształtu cen złota się sprawdziły.

Trzeba zatem przychylić się do pierwszego z wymienionych poglądów z tym zastrzeżeniem, że w przypadku kontraktu na różnicę, czyli derywatu nierzeczywistego, strony nie zobowiązują się do dostarczenia fizycznego instrumentów bazowych. Stąd należy przyjąć, że zajęcie „długiej" pozycji oznacza zawarcie kontraktu na różnicę, w którym strona zobowiązuje się do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego, na wypadek, gdyby ta cena zmalała („kupuje" instrument bazowy za cenę obecną z dostawą w przyszłości), zaś zajęcie „krótkiej" pozycji oznacza, że strona kontraktu na różnicę zobowiązuje się do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego, na wypadek, gdyby ta cena wzrosła („sprzedaje" instrument bazowy za cenę obecną z dostawą w przyszłości). Innymi słowy, strona zajmująca długą pozycję w kontrakcie na różnicę gra na zwyżkę ceny, zaś zajmująca krótką pozycję gra na jej zniżkę.

Takie ukształtowanie treści kontraktu na różnicę ma bezpośrednie przełożenie na elementy stosunku zobowiązaniowego powstałego na skutek zawarcia tej umowy. Obu stronom kontraktu na różnicę przysługuje roszczenie warunkowe. Strona zajmująca „długą pozycję" ma roszczenie o zapłatę różnicy w cenie instrumentu bazowego, pod warunkiem, że cena z chwili wykonania umowy będzie wyższa niż w dniu jej zawarcia. Temu roszczeniu odpowiada obowiązek warunkowy drugiej strony spełnienia określonego świadczenia, jeśli wskazany warunek się ziści. Natomiast stronie zajmującej „krótką pozycję" przysługuje roszczenie warunkowe o zapłatę różnicy w cenie instrumentu bazowego, pod warunkiem, że cena z dnia wykonania umowy będzie niższa niż w chwili jej zawarcia. Podobnie jak poprzednio, z przywołanym roszczeniem związany jest obowiązek warunkowy spełnienia świadczenia drugiej strony, w razie ziszczenia się tego warunku.

Podsumowując, w wyniku zawarcia umowy CFD, obu stronom umowy przysługują roszczenia warunkowe. Mogą być one traktowane jako instrumenty pochodne w rozumieniu art. 3 pkt 28a u.o.i.f. Gdy dochodzi więc do zawarcia kontraktu na różnicę, obie jego strony

[1095] Takich pojęć używa A. Borowski, zob. A. Borowski, *Konstrukcja…,* s. 54-55.

nabywają instrument finansowy (w postaci roszczenia warunkowego z umowy kontraktu na różnicę). W żargonie finansowym nabycie tego instrumentu określa się mianem otwarcia pozycji. Zatem, zarówno strona zajmująca pozycję długą w kontrakcie, jak i pozycję krótką, nabywa instrument finansowy, który rozliczony zostanie w przyszłości. Natomiast zbyciem instrumentu finansowego będzie w tym przypadku wykonanie CFD, co w języku finansów nazywane jest „zamknięciem pozycji".

4.4. Uprawnienie klienta do oznaczenia chwili wykonania umowy

Ostatnim elementem proponowanej w niniejszym rozdziale definicji CFD jest uprawnienie klienta firmy inwestycyjnej do oznaczenia chwili wykonania umowy. Przeprowadzone badania empiryczne wskazują, że w przypadku kontraktów na różnicę co do zasady wyłącznie klient jest uprawniony do określenia, w którym momencie chce rozliczyć i zakończyć transakcję. Natomiast firma inwestycyjna może oznaczyć chwilę wykonania umowy jedynie wyjątkowo, np. gdy inwestor nie uzupełni wymaganego depozytu zabezpieczającego[1096]. Innymi słowy, klient może zdecydować o chwili zakończenia transakcji w każdym czasie, natomiast firma inwestycyjna wyłącznie w sytuacjach przewidzianych w umowie ramowej i stanowiącym jej integralną część regulaminie wykonywania zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych.

Przywołana cecha ma kluczowe znaczenie dla inwestora – jest to dla niego gwarancja, że tylko on, co do zasady, będzie władny do oznaczenia chwili wykonania zawartej umowy. Ma ona tym większe znaczenie, że w przypadku kontraktów na różnicę nie jest konieczne określenie z góry terminu wygaśnięcia umowy[1097].

Wskazana cecha wyraźnie odróżnia kontrakt na różnicę od innych, podobnych konstrukcji. W przypadku umowy *forward*, rozliczenie następuje w ściśle oznaczonym dniu, zaś wcześniejsze jej wykonanie zależy od zgody drugiej strony[1098]. Dzięki temu każda ze stron tej umowy może być pewna, że transakcja nie zostanie rozliczona w dniu, który wybierze arbitralnie druga strona transakcji.

Z kolei w przypadku giełdowych transakcji *futures*, chwila rozliczenia transakcji jest z góry ustalona, natomiast o wcześniejszym wykonaniu umowy może zdecydować każda ze stron

[1096] Zob. rozdział III pkt 3.5.
[1097] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…,* s. 254.
[1098] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 193.

umowy (ściślej: inwestorzy, na rzecz których firmy inwestycyjne zawarły umowę na giełdzie)[1099]. W przypadku kontraktów *futures*, zamknięcie pozycji przez jedną ze stron umowy nie ma jednak praktycznego wpływu na pozycję prawną drugiej strony umowy, w szczególności nie sprawia, że jego zobowiązanie wygasa. „Zamknięcie pozycji" dokonuje się poprzez zajęcie pozycji przeciwstawnej, tzn. zawarcie nowego, analogicznego kontraktu *futures*, przy czym dotychczas zajmujący długą pozycję zawiera nowy kontrakt zajmując krótką pozycję i na odwrót[1100]. W ten sposób dochodzi do kompensacji tych pozycji i ich eliminacji z depozytu[1101]. Natomiast w miejsce osoby, której pozycje zostały skompensowane, wchodzi osoba trzecia, która zawarła z nią transakcję przeciwstawną[1102]. Przytoczony proces można zilustrować następującym przykładem: podmiot A zawarł z B kontrakt *futures* opiewający na walutę euro. Podmiot A zajął w tym kontrakcie długą pozycję („kupił euro"), zaś B zajął krótką pozycję („sprzedał euro"). Po miesiącu cena euro wyraźnie wzrosła. Podmiot A, chcąc odnotować zysk, zamknął swoją pozycję przez zawarcie analogicznego kontraktu *futures* na euro z podmiotem C, w którym A zajął pozycję przeciwstawną, w tym przypadku – krótką, zaś C zajął pozycję długą. Pozycje podmiotu A zostały wyeliminowane, zaś relacja kontraktowa łączy podmioty B (zajmujący krótką pozycję) oraz C (zajmujący długą pozycję). W ten sposób B, mimo że jego pierwotny kontrahent A zamknął pozycję przed chwilą rozliczenia, nadal pozostaje w relacji umownej o pierwotnym kształcie. Zarówno wspominana kompensacja, jak i podstawienie osoby trzeciej jest możliwe dzięki szczególnemu mechanizmowi wykonywania umów na giełdzie, zgodnie z którym izba rozliczeniowa wstępuje między strony stosunku prawnego tak, że przysługują jej wierzytelności wobec uczestnika giełdy, zaś uczestnikowi przysługuje wierzytelność wobec izby[1103].

Na tym tle widać, że sposób oznaczenia chwili wykonania transakcji w przypadku kontraktów na różnicę jest specyficzny, gdyż zależy od decyzji jednej strony - klienta. W przeciwieństwie do opisywanych wyżej kontraktów *futures*, decyzja klienta prowadzi do definitywnego zakończenia stosunku umownego między stronami. Wskazane oznaczenie chwili wykonania umowy, jak dowodzą badania empiryczne, następuje przez złożenie zlecenia „zamknięcia pozycji" przez inwestora.

[1099] G. Zalewski, *Kontrakty…*, s. 5.
[1100] R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa…,* s. 46.
[1101] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 199. Odmienne stanowisko prezentuje M. Romanowski, który uważa, że w tej sytuacji zastosowanie ma umowa zmiana stron kontraktu na różnicę przez równoczesne przeniesienie wierzytelności oraz przejęcie długu, zob. M. Romanowski, *Prawo o publicznym…*, s. 119-120.
[1102] K. Mejszutowicz, *Podstawy…*, s. 16-17.
[1103] L. Sobolewski, [w:] S. Włodyka (red.) *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4…,* s. 859-860.

Przekładając powyższe na grunt stosunku zobowiązaniowego kreowanego przez zawarcie kontraktu na różnicę, uprawnienie klienta do oznaczenia chwili wykonania umowy należy kwalifikować jako uprawnienie kształtujące. Modeluje ono bowiem stosunek prawny, wpływając na treść wierzytelności i długu, nie służąc jednocześnie bezpośrednio realizacji obowiązku czy uprawnienia do świadczenia[1104]. Wykorzystanie omawianego uprawnienia ma znaczenie fundamentalne – cena instrumentu bazowego z chwili wykonania umowy jest bowiem porównywana z ceną z dnia zawarcia transakcji, a to z kolei przekłada się na określenie, która ze stron ma spełnić świadczenie drugiej i w jakiej wysokości.

Jednocześnie, zamknięcie pozycji w płaszczyźnie umowy ramowej o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych należy kwalifikować jako zbycie instrumentu finansowego. Niezależnie od tego, czy zajęta została długa, czy krótka pozycja, zawarcie kontraktu na różnicę powoduje nabycie instrumentu finansowego (pochodnego), gdyż skutkuje powstaniem po obu stronach CFD roszczeń warunkowych o zapłatę. Natomiast zamknięcie pozycji – tj. oznaczenie chwili wykonania umowy i doprowadzenie do rozliczenia różnicy w cenie winno być uznane za zbycie instrumentu finansowego, ponieważ celem tej operacji jest spowodowanie wygaśnięcia umowy, a zatem i wynikających z niej roszczeń. Innymi słowy, zbycie instrumentu finansowego, jakim jest kontrakt na różnicę (zbycie kontraktu na różnicę), nie skutkuje przeniesieniem jakiegokolwiek prawa, a jedynie prowadzi do wykonania zawartego wcześniej kontraktu.

5. Inne niż istotne postanowienia kontraktu na różnicę

5.1. Uwagi wstępne

W tym miejscu zostaną scharakteryzowane kolejne, wybrane, elementy kontraktów na różnicę. Określone zostały one mianem „innych niż istotne". Nazwa może być myląca – nie chodzi bowiem o to, że postanowienia istotne są ważniejsze niż nie-istotne. Niejednokrotnie to właśnie omawiane niżej postanowienia mają decydujący wpływ na ekonomiczny wynik transakcji. Wskazany termin używany jest tylko w tym sensie, że nie są to elementy, które składają się na zaproponowaną wyżej definicję kontraktów na różnicę. Jednocześnie należy

[1104] A. Klein, *Elementy stosunku zobowiązaniowego*, Wrocław 2005, s. 51-52.

mieć świadomość, że są to jedynie wybrane składniki kontraktów na różnicę, które z jednej strony są charakterystyczne dla CFDs, a z drugiej zasługują na dokładniejszą analizę prawną.

5.2. Depozyt zabezpieczający

Wyniki badań empirycznych jednoznacznie dowodzą, że depozyt zabezpieczający jest elementem kontraktów na różnicę oferowanych przez wszystkie badane firmy inwestycyjne. Mechanizm pobierania i uzupełniania depozytu zabezpieczającego został przedstawiony w rozdziale III[1105]. W tym miejscu należy zbadać jego charakter prawny.

W związku z wyżej postawionym celem na wstępie trzeba odpowiedzieć na pytanie, czy depozyt zabezpieczający ma charakter częściowego spełnienia świadczenia, jest rodzajem zabezpieczenia[1106], czy też ewentualnie pełni rolę innego zastrzeżenia umownego. Z ekonomicznego punktu widzenia wpłata depozytu zabezpieczającego może być traktowana jako świadczenie częściowe. Należy bowiem przypomnieć, że kontrakty na różnicę są wyceniane na bieżąco[1107], a w związku z tym klient jest zobowiązany do stałego monitorowania środków pieniężnych zgromadzonych na rachunku i do ich uzupełnienia, gdy bieżące saldo spadnie poniżej poziomu depozytu zabezpieczającego[1108]. Przykładowo: inwestor zawarł kontrakt na różnicę na cenę akcji określonej spółki zajmując długą pozycję. Wysokość depozytu zabezpieczającego wynosiła 1 procent. Jeśli „kupił" on 100 akcji po cenie 100 złotych za akcję, to znaczy, że 100 złotych z jego rachunku pieniężnego zostało zablokowanych na potrzeby depozytu zabezpieczającego (100x100x1%). Następnego dnia, wbrew przewidywaniom inwestora, akcje potaniały i kosztują 99,90 złotych. Jego potencjalne zobowiązanie wobec drugiej strony transakcji wynosi zatem 10 złotych [100*(100-99,90)]. W takiej sytuacji firma inwestycyjna zablokuje kolejne 10 złotych z rachunku pieniężnego klienta. Jeżeli jednak klient nie posiada wolnych środków na rachunku, wówczas firma inwestycyjna może zamknąć jego pozycje, stosując procedurę *stop out,* ponieważ bieżące saldo rachunku (90 złotych) jest niższe od wymaganego poziomu depozytu zabezpieczającego[1109]. Wówczas strata

[1105] Zob. rozdział III, pkt 3.6.
[1106] Na te dwie możliwości wskazuje A. Chłopecki w odniesieniu do kontraktów terminowych, zob. A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 367-368.
[1107] P. Gołębiowski, *Kontrakty…*, s. 34.
[1108] Zob. rozdział III, pkt 3.6.
[1109] Mechanizm funkcjonowania depozytu zabezpieczającego na rynku Forex przedstawia G. Zalewski, zob. G. Zalewski, *Kontrakty…*, s. 62-64.

klienta z tej transakcji wyniesie 10 złotych i tę kwotę firma inwestycyjna jako druga strona transakcji pobierze z kwoty depozytu zabezpieczającego. Powyższy przykład ilustruje, że zasadniczo suma, której może się domagać firma inwestycyjna w wykonaniu kontraktu na różnicę, nie powinna przekroczyć kwoty depozytu zabezpieczającego. Biorąc to pod uwagę można twierdzić, że w ujęciu ekonomicznym depozyt zabezpieczający pełni funkcję świadczenia, jakie ma do spełnienia klient w wykonaniu kontraktu na różnice.

Podobieństwa między spełnieniem świadczenia przez klienta a depozytem zabezpieczającym można dopatrywać się jednak wyłącznie na płaszczyźnie ekonomicznej, a nie prawnej. Trzeba bowiem zwrócić uwagę, że klient może zyskać na kontrakcie na różnicę. Jeżeli transakcja zostanie zakończona w chwili, gdy cena instrumentu bazowego będzie dla klienta korzystna, wówczas to on będzie miał roszczenie do firmy inwestycyjnej o zapłatę różnicy w cenie aktywu bazowego, zaś kwota depozytu będzie przez firmę inwestycyjną odblokowana. Trudno wówczas sądzić, że firma inwestycyjna zwraca pobrane świadczenie. Do jego otrzymania nie byłaby uprawniona, bowiem dopiero w chwili wykonania umowy okazuje się, która ze stron kontraktu na różnicę jest obowiązana spełnić świadczenie i w jakiej wysokości. Nie można więc uznać, by depozyt zabezpieczający rozumiany był jako część lub całość należnego świadczenia[1110].

Co więcej, w przypadku kontraktów na różnicę tylko jedna strona umowy – klient – ma obowiązek utrzymywania depozytu zabezpieczającego. Odróżnia to omawianą umowę od kontraktu *futures* zawieranego na giełdzie. Nie sposób więc w przypadku CFDs uznać, że wpłacane przez strony depozyty są świadczeniami ciągłymi stron, realizowanymi przez cały czas trwania kontraktu, w zależności od ruchu cen instrumentu bazowego. Nie ma podstaw by sądzić, że jedna strona CFD (klient) ma spełnić świadczenie o charakterze ciągłym, polegające na bieżącym uzupełnianiu depozytu zabezpieczającego, zaś druga stron wyłącznie jednorazowe świadczenie wypłacane w chwili zakończenia transakcji.

Trudno uznać także depozyt zabezpieczający za zaliczkę. W doktrynie zaliczka jest najczęściej rozumiana jako częściowa zapłata na poczet świadczenia[1111]. Podkreśla się, że musi być dana przed spełnieniem świadczenia przez drugą stronę, gdyż jest ona wręczana „nie za

[1110] Tak też A. Chłopecki w odniesieniu do kontraktów terminowych, zob. A. Chłopecki, *Opcje…,* s. 367-368. Przeciwko uznaniu depozytu zabezpieczającego za spełnienie świadczenia w przypadku kontraktów terminowych opowiedział się A. Powierża, zob. A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa gwarancyjna*, PPH, 2004, nr 1, s. 41.

[1111] A. Zbiegień-Turzańska, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA. Zobowiązania. Część ogólna,* Warszawa 2017, s. 333; M. Lemkowski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II. Komentarz. Art. 353-626*, Warszawa 2022, s. 452.

coś, lecz na poczet czegoś”[1112]. Jedynym szczególnym skutkiem prawnym zaliczki jest to, że może być ona zarachowana *a conto* należnego świadczenia. Co charakterystyczne, w przypadku niewywiązania się przez kontrahenta z umowy, strona dająca zaliczkę może jedynie żądać jej zwrotu[1113]. W związku z tym, że zaliczka jest rodzajem częściowego spełnienia świadczenia pieniężnego, należy odrzucić możliwość kwalifikowania depozytu zabezpieczającego jako zaliczki, posługując się wyżej podanymi argumentami. W momencie zawarcia kontraktu na różnicę i ustanowienia depozytu zabezpieczającego nie jest wiadome, która ze stron będzie zobowiązana do spełnienia świadczenia. Jeśli klient firmy inwestycyjnej trafnie przewidzi ruch cen instrumentu bazowego, wówczas nie będzie w ogóle zobowiązany do jakiegokolwiek świadczenia. Nie można więc uznać, by wpłacał zaliczkę na poczet świadczenia, którego potem wcale nie musiałby spełniać.

Depozyt zabezpieczający nie jest także zadatkiem, rozumianym w sensie ścisłym. Zgodnie z art. 394 § 1 k.c., w braku odmiennego zastrzeżenia umownego albo zwyczaju zadatek dany przy zawarciu umowy ma to znaczenie, że w razie niewykonania umowy przez jedną ze stron druga strona może bez wyznaczenia terminu dodatkowego od umowy odstąpić i otrzymany zadatek zachować, a jeżeli sama go dała, może żądać sumy dwukrotnie wyższej. Jak wynika z przeprowadzonych badań empirycznych, strony kontraktu na różnicę regulują szczegółowo skutki ustanowienia depozytu zabezpieczającego, które ograniczają się do tego, że firma inwestycyjna może zaliczyć tę sumę na poczet należnej jej kwoty, zaś jeśli to klient będzie uprawniony do otrzymania świadczenia, wówczas depozyt zabezpieczający zostanie zwolniony. Wskazane konsekwencje wiążące się z depozytem zabezpieczającym wyraźnie różnią się od skutków zadatku z art. 394 § 1 k.c. Nadto, wręczenie zadatku jest czynnością realną, wymagającą przekazania przedmiotu zadatku[1114]. Tymczasem, jak wynika z przeprowadzonych badań, suma depozytu zabezpieczającego pozostaje na rachunku pieniężnym klienta.

Nie można uznać również depozytu zabezpieczającego za odstępne. Stosownie do art. 396 k.c., jeżeli zostało zastrzeżone, że jednej lub obu stronom wolno od umowy odstąpić za zapłatą oznaczonej sumy (odstępne), oświadczenie o odstąpieniu jest skuteczne tylko wtedy, gdy zostało złożone jednocześnie z zapłatą odstępnego. Analiza wzorców umownych stosowanych na rynku Forex nie pozwala na uznanie, by strony przewidziały możliwość

[1112] A. Olejniczak, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5…,* s. 1238.
[1113] M. Tenenbaum, *Instytucja zadatku w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 2008, s. 347.
[1114] W. Wenda, [w:] M. Załucki (red.), *Kodeks...*, s. 878.

odstąpienia od zawartego kontraktu na różnicę za zapłatą depozytu zabezpieczającego. Nadto, w takiej sytuacji klient mógłby ponieść stratę na CFDs wyłącznie do kwoty depozytu zabezpieczającego, a w praktyce niekiedy ta strata może być wyższa. Druga strona CFD nie mogłaby wówczas domagać się zapłaty kwoty przewyższającej sumę depozytu, jako że doszłoby do skutecznego odstąpienia przez klienta od kontraktu na różnicę.

Ostatecznie więc trzeba stwierdzić, że depozyt zabezpieczający jest rodzajem zabezpieczenia roszczenia warunkowego przysługującego firmie inwestycyjnej. Prócz wyżej wskazanych argumentów, kwestionujących możliwość uznania depozytu za rodzaj spełnienia świadczenia czy dodatkowego zastrzeżenia umownego, należy odwołać się do wyników badań empirycznych, opisanych w rozdziale III. Wynika z nich niezbicie, że firmy inwestycyjne traktują depozyt zabezpieczający jako rodzaj zabezpieczenia. Przyjęte przez badane podmioty regulaminy świadczenia usług maklerskich wprost przyjmują, że depozyt stanowi zabezpieczenie. Zasadniczo, wskazuje na to też sama jego nazwa „depozyt zabezpieczający", która powszechnie stosowana jest w obrocie. Tak też przyjmuje się w doktrynie w odniesieniu do kontraktów terminowych[1115].

W tym miejscu należy odpowiedzieć na pytanie, czy depozyt zabezpieczający można zakwalifikować jako jeden ze znanych doktrynie i orzecznictwu rodzajów zabezpieczeń. Tradycyjnie zabezpieczenia wierzytelności dzieli się na osobiste i rzeczowe. Pierwsze z wymienionych polegają na tym, że obok dłużnika głównego pojawia się nowa osoba – dłużnik dodatkowy, który staje się zobowiązany do spełnienia świadczenia. Natomiast zabezpieczenia rzeczowe dotyczą oznaczonego przedmiotu majątkowego, z którego wierzyciel może zaspokoić się w określony sposób[1116]. Co oczywiste, depozyt zabezpieczający może być kwalifikowany wyłącznie jako zabezpieczenie rzeczowe. Spośród tych zabezpieczeń, znanych z praktyki obrotu i analizowanych w doktrynie, należy rozważyć te, które mają kształt zbliżony do depozytu zabezpieczającego, tj. zastaw, kaucję gotówkową, przewłaszczenie na zabezpieczenie oraz blokadę rachunku.

Zastaw został uregulowany w art. 306 -335 k.c. Zgodnie z art. 306 § 1 k.c., w celu zabezpieczenia oznaczonej wierzytelności można rzecz ruchomą obciążyć prawem, na mocy którego wierzyciel będzie mógł dochodzić zaspokojenia z rzeczy bez względu na to, czyją stała się własnością, i z pierwszeństwem przed wierzycielami osobistymi właściciela rzeczy,

[1115] A. Chłopecki, *Opcje…,* s. 367-368; A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa…*, s. 41.
[1116] J. Ignatowicz, *Prawo rzeczowe*, Warszawa 1994, s. 238-239.

wyjąwszy tych, którym z mocy ustawy przysługuje pierwszeństwo szczególne. W związku z tym można zadać pytanie, czy depozyt zabezpieczający stanowi zastaw na określonej sumie pieniężnej. Na powyższe pytanie należy odpowiedzieć przecząco. Przede wszystkim w literaturze kwestionuje się możliwość ustanowienia tzw. zastawu nieprawidłowego, tzn. zastawu, którego przedmiotem będą pieniądze lub inne rzeczy oznaczone co do gatunku[1117]. Wskazuje się bowiem, że kodeksowa regulacja zastawu nie zawiera odpowiednika art. 264 k.c., traktującego o tzw. użytkowaniu nieprawidłowym[1118]. Po drugie, umowa ustanawiająca zastaw ma charakter realny – konieczne dla jej zawarcia jest wydanie rzeczy zastawnikowi[1119]. Tymczasem suma depozytu zabezpieczającego pozostaje nadal na rachunku klienta firmy inwestycyjnej – nie dochodzi zatem do „wydania" przedmiotu zabezpieczenia. Stąd depozyt zabezpieczający nie może być traktowany jako zastaw na sumie pieniężnej.

Drugim z zabezpieczeń o podobnym kształcie jurydycznym do depozytu zabezpieczającego jest kaucja gotówkowa. W piśmiennictwie przyjmuje się, że kaucja jest umową, przez którą kaucjodawca przekazuje kaucjobiorcy określoną sumę pieniężną (ew. inne walory) na zabezpieczenie roszczeń wierzyciela z tytułu określonego stosunku zobowiązaniowego[1120]. W wyniku tej umowy własność przedmiotu kaucji zostaje przeniesiona na kaucjobiorcę, który ma obowiązek zwrotu takiej samej sumy pieniężnej po ustaniu stosunku kaucji[1121]. Jednak w przypadku niewykonania lub nienależytego wykonania zabezpieczonego zobowiązania, kaucja nie podlega zwrotowi, tylko zaliczeniu na należne świadczenie lub odszkodowanie[1122]. Kaucja stanowi umowę nienazwaną, dopuszczalną w granicach zasady swobody umów, jest też częściowo regulowana przez przepisy szczególne odnoszące się do wybranych dziedzin życia gospodarczego[1123]. Stąd w doktrynie wyróżnia się kaucję bankową, o której mowa w art. 102 Prawa bankowego oraz kaucję mieszkaniową, unormowaną w art. 6 ustawy z dnia 21 czerwca 2021 roku o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego[1124]. Co istotne, w typowym stosunku kaucyjnym

[1117] S. Rudnicki, G. Rudnicki, J. Rudnicka, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II, Własność i inne prawa rzeczowe,* Warszawa 2016, s. 766; J. Gołaczyński, [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks…*, s. 690; odmiennie: K. Zaradkiewicz, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I.*., s. 1042-1044.
[1118] J. Gołaczyński, [w:] E. Gniewek (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 4. Prawo rzeczowe,* Warszawa 2021, s. 350-351.
[1119] G. Sikorski, [w:] J. Ciszewski, P. Nazaruk (red.), *Kodeks…*, s. 552-553.
[1120] A. Janiak, *Kaucja jako zabezpieczenie wierzytelności*, w: T. Sokołowski (red.), *Współczesne tendencje w dziedzinie zabezpieczania wierzytelności*, Poznań 2013, s. 54-55.
[1121] R. Lonchgchamps de Berier, *Zobowiązania…,* s. 621-622;
[1122] A. Janiak, *Kaucja…*, [w:] T. Sokołowski (red*.), Współczesne tendencje…*, s. 54-55.
[1123] Tamże, s. 55-58.
[1124] Dz.U. 2001 nr 71 poz. 733 ze zm.

przedmiot kaucji musi zostać wydany kaucjodawcy, który może z niego swobodnie korzystać[1125]. Wskazana cecha umowy kaucji gotówkowej sprawia, że nie można uznać depozytu zabezpieczającego za rodzaj kaucji. Jak wynika bowiem z przeprowadzonych badań empirycznych, depozyt zabezpieczający stanowi sumę pieniężną, która jest „blokowana" na rachunku pieniężnym klienta firmy inwestycyjnej. Nie dochodzi zatem do przeniesienia posiadania przedmiotu depozytu przez wydanie środków pieniężnych drugiej stronie umowy. W związku z tym, nie można uznać, by depozyt zabezpieczający stanowił kaucję gotówkową, choć niewątpliwie są to bardzo zbliżone sposoby zabezpieczenia wierzytelności.

W dalszej kolejności trzeba rozważyć, czy depozyt zabezpieczający może stanowić przewłaszczenie na zabezpieczenie. Przywołana konstrukcja stanowi umowę nienazwaną, na mocy której dłużnik przenosi na wierzyciela własność rzeczy, zaś wierzyciel zobowiązuje się do korzystania z niej tylko w granicach określonych w umowie, a także do zwrotnego przeniesienia własności rzeczy po zaspokojeniu zabezpieczonej wierzytelności[1126]. Także ten kontrakt ma swoje cząstkowe uregulowanie w Prawie bankowym[1127]. Już *prima facie* widoczne jest podobieństwo tego zabezpieczenia do umowy kaucji. W piśmiennictwie istnieje spór o stosunek kaucji do przewłaszczenia na zabezpieczenie. Według jednych autorów, umowa kaucji jest rodzajem przewłaszczenia na zabezpieczenie o szczególnym przedmiocie, który stanowią pieniądze[1128]. Natomiast większość doktryny opowiada się za odmiennym stanowiskiem, zgodnie z którym są to osobne umowy[1129]. Reprezentujący ten pogląd autorzy wskazują jednak różne kryteria rozgraniczenia przywołanych sposobów zabezpieczenia wierzytelności. Według A. Kawulskiego, różnica tkwi w przedmiocie zabezpieczenia, gdyż w przypadku kaucji przedmiotem będą środki pieniężne, zaś w odniesieniu do przewłaszczenia na zabezpieczenie – ruchomości i papiery wartościowe (autor przy tym odnosi się wyłącznie do kaucji i przewłaszczenia uregulowanych w ustawie – Prawo bankowe)[1130]. Jako różnicę między omawianymi umowami wskazuje się także fakt, że w przypadku przewłaszczenia na zabezpieczenie przedmiot zabezpieczenia pozostaje zwykle w posiadaniu dłużnika, zaś

[1125] J. Gołaczyński, A. Stangret, *Zabezpieczenie o charakterze kaucyjnym*, „Rejent", 2001, nr 11, s. 73, także: Z. Ofiarski, *Prawo…*, s. 633
[1126] J. Ignatowicz, *Prawo…*, s. 240.
[1127] Art. 101 Prawa bankowego.
[1128] I. Karasek [w:] F. Zoll (red.) *Prawo bankowe. Komentarz. Tom II,* Zakamycze 2005, s. 215; podobnie: J. Brol, *Zastaw rejestrowy na tle innych form zabezpieczenia wierzytelności*, „Bezpieczny Bank", 1998, nr 2, s. 134.
[1129] G. Sikorski, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 281-282. Takie stanowisko na gruncie Prawa bankowego wyraził też SN, zob. uchwała Sądu Najwyższego z dnia 24 października 2001 r., sygn. III CZP 58/01, LEX nr 49108.
[1130] A. Kawulski, *Prawo…*, s. 438; Podobnie: B. Smykla, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2011, s. 400; H. Kosiński, [w:] H. Gronkiewicz-Waltz (red.), *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013, s. 348.

przedmiot kaucji winien być przekazany kaucjobiorcy[1131]. Za podstawowe kryterium różnicowania tych umów należy jednak uznać fakt, że przewłaszczenie na zabezpieczenie ma charakter fiducjarny, w odróżnieniu od kaucji. W przypadku przewłaszczenia na zabezpieczenie wierzyciel jest powiernikiem – ma obowiązek pieczy nad przedmiotem zabezpieczenia. W szczególności, jeśli tym przedmiotem są pieniądze, winien je wyodrębnić od pozostałych swoich środków. Powierniczego charakteru nie ma natomiast umowa kaucji - kaucjobiorca może swobodnie dysponować przedmiotem tej umowy[1132].

Biorąc pod uwagę powyższe należy uznać, że zwykle depozyt zabezpieczający nie może być kwalifikowany jako przewłaszczenie na zabezpieczenie. Jak wynika bowiem z przeprowadzonych badań, większość firm inwestycyjnych w swoich regulaminach nie przewidziała, by kwota depozytu zabezpieczającego przechodziła na własność drugiej strony kontraktu na różnicę. Najczęściej klient jest jedynie pozbawiony prawa do rozporządzania tymi środkami. Tylko jedna firma inwestycyjna zastrzegła w swoim wzorcu umownym przejście własności środków pieniężnych stanowiących depozyt zabezpieczający. Jeżeli taka klauzula została w umowie przewidziana, wówczas depozyt zabezpieczający będzie miał charakter przewłaszczenia na zabezpieczenie. W wyniku przewłaszczenia pieniądze przechodzą na własność drugiej strony kontraktu na różnicę, lecz pozostają we władaniu klienta – na jego rachunku pieniężnym. Charakterystyczny jest przy tym sposób wykonania tego zabezpieczenia. Jeśli zobowiązanym do zapłaty okaże się klient – wówczas druga strona zaliczy odpowiednią kwotę na poczet swojego roszczenia. Jeśli zaś klient będzie uprawnionym do otrzymania świadczenia – własność środków pieniężnych zostanie zwrotnie przeniesiona na klienta.

Wydaje się, że najczęściej depozyt zabezpieczający winien być kwalifikowany jako „blokada rachunku". Wspomniany sposób zabezpieczenia to umowa, która wyłącza możliwość składania dyspozycji przez posiadacza rachunku w odniesieniu do określonej kwoty zgromadzonej na rachunku do czasu wygaśnięcia zabezpieczonej wierzytelności[1133]. Jeśli dłużnik nie wykona zabezpieczonego zobowiązania, wówczas wierzyciel będzie mógł pobrać niespłaconą kwotę z zablokowanych na rachunku dłużnika środków[1134]. Od omówionych wyżej umów kaucji i przewłaszczenia na zabezpieczenie blokada rachunku różni się tym, że

[1131] A. Janiak, *Kaucja…*, s. 66.
[1132] Ł. Przyborowski [w:] J. Dybiński (red.), *Prawo bankowe. Komentarz*, komentarz do art. 102, uwaga 11, Legalis; M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 813.
[1133] L. Kociucki, [w:] B. Bajor i in., *Prawo bankowe. Komentarz do przepisów cywilnoprawnych*, Warszawa 2020, s. 856.
[1134] J. Gołaczyński, A. Stangret, *Zabezpieczenie…*, s. 78.

nie powoduje przejścia własności środków pieniężnych na drugą stronę, ani nie wywołuje konieczności przeniesienia posiadania tych pieniędzy[1135]. Należy uznać, że wspomniana konstrukcja najlepiej oddaje istotę depozytu zabezpieczającego. Zwykle bowiem własność środków pieniężnych nie jest przenoszona na drugą stronę kontraktu na różnicę, a suma depozytu pozostaje wciąż na rachunku klienta. Wreszcie, wszystkie badane firmy inwestycyjne w swoich regulaminach w odniesieniu do depozytu zabezpieczającego używały określenia „blokowania" pieniędzy na rachunku klienta. Jeżeli zatem treść umowy nie stanowi o przejściu własności sumy depozytu zabezpieczającego, to należy przyjąć, że ustanowione zabezpieczenie ma charakter blokady rachunku pieniężnego. Realizacja wskazanego zabezpieczenia nastąpi, jeśli klient będzie w wyniku rozliczenia transakcji zobowiązany do zapłaty. Wtedy firma inwestycyjna będzie uprawniona do pobrania z konta klienta odpowiedniej kwoty depozytu. Natomiast gdy klient odnotuje zysk, wówczas firma inwestycyjna zwolni blokadę pieniędzy stanowiących depozyt zabezpieczający.

5.3. Termin wygaśnięcia kontraktu na różnicę

Innym postanowieniem umownym charakterystycznym dla kontraktów na różnicę, który należy przybliżyć, jest określenie terminu wygaśnięcia CFD. Jak wynika z ustaleń, które przedstawiono w rozdziale III, w większości regulaminów firm inwestycyjnych zastrzeżono termin, po upływie którego otwarte pozycje klientów ulegają automatycznemu zamknięciu[1136]. Najczęściej firmy inwestycyjne w przyjmowanych przez siebie wzorcach umownych przewidywały, że do przymusowego zakończenia transakcji dochodzi po upływie roku od zawarcia CFD. Stąd należy uznać, że postanowienie umowne dotyczące wygaśnięcia umowy po upływie określonego okresu, jest typową klauzulą składającą się na treść kontraktu na różnicę.

Powyższe uwagi nie odpowiadają dotychczasowym ustaleniom polskiej doktryny. Według A. Chłopeckiego, w treści CFD nie jest zastrzegany termin wykonania umowy, co odróżnia omawiany derywat od kontraktów terminowych[1137]. Tożsame stanowisko zostało

[1135] Z. Ofiarski, *Prawo…*, s. 632-633; Ł. Przyborowski [w:] J. Dybiński (red.), *Prawo bankowe. Komentarz*, komentarz do art. 102, uwaga 11.1, Legalis.
[1136] Zob. rozdział III pkt 3.5.
[1137] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…*, s. 254.

wyrażone w piśmiennictwie niemieckim[1138]. W świetle poczynionych wcześniej uwag przywołane stanowiska doktrynalne należy zniuansować. Treść kontraktu na różnicę nie musi zawierać postanowień dotyczących terminu wykonania umowy. To odróżnia ten derywat od kontraktów terminowych, które ze swej istoty muszą zastrzegać termin ich rozliczenia. Niewątpliwie jednak, większość kontraktów na różnicę ma określony termin, po którym dochodzi do ich wygaśnięcia. Powyższe upodabnia analizowane instrumenty pochodne do kontraktów *futures.* Rzeczony termin jest jednak zwykle dłuższy od terminów zastrzeganych standardowo w kontraktach *futures*. Nadto, zasadą w przypadku kontraktów na różnicę jest to, że wygasają one na skutek decyzji klienta o zamknięciu pozycji, zaś rozliczenie kontraktu po upływie przewidzianego terminu trzeba traktować jako wyjątek od reguły.

Przewidywanie w regulaminach firm inwestycyjnych terminu, po którym następuje automatyczne rozliczenie transakcji CFD, nie może dziwić. Trzeba przypomnieć, że jednym z elementów definiujących kontrakt na różnicę jest wyłączne uprawnienie klienta do oznaczenia chwili wykonania umowy. Wobec powyższego mogłoby dojść do sytuacji, w której klient celowo nie podejmuje decyzji o rozliczeniu umowy, gdyż cena instrumentu bazowego kształtuje się na niekorzystnym dla niego poziomie. Taki stan mógłby utrzymywać się nawet przez lata, gdyż klient oczekiwałby, że wartość aktywu bazowego wreszcie zmieni się zgodnie z jego oczekiwaniami. Wówczas sytuacja klienta byłaby wyraźnie korzystniejsza niż drugiej strony transakcji. Natomiast zastrzeżenie terminu, po którym dochodzi do wygaśnięcia transakcji, pozwala na wyrównanie szans stron omawianej umowy.

6. Charakter prawny kontraktu na różnicę

Po przeprowadzeniu analizy charakterystycznych klauzul umownych występujących w kontraktach na różnicę należy przejść do omówienia charakteru prawnego tej umowy. W tym celu konieczne jest odwołanie się do tradycyjnych klasyfikacji umów utrwalonych w doktrynie prawa cywilnego i wskazanie, jak na tym tle przedstawia się CFD.

[1138] Ch. Kumpan [w:] E.Schwark, D. Zimmer (red.), *Kapitalmarktrechts - Kommentar. Wertpapierhandelsgesetz*, komentarz do § 2, wyd. 2020, Beck–Online.

6.1. Kontrakt na różnicę jako umowa dwustronnie zobowiązująca

W piśmiennictwie dość podobnie definiuje się umowy jednostronnie i dwustronnie zobowiązujące. Jak wskazał R. Longchamps de Berier, w umowie jednostronnej tylko jedna strona jest zobowiązana, podczas gdy w dwustronnej obowiązki istnieją obu stronach[1139]. Innymi słowy, w przypadku umów jednostronnie zobowiązujących jedna ze stron jest tylko dłużnikiem, a druga wierzycielem, zaś przy dwustronnych – każda ze stron jest zarówno wierzycielem jak i dłużnikiem[1140]. Do umów jednostronnie zobowiązujących zalicza się przykładowo: darowiznę, poręczenie, do umów dwustronnie zobowiązujących zaś: sprzedaż, najem, pożyczkę[1141].

W związku z powyższym należy rozważyć, czy kontrakt na różnicę jest umową dwustronnie zobowiązującą. Przywołana kwestia nie jest oczywista. W wyniku wykonania CFD, tylko jedna ze stron będzie zobowiązana do zapłaty, zaś druga będzie wyłącznie uprawniona do uzyskania świadczenia pieniężnego. W związku z tym można postawić pytanie, czy powyższe świadczy o jednostronnym charakterze omawianej umowy.

Tę wątpliwość podniósł A. Chłopecki w odniesieniu do kontraktów terminowych z rozliczeniem pieniężnym. Ostatecznie jednak przywołany autor stanął na stanowisku, że kontrakt terminowy nierzeczywisty jest umową dwustronnie zobowiązującą, gdyż obie jego strony do chwili jego zakończenia są zobowiązane, choć to zobowiązanie ma charakter jedynie potencjalny (warunkowy)[1142]. Tożsamy pogląd wyrażają na gruncie kontraktów terminowych inni autorzy[1143].

Należy przychylić się do powyższego stanowiska także w odniesieniu do kontraktów na różnicę. Nie można przyjąć, że przez tę umowę tylko jedna strona byłaby zobowiązana. Umowa trwa od chwili jej zawarcia i do czasu jej wykonania każda ze stron jest jednocześnie wierzycielem i dłużnikiem. Różnica między omawianym kontraktem a typowymi umowami dwustronnie zobowiązującymi jest tylko taka, że w przypadku CFD obie strony są zobowiązane jedynie warunkowo – zajmujący „długą pozycję" będzie zobowiązany do zapłaty, jeśli wartość instrumentu bazowego spadnie, zaś zajmujący „krótką pozycję" będzie zobowiązany, jeśli

[1139] R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…*, s. 144.
[1140] W. Czachórski, *Zobowiązania…*, s. 104.
[1141] Z. Radwański, *Zobowiązania…,* s. 124; R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…*, s. 144.
[1142] A. Chłopecki, *Opcje…,* s. 194-195.
[1143] A. Wiśniewski, *Umowy losowe w prawie polskim*, Warszawa 2009, s. 146; T. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 161; M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 161, W. Kocot, [w:] A. Brzozowski i in., *Zobowiązania…,* s. 530.

wartość tego aktywu wzrośnie. Gdyby nie uznać klienta firmy inwestycyjnej za dłużnika, nie sposób byłoby wytłumaczyć, dlaczego ustanawia depozyt zabezpieczający, stanowiący rodzaj zabezpieczenia wierzytelności przysługującej drugiej stronie kontraktu na różnicę. Z drugiej strony klient jest także wierzycielem, ponieważ jeżeli cena instrumentu bazowego zmieni się według jego założeń, będzie uprawniony do otrzymania świadczenia od drugiej strony. Sam fakt, że finalnie ciężar ekonomiczny transakcji poniesie tylko jedna ze stron nie sprawia, że kontrakt na różnice mógłby być kwalifikowany jako umowa jednostronnie zobowiązująca.

W tym miejscu należy ustalić, do spełnienia jakich świadczeń zobowiązują się obie strony kontraktu na różnicę. We wcześniejszych fragmentach pracy przyjmowano, że każda ze stron zobowiązuje się do spełnienia świadczenia pieniężnego równego różnicy w cenie instrumentu bazowego, jeśli cena tego aktywu zmieni się w określony sposób. Natomiast w odniesieniu do kontraktów terminowych został w doktrynie wyrażony odmienny pogląd, zgodnie z którym świadczeniem stron tej umowy jest „przyjęcie ryzyka zmian ceny instrumentu bazowego w określonym momencie w przyszłości”[1144]. Z uwagi na podobieństwo konstrukcyjne tych umów do kontraktu na różnicę i oryginalność tej propozycji, należy pokrótce scharakteryzować tę koncepcję.

Przywołane zapatrywanie wyraził A. Powierża. Autor nawiązuje swoim stanowiskiem do sporu powstałego w doktrynie prawa ubezpieczeniowego dotyczącego określenia świadczenia ubezpieczyciela. Tradycyjnie wyróżnia się w tym zakresie dwa teorie: świadczenia pieniężnego oraz ponoszenia ryzyka. Zgodnie z pierwszą z nich, jedynym świadczeniem ubezpieczyciela jest świadczenie pieniężne spełniane w razie zajścia wypadku ubezpieczeniowego, natomiast według drugiej, świadczeniem ubezpieczyciela jest przejęcie ryzyka zajścia określonych zdarzeń[1145]. Korzystając z drugiego z wymienionych poglądów, A. Powierża konstatuje, że także w wypadku kontraktów terminowych świadczeniem stron nie jest zapłata sumy pieniężnej w określonej sytuacji, lecz przejęcie ryzyka zmiany cen instrumentu bazowego[1146]. Autor odwołuje się przy tym do poglądu A. Kleina, który odróżnia spełnienie świadczenia, stanowiące zrealizowania długu i zadośćuczynienie odpowiadającej długowi wierzytelności od wykonania poszczególnego obowiązku zgodnie z odpowiadającym mu roszczeniem wierzyciela[1147]. Zdaniem A. Kleina, dopiero wykonanie wszelkich obowiązków przez dłużnika sprawi, że

[1144] A. Powierża, *Transakcja terminowa – charakter prawny,* „Glosa”, 1999, nr 6, s. 10.
[1145] Zamiast wielu: B. Kucharski, *Świadczenie ubezpieczyciela w umowie ubezpieczenia mienia*, Warszawa-Łódź 2019, s. 105-107 i wskazana tam literatura.
[1146] A. Powierża, *Transakcja terminowa – charakter*…, s. 10.
[1147] A. Klein, *Elementy*..., s. 42.

spełni on świadczenie należycie[1148]. Korzystając z tego rozróżnienia, A. Powierża uznaje, że zapłata różnicy w cenie w wykonaniu kontraktu terminowego przez jedną ze stron jest tylko poszczególnym obowiązkiem, których suma składa się na spełnienie całego świadczenia[1149]. Nadto, autor wskazuje, że dzięki powyższemu ujęciu świadczenia w kontrakcie terminowym możliwa jest tożsama kwalifikacja prawna kontraktów terminowych z dostawą fizyczną i z rozliczeniem pieniężnym. W obu przypadkach świadczeniem stron jest przejęcie na siebie ryzyka zmiany ceny instrumentu bazowego, a jedynie poszczególne obowiązki składające się na to świadczenie będą w obu przypadkach różne (przeniesienie własności rzeczy w kontrakcie rzeczywistym, rozliczenie pieniężne w kontrakcie nierzeczywistym)[1150].

Przytoczony pogląd skrytykował A. Chłopecki. W jego ocenie, przedstawiona koncepcja utożsamia jeden z ekonomicznych celów kontraktu terminowego z jego prawną istotą. Omawiane umowy nie są bowiem zawierane wyłącznie dla zabezpieczenia przed wahaniami cen instrumentów bazowych, lecz także dla innych ekonomicznych celów, takich jak spekulacja lub arbitraż[1151]. Nadto, autor trafnie argumentował, że wszystkie umowy sprzedaży z przesuniętym w czasie rozporządzeniem mogą potencjalnie odgrywać funkcję zabezpieczającą[1152]. Być może pod wpływem tych argumentów A. Powierża nieco skorygował swoje stanowisko uznając potem, że świadczeniem stron w kontrakcie na różnicę jest zagwarantowanie określonej ceny aktywów bazowych w przyszłości. Takie ujęcie świadczenia, w ocenie autora, ma odpowiadać wszystkim możliwym celom ekonomicznym zawierania kontraktów na różnicę[1153].

Także w odniesieniu do kontraktów na różnicę można, wzorem A. Powierży, konstruować koncepcję, zgodnie z którą świadczeniem stron jest przejęcie ryzyka zmiany ceny instrumentu bazowego lub zagwarantowanie określonej ceny aktywów bazowych w przyszłości. Nie należy tego jednak czynić. Z pewnością świadczeniem strony kontraktu na różnicę nie jest przejęcie ryzyka, jakie wiąże się z wahaniem cen instrumentu bazowego. Takie ujęcie bowiem jest adekwatne wyłącznie dla inwestorów zawierających CFD w celach *hedgingowych*. Gdy zaś kontrakt na różnicę zostanie zawarty w celach spekulacyjnych, trudno uznać, by interes

[1148] Tamże.
[1149] A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa…,* s. 40.
[1150] Tamże.
[1151] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 192.
[1152] Tamże.
[1153] A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa…,* s. 40.

wierzyciela (jednej ze stron CFD) polegał na przerzuceniu ciężaru ryzyka zmiany cen instrumentu bazowego.

Nie można też przyjąć, że świadczeniem strony CFD jest zagwarantowanie określonej ceny instrumentu bazowego w przyszłości. Po pierwsze, w przypadku niektórych instrumentów bazowych, takich jak stawka klimatyczna czy statystyczna, trudno mówić o cenie takiego aktywu. Co jednak ważniejsze, zagwarantowanie określonej wartości instrumentu bazowego nie wyczerpuje całości świadczenia drugiej strony, co za tym idzie nie zaspokaja całego interesu wierzyciela. Kontrakt na różnicę zawierany jest bowiem zawsze na określoną ilość instrumentu bazowego. Interes wierzyciela będzie zaspokojony, jeśli otrzyma sumę, równą iloczynowi wolumenu transakcji i różnicy w cenie instrumentu bazowego. Samo zagwarantowanie określonej ceny przez dłużnika nie jest więc wystarczające, by określić je mianem świadczenia w kontrakcie na różnicę (podobnie w kontrakcie terminowym).

W związku z powyższym należy przyjąć, że świadczenie w kontrakcie na różnicę ma charakter pieniężny – polega na zapłacie sumy równej iloczynowi ilości instrumentu bazowego i różnicy w cenie, jaka powstała między zawarciem transakcji a chwilą jej wykonania. Jest to przy tym umowa dwustronnie zobowiązująca, gdyż każda ze stron do chwili wykonania umowy pozostaje warunkowo zobowiązana[1154].

6.2. Kontrakt na różnicę jako umowa odpłatna

W piśmiennictwie przyjmuje się, że umowa ma charakter odpłatny, jeśli każda strona ma na jej mocy uzyskać określoną korzyść majątkową[1155]. Tą korzyścią mogą być nie tylko pieniądze, ale także usługi, rzeczy czy prawa, byleby można było wycenić je pieniężnie[1156]. Zgodnie z przywołanym podziałem, umowami nieodpłatnymi będą przykładowo umowy: darowizny, użyczenia, przechowania, zlecenia bez wynagrodzenia[1157], zaś odpłatnymi - umowy sprzedaży, najmu, dzierżawy itp.

Wobec powyższej definicji należy ocenić, czy kontrakt na różnicę stanowi umowę odpłatną. W literaturze przedstawiony pogląd, zgodnie z którym CFD jest umową odpłatną z uwagi na

[1154] Tak też: P. Gołębiowski, *Kontrakty…,* s. 30.
[1155] A. Brzozowski, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5…,* s. 508.
[1156] Z. Radwański, *Zobowiązania…, s*. 125.
[1157] W. Czachórski, *Zobowiązania…*, s. 105.

wynagrodzenie pobierane przez firmę inwestycyjną w postaci *spreadu* i innych opłat[1158]. Należy zgodzić się z tym, że kontrakt na różnicę ma charakter odpłatny. Natomiast dla wyjaśnienia tego stanowiska nie trzeba odwoływać się do wynagrodzenia pobieranego przez firmę inwestycyjną. Mogłaby ona zrezygnować z pobieranych przez siebie opłat, a i tak kontrakt na różnicę pozostałby umową odpłatną. Istotą odpłatności tego kontraktu jest to, że każda ze stron mocą umowy nabywa roszczenie warunkowe o zapłatę różnicy w cenie instrumentu bazowego. Otrzymanie tego uprawnienia jest korzyścią majątkową, jaką uzyskują obie strony. W wyniku kontraktu na różnicę każda ze stron zwiększa swoje aktywa o warunkowe roszczenie, choć w ostatecznym rozrachunku tylko jedna ze stron będzie mogła z niego skorzystać.

Zatem, choć odpłatność często wiąże się z uzyskaniem wynagrodzenia[1159], to w przypadku kontraktu na różnicę to nie wynagrodzenie pobierane przez firmę inwestycyjną świadczy o odpłatności umowy. W przeciwnym razie giełdowy kontrakt terminowy typu *futures* musiałby być uznany za umowę nieodpłatną – jest on zawierany między firmami inwestycyjnymi, z których żadna nie pobiera wynagrodzenia od drugiej. Przeczyłoby to jednak istocie tej umowy, a także ustaleniom doktryny – powszechnie bowiem uważa się kontrakt terminowy za umowę odpłatną[1160]. Konkludując, z uwagi na fakt, że w wyniku zawarcia kontraktu na różnicę obie strony otrzymują przysporzenie w postaci roszczenia warunkowego, CFD trzeba uznać za umowę odpłatną.

6.3. Kontrakt na różnicę jako umowa wzajemna

Po stwierdzeniu, że kontrakt na różnicę stanowi umowę dwustronnie zobowiązującą oraz odpłatną należy ustalić, czy jest to umowa wzajemna. Pojęcie umowy wzajemnej, w przeciwieństwie do wcześniej omawianych kategorii umów, ma swoją normatywną definicję. Zgodnie z art. 487 § 2 k.c., umowa jest wzajemna, gdy obie strony zobowiązują się w taki sposób, że świadczenie jednej z nich ma być odpowiednikiem świadczenia drugiej.

[1158] P. Gołębiowski, *Kontrakty…,* s. 30.
[1159] Ł. Węgrzynowski, *Ekwiwalentność świadczeń w umowie wzajemnej*, Warszawa 2011, s. 151.
[1160] A. Borowski, *Konstrukcja…,* s. 161; A. Wiśniewski, *Umowy...,* s. 146; M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 116, W. Kocot, [w:] A. Brzozowski i in., *Zobowiązania…*, s. 530 P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 799.

W piśmiennictwie nie ma zgody co do tego, kiedy świadczenie jednej strony jest odpowiednikiem świadczenia drugiej. Można w tym zakresie wyróżnić 3 poglądy. Według koncepcji subiektywnej ekwiwalentności świadczeń umowy są wzajemne, gdy świadczenia stron są ekwiwalentne według oceny stron (czyli według kryterium subiektywnego). Z kolei zgodnie z koncepcją obiektywnej ekwiwalentności umowy wzajemne muszą cechować się ekwiwalentnością świadczeń według miernika obiektywnego. Wreszcie ostatnia koncepcja (funkcjonalna) zakłada, że świadczenia w umowie wzajemnej mają być ze sobą powiązane, w taki sposób, że jedna strona zobowiązuje się spełnić świadczenie, by otrzymać świadczenie od drugiej strony[1161]. Należy przy tym zaznaczyć, że dawniejsza doktryna opowiadała się za pierwszym z wymienionych poglądów, podczas gdy obecnie, jak się wydaje, w piśmiennictwie przeważa teoria funkcjonalna[1162]. Natomiast koncepcja obiektywnej ekwiwalentności nie jest zasadniczo obecnie reprezentowana[1163].

Pojęcie umowy wzajemnej jest ściśle związane z wyżej omówionymi kategoriami umów: dwustronnie zobowiązujących i odpłatnych. Zwykle w piśmiennictwie przyjmuje się, że umowy wzajemne są kategorią podrzędną wobec tych dwóch wymienionych rodzajów umów. Istnieją zatem takie umowy, które są dwustronnie zobowiązujące i odpłatne, ale jednocześnie nie są kwalifikowane jako umowy wzajemne, takie jak umowa pożyczki czy umowa rachunku bankowego[1164]. To sprawia, że zasadne jest pytanie, czy kontrakt na różnicę, mimo uznania go za umowę dwustronnie zobowiązująca i odpłatną, ma także charakter wzajemny.

Rozważania należy rozpocząć od przeglądu stanowisk w doktrynie dotyczących pokrewnej umowy – kontraktu terminowego z rozliczeniem pieniężnym. Za uznaniem tego kontraktu za umowę wzajemną opowiedział się A. Powierża[1165]. Nie może to jednak dziwić zważywszy, że przywołany autor uznaje, iż świadczeniem każdej ze stron w kontrakcie terminowym jest przejęcie ryzyka zmiany cen instrumentu bazowego, co zostało już wyżej opisane. W takim ujęciu świadczenia obu stron niewątpliwie odpowiadają sobie, są funkcjonalnie sprzężone, a ich subiektywna wartość może być uznana za równorzędną[1166]. Za wzajemnością kontraktu

[1161] Zamiast wielu: A. Lutkiewicz-Rucińska, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…,* s. 897 i podana tam literatura.
[1162] A. Olejniczak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna…,* s. 767-768; Ł. Węgrzynowski, *Ekwiwalentność…,* s. 116.
[1163] A. Lutkiewicz-Rucińska, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…,* s. 897.
[1164] Ł. Węgrzynowski*, Ekwiwalentność…,* s. 144-146, 151-156.
[1165] A. Powierża, *Transakcja terminowa – charakter…,* s. 12.
[1166] Podobnie: P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,*s. 800.

terminowego opowiada się także W. Kocot, zaznaczając, że chodzi jedynie „o wzajemność subiektywną, która dotyczy ceny uzgodnionej przez strony w chwili zawarcia umowy”[1167].

Inni autorzy kwestionują możliwość uznania nierzeczywistego kontraktu terminowego za umowę wzajemną. Według A. Wiśniewskiego, choć strony na etapie zawarcia tego kontraktu mogą traktować swoje zobowiązania jako wzajemne odpowiedniki, to jednak z treści kontraktu terminowego wprost wynika, że jedna strona nigdy nie otrzyma świadczenia, co wyklucza możliwość uznania tej umowy za umowę wzajemną[1168]. Podobną argumentacją posługuje się A. Borowski. Przywołany autor nadto wskazuje, że nawet przy przyjęciu, że świadczenie w tej umowie polega na ponoszeniu ryzyka, to jednak świadczenia obu stron nie są ekwiwalentne, gdyż ryzyko ewentualnego spadku ceny instrumentu bazowego jest limitowane (bo nigdy nie będzie mniejsze niż 0), zaś ryzyko zwyżki ceny jest nieograniczone[1169]. Podobne stanowisko, już na gruncie kontraktów na różnicę, wyraził P. Gołębiowski. W jego ocenie zysk jednej strony CFD jest równoznaczny ze stratą drugiej, stąd trudno sądzić, by strony uważały swoje świadczenia za ekwiwalentne[1170].

Problem kwalifikacji kontraktu na różnicę jako umowy wzajemnej jest refleksem szerszego zagadnienia, tzn. możliwości uznania za umowę wzajemną umowy losowej. Powstaje bowiem pytanie, czy umową wzajemną może być umowa, w której nie tylko rozmiar, ale i w ogóle zaistnienie świadczenia są niepewne[1171]. Ilustracją tego problemu są spory doktrynalne dotyczące uznania umowy ubezpieczenia za wzajemną. Przedstawiciele piśmiennictwa, którzy aprobują teorię ponoszenia ryzyka uznają, że umowa ubezpieczenia ma charakter wzajemny, zaś ci autorzy, którzy przychylają się do koncepcji świadczenia pieniężnego, odmawiają jej takiego przymiotu[1172]. Za drugim z przywołanych stanowisk opowiedziało się orzecznictwo. Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 20 października 2006 roku wprost wskazał, że to, czy umowa ubezpieczenia jest umową wzajemną, zależy od stwierdzenia, na czym polega świadczenie ubezpieczyciela[1173]. Sąd Najwyższy w przytoczonej sprawie przyjął teorię świadczenia pieniężnego i nie uznał umowy ubezpieczenia za umowę wzajemną. Jak stwierdził SN, przy

[1167] W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania…,* s. 530., podobnie: M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 116.
[1168] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 147-148.
[1169] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 163-164.
[1170] P. Gołębiowski, *Kontrakty…,* s. 31.
[1171] W doktrynie wskazano, że umowy losowe, w których nie jest pewne w ogóle zaistnienie świadczenia, nie mają charakteru wzajemnego, zob. M. Lemkowski, *Wykonanie i skutki niewykonania zobowiązań z umów wzajemnych. Komentarz do art. 487-497 Kodeksu cywilnego*, Warszawa 2012, s. 22.
[1172] Ł. Węgrzynowski, *Ekwiwalentność…,* s. 423-429.
[1173] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 października 2006 r., sygn. IV CSK 125/06, LEX nr 357585.

skorzystaniu z teorii świadczenia pieniężnego „ujawnia się losowy charakter umowy; widoczny jest też brak ekwiwalentności świadczeń, gdyż albo ubezpieczający spełniając swe świadczenie nie otrzyma nic w zamian, gdy do wypadku nie dojdzie, albo świadczenie zakładu ubezpieczeń z reguły znacznie przewyższy świadczenie ubezpieczającego, gdy wypadek się zdarzy”[1174].

Z przedstawionym stanowiskiem, uzależniającym wzajemny charakter umowy ubezpieczenia od przyjmowanej teorii świadczenia ubezpieczyciela, nie zgodził się B. Kucharski. W jego ocenie umowa ubezpieczenia będzie umową wzajemną nawet jeśli przyjmuje się teorię świadczenia pieniężnego. Przywołany autor wskazuje, że oceny, czy umowa ubezpieczenia ma charakter wzajemny czy też nie, należy dokonywać *ex ante*, w chwili zawierania umowy, kiedy nie jest pewne, czy dojdzie do wypadku ubezpieczeniowego. Zdaniem B. Kucharskiego, strony umowy ubezpieczenia w chwili zawarcia umowy ubezpieczenia wymieniają obietnice, które są ekwiwalentne, co świadczy o wzajemności umowy ubezpieczenia[1175].

W tym miejscu należy odnieść powyższe uwagi do kontraktów na różnicę. Jak już wyżej wskazano, nie powinno kwalifikować się świadczeń stron CFD jako „ponoszenia ryzyka”, w takim sensie, w jakim rozumiane jest to pojęcie w doktrynie prawa ubezpieczeń. W związku z tym należy uznać, że świadczenie strony będzie miało charakter świadczenia pieniężnego. Jak już wyżej wskazano, konstrukcja CFD zakłada, że jedna strona umowy zobowiązuje się do zapłaty różnicy w cenie aktywu bazowego, jeśli ta cena spadnie, a druga – gdy wzrośnie[1176]. Choć zatem obie strony w wyniku zawarcia omawianej umowy zaciągają zobowiązanie, to obowiązek spełnienia świadczenia zawsze powstanie wyłącznie po jednej stronie.

Powyższą uwagę należy odnieść się do treści art. 487 § 2 k.c., zgodnie z którym umowa jest wzajemna, gdy obie strony zobowiązują się w taki sposób, że świadczenie jednej z nich ma być odpowiednikiem świadczenia drugiej. Jeśli więc każda ze stron CFD zobowiązuje się do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego, w zależności od spadku/wzrostu ceny tego aktywu, to już na etapie zawarcia umowy strony mają świadomość, że ich świadczenia nie będą ekwiwalentne z tej przyczyny, że ostatecznie tylko jedna strona spełni świadczenie. Nawet dokonując oceny *ex ante* nie sposób zatem stwierdzić, że świadczenia stron będą ekwiwalentne. Należy przy tym zaznaczyć, że art. 457 § 2 k.c. wymaga, by ekwiwalentne były świadczenia stron, a nie obietnice świadczenia. Zobowiązanie jednej strony CFD, odpowiada zobowiązaniu

[1174] Tamże. Podobnie: wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 listopada 2003 r., sygn. II CK 177/02, LEX nr 457755.
[1175] B. Kucharski, *Świadczenie…,* s. 140-141.
[1176] Rozdział V pkt 4.3.

drugiej, jednak analogiczna sytuacja nie występuje w przypadku świadczeń stron. Stąd, nie ma przeszkód, by uważać kontrakt na różnicę za umowę dwustronnie zobowiązującą – każda ze stron bowiem zobowiązuje się warunkowo. Jednocześnie nie można CFD uznać za umowę wzajemną, gdyż strony zobowiązują się w taki sposób, że jedno świadczenie nie odpowiada drugiemu - w wykonaniu umowy tylko jedno świadczenie będzie spełnione. Kontrakt na różnicę jest zatem umową dwustronnie zobowiązującą, odpłatną, lecz niewzajemną.

6.4. Kontrakt na różnicę jako umowa konsensualna

W doktrynie umowy dzieli się także na konsensualne i realne. Pierwszymi z wymienionych są te umowy, dla których zawarcia wymagane jest jedynie złożenie oświadczeń woli przez strony, z kolei w przypadku umów realnych konieczne są także inne elementy[1177]. Tradycyjnie, za taki dodatkowy element uważa się przeniesienie władztwa nad rzeczą[1178]. Sporne natomiast w doktrynie jest to, czy wskazanym elementem może być wpis do odpowiedniego rejestru publicznego[1179]. Takim rejestrem może być księga wieczysta, rejestr zastawów, ale także, co z punktu widzenia tematyki niniejszej pracy najbardziej interesujące, rachunek papierów wartościowych.

Zgodnie z art. 7 ust. 1 u.o.i.f., prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku (…). Natomiast stosownie do art. 7 ust. 2 zd.1 u.o.i.f, umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych. Treść cytowanych przepisów sprawia, że umowę przenoszącą papiery wartościowe charakteryzuje się w literaturze jako „quasi realną”[1180]. Dla przeniesienia papierów wartościowych (lub ich zaistnienia) nie wystarcza zgodna wola stron umowy, ale konieczny jest dodatkowy element – wpis na rachunek papierów wartościowych.

[1177] A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo…*, s. 247.
[1178] Z. Radwański, *Prawo cywilne…*, s. 188.
[1179] Zob. Z. Radwański, J. Grykiel, [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2…,* s. 260.
[1180] Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,* s. 261. i wskazaną tam literaturę.

Powyższe sprawia, że zasadne staje się pytanie o to, czy kontrakt na różnicę jest umową konsensualną czy też realną lub quasi-realną. Zgodnie z art. 8 ust. 1 u.o.i.f, „przepisy art. 7 stosuje się odpowiednio do niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu zorganizowanego (…)". Instrumentami finansowymi niebędącymi papierami wartościowymi są przykładowo instrumenty pochodne. Innymi słowy, wykreowanie instrumentu pochodnego w obrocie zorganizowanym wymaga elementu konstytutywnego, jakim jest wpis na odpowiedni rachunek. Przykładowo, w przypadku zawarcia kontraktu *futures* na giełdzie dla powstania odpowiednich roszczeń po obu stronach transakcji konieczny jest wpis na tzw. rachunek derywatów.

Należy jednak podkreślić, że przywołany art. 8 ust. 1 u.o.i.f. będzie miał zastosowanie jedynie do tych instrumentów finansowych, które są przedmiotem obrotu zorganizowanego. Obrót zorganizowany jest zaś definiowany jako obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w ASO (art. 3 pkt 9 u.o.i.f.). Tymczasem kontrakty na różnicę są instrumentami finansowymi (pochodnymi) zawieranymi w obrocie niezorganizowanym – na rynku Forex. Stąd nie ma do nich zastosowania art. 8 ust. 1 u.o.i.f., a w konsekwencji i art. 7 ust. 1 i 2 u.o.i.f.

W doktrynie przy tym został wyrażony pogląd, by do kontraktów na różnicę stosować art. 8 ust. 1 u.o.i.f. *per analogiam* i w związku z tym uznać, że CFD ma charakter *quasi*-realny[1181]. Trudno jednak zgodzić się z tą propozycją. Należy podkreślić, że w polskim prawie konsensualność czynności prawnych jest zasadą, zaś wyjątkiem są czynności realne[1182]. Zgodnie z tradycyjną zasadą wykładni, wyjątków nie należy interpretować rozszerzająco. Wobec tego nie powinno się też stosować analogii w celu powiększenia katalogu czynności stanowiących wyjątek, jakimi są w polskim prawie umowy realne. Toteż należy ostatecznie uznać, że kontrakty na różnicę stanowią umowy konsensualne – do ich zawarcia wystarczy wymiana zgodnych oświadczeń woli.

[1181] P. Gołębiowski, *Kontrakty…*, s. 29-30.
[1182] A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo…*, s. 247-248.

6.5. Kontrakt na różnicę jako umowa zobowiązująca

Doktryna prawa dzieli czynności prawne także na rozporządzające, zobowiązujące oraz zobowiązująco-rozporządzające (o podwójnym skutku). Rozporządzenia to czynności polegające na przeniesieniu, obciążeniu, ograniczeniu lub zniesieniu prawa podmiotowego[1183]. Natomiast czynności zobowiązujące powiększają pasywa osoby jej dokonującej, polegają na zobowiązaniu się względem innej osoby do świadczenia, które może być przy tym rozporządzeniem[1184]. Wreszcie, w trzeciej z wymienionych kategorii trzeba umiejscowić czynności, które przez samo zobowiązanie do rozporządzenia wywołują skutek rozporządzający[1185]. Do tej ostatniej grupy należą: umowa zobowiązująca do przeniesienia własności rzeczy oznaczonej co do gatunku (art. 155 § 1 k.c.), zobowiązanie do ustanowienia i przeniesienia użytkowania wieczystego (art. 234 i 237 k.c.), zobowiązanie do ustanowienia ograniczonego prawa rzeczowego (art. 245 k.c.), umowa zobowiązująca do przeniesienia wierzytelności (art. 510 § 1 k.c.), umowa zobowiązująca do zbycia spadku (art. 1052 § 1 k.c.).

Rozważając charakter kontraktu na różnicę należy wskazać, że nie jest on czynnością rozporządzającą – w chwili dokonania tej czynności (zawarcia umowy) strony jedynie zobowiązują się warunkowo do zapłaty określonej sumy pieniężnej w przyszłości. Nie można też uznać, by była to umowa o podwójnym skutku – kontrakt na różnicę nie da się zakwalifikować bowiem do żadnej z wymienionych kategorii umów zobowiązująco-rozporządzających. Przede wszystkim, nie jest to umowa zobowiązująca do przeniesienia jakiejkolwiek rzeczy (niezależnie od tego czy oznaczonej co do tożsamości, czy co do gatunku) – z uwagi na fakt, że w przypadku kontraktów na różnicę wyłączona jest fizyczna dostawa instrumentu bazowego. Strony zobowiązują się jedynie do tego, że w oznaczonym przez klienta terminie wykonania umowy jedna strona drugiej zapłaci różnicę w cenie instrumentu bazowego. Nie można tez uznać, by była to umowa zobowiązująca do przeniesienia wierzytelności – z pewnością kontrakt na różnicę kreuje wierzytelność warunkową po obu stronach umowy, jednak treścią tej czynności nie jest jej przeniesienie. Stąd, należy uznać, że kontrakt na różnicę jest czynnością wyłącznie zobowiązującą[1186]. W jej wykonaniu dochodzi

[1183] Z. Radwański, *Prawo cywilne…,* s. 190.
[1184] A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo…,* s. 248.
[1185] Z. Radwański, *Prawo cywilne…,* s. 191.
[1186] Podobnie na gruncie kontraktów terminowych i opcyjnych: A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 175-176.

do zapłaty sumy pieniężnej przez jedną stronę na rzecz drugiej. Ta czynność będzie miała z kolei charakter rozporządzenia.

6.6. Kontrakt na różnicę jako umowa kauzalna

Kolejnym tradycyjnym podziałem czynności prawnych dokonywanych w piśmiennictwie jest podział na czynności kauzalne i abstrakcyjne. Kauzą nazywany jest typowy, gospodarczy cel przysporzenia, odzwierciedlający istotę gospodarczą danej czynności prawnej[1187]. Czynnością prawną kauzalną jest czynność, której ważność zależy od istnienia prawidłowej kauzy. Z kolei czynność abstrakcyjna „odrywa" się od kauzy, wywołując skutki przysparzające, nawet gdy nie istnieje prawidłowa kauza przysporzenia[1188].

Tradycyjnie w doktrynie podkreślano, że w prawie polskim istnieje zasada generalnej kauzalności czynności prawnych, w związku z czym czynności abstrakcyjne są wyjątkami, które muszą być wprost przewidziane przez przepisy. Takie stanowisko zostało jednak zakwestionowane w nowszym piśmiennictwie[1189]. Także judykatura przełamała wspomniany pogląd przyjmując, że strony mogą, przy skorzystaniu z zasady swobody umów, wykreować czynność prawną, której nadadzą charakter abstrakcyjny[1190]. Obecnie, przyjmuje się generalne domniemanie na rzecz kauzalnego charakteru umowy, które oznacza, że należy traktować czynność prawną jako kauzalną, chyba, że strony umowy wyraźnie nadały umowie charakter abstrakcyjny[1191].

Powyższe sprawia, że konieczna jest odpowiedź na pytanie, czy kontrakty na różnicę z mocy przepisów prawa lub z woli stron mają charakter abstrakcyjny. Na tak postawione pytanie należy odpowiedzieć przecząco. Obowiązujące przepisy nie przydają CFDs przymiotu abstrakcyjności. Przeprowadzone badania empiryczne nad wzorcami umownymi stosowanymi przez firmy inwestycyjne nie dają podstaw także by sądzić, że w treści zawieranych umów stanowiących CFD wyłączona została przez strony możliwość powołania się na

[1187] A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo…*, s. 252.
[1188] Z. Radwański, *Prawo cywilne…,* s. 192-193.
[1189] Zob. Z. Radwański, A. Olejniczak [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2…,* s. 280-282 i przywołaną tam literaturę.
[1190] Uchwała 7 sędziów SN z dnia 16 kwietnia 1993 r., sygn. III CZP 16/93, LEX nr 3900; uchwała całej Izby Cywilnej SN z dnia 28 kwietnia 1995 r., sygn. III CZP 166/94, LEX nr 4232.
[1191] Z. Radwański, A. Olejniczak [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2…,* s. 280.

nieprawidłowość kauzy. Wobec tego należy uznać, że kontrakt na różnicę jest czynnością kauzalną.

Jednocześnie trzeba odpowiedzieć na pytanie, jakiego rodzaju kauza stanowi przyczynę przysporzenia w przypadku kontraktów na różnicę. Należy stwierdzić, że jest to *causa acquirendi vel obligandi.* W przypadku tej kauzy celem przysporzenia jest nabycie prawa lub uzyskanie innej korzyści majątkowej przez przysparzającego[1192]. Taki też jest cel przyświeca stronom kontraktu na różnicę – jedna z nich zobowiązuje się wobec drugiej strony do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego, jeśli jego wartość wzrośnie, po to, by druga zobowiązała się wobec niej do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego, jeśli jego wartość zmaleje. W ten sposób obie strony otrzymują przysporzenie – warunkowe roszczenie o zapłatę różnicy w cenie instrumentu bazowego.

6.7. Kontrakt na różnicę jako umowa losowa

Podejmując problem losowości kontraktu na różnicę należy rozpocząć od uwagi terminologicznej. Losowość stanowi cechę umowy, taką jak wcześniej analizowane odpłatność, wzajemność, itp[1193]. Nie jest to natomiast określony typ umowy. Tymczasem w doktrynie niekiedy losowość umowy utożsamia się z grą lub zakładem[1194]. Niewątpliwie, umowy gry i zakładu stanowią najbardziej charakterystyczny przykład umów losowych, jednak nie wyczerpują tej kategorii kontraktów. Problem uznania kontraktów na różnicę za grę lub zakład zostanie omówiony w dalszej kolejności[1195]. W tym miejscu należy rozważyć jedynie, czy CFD stanowi umowę losową. Oczywiście, wskazane problemy są powiązane – odmówienie kontraktowi na różnicę charakteru losowego automatycznie przekreśli jego kwalifikację jako gry lub zakładu. Ta zależność nie zachodzi jednak w drugą stronę – istnieją umowy losowe, które nie stanowią gry lub zakładu. Pojęcie umowy losowej jest przy tym synonimem umowy aleatoryjnej[1196].

[1192] A. Brzozowski, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5…,* s. 510.
[1193] A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 289.
[1194] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 121.
[1195] Zob. rozdział VI pkt 3.
[1196] A. Wiśniewski, *Umowy…,* s. 15.

Pojęcie losowości nie zostało w prawie polskim zdefiniowane normatywnie. Przepisy nie zawierają także żadnych reguł ogólnych, dotyczących tej kategorii umów[1197]. Wyróżnianie wskazanej grupy kontraktów ma charakter wyłącznie tradycyjny[1198]. Na przestrzeni lat w piśmiennictwie sformułowano wiele definicji umów losowych, które zwykle mają do siebie zbliżony kształt. Zbadania tych propozycji podjął się A. Wiśniewski, który po przeprowadzonej analizie sformułował wniosek, że umowa jest losowa, gdy z istotnych postanowień umowy wynika, iż świadczenie dla co najmniej jednej ze stron umowy, względnie rozmiar tego świadczenia, uzależnione jest od zdarzenia niepewnego[1199]. Taka też definicja została przyjęta na potrzeby dalszych rozważań. W literaturze jako przykłady umów losowych wskazuje się grę i zakład, rentę dożywotnią, dożywocie[1200].

Rozstrzygnięcie problemu losowości kontraktu na różnicę należy poprzedzić przeglądem stanowisk doktrynalnych odnoszących się do pokrewnych umów, tj. kontraktów terminowych. W piśmiennictwie prawie jednomyślnie uznaje się kontrakty terminowe z rozliczeniem pieniężnym (czyli najbardziej zbliżone do CFD) za umowy losowe[1201]. Jak argumentuje A. Wiśniewski, w przypadku tej umowy zarówno powstanie obowiązku świadczenia po którejś ze stron, jak i jego rozmiar są uzależnione od zdarzenia niepewnego, tj. różnicy między ceną umowną instrumentu bazowego, a jego ceną rynkową[1202]. Z kolei W. Kocot dodaje, że losowy charakter umowy stanowiący cechę każdego instrumentu pochodnego, stanowi o jej ekonomicznym sensie[1203].

Więcej wątpliwości wywołuje w literaturze uznanie losowego charakteru kontraktu terminowego z dostawą fizyczną. Za taką możliwością optują A. Powierża[1204] i A. Borowski[1205]. Z ich stanowiskiem nie można się zgodzić. W przypadku A. Powierży wynika ono ze szczególnego poglądu przyjętego przez autora dotyczącego kształtu świadczenia w kontrakcie terminowym. Propozycja autora została jednak odrzucona w niniejszej pracy[1206], stąd i w konsekwencji jego argumentację dotycząca losowości rzeczywistego kontraktu

[1197] Tamże, s. 16.
[1198] B. Kucharski, *Świadczenie…*, s. 144. Umowy losowe definiowane były w Kodeksie Napoleona, natomiast k.z., a po nim i k.c. nie zawierały już definicji tego pojęcia, zob. A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 33-39.
[1199] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 16-20 i cytowana tam literatura.
[1200] Z. Radwański, *Zobowiązania…*, s. 128; W. Czachórski, *Zobowiązania…,* s. 106.
[1201] A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red,), *System Prawa Prywatnego. Tom 19*…, s. 848*;* M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 918-920; A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa…,* s. 42, A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 165;
[1202] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 148.
[1203] W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania…,* s. 526.
[1204] A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa…,* s. 42.
[1205] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 165.
[1206] Zob. pkt 6.1 niniejszego rozdziału.

terminowego należy uznać za błędną. Z kolei A. Borowski argumentuje, że strona kontraktu terminowego z dostawą fizyczną nie jest pewna rozmiaru korzyści, jakie otrzyma w chwili wykonania umowy. Tak pojmować losowość można jednak wyłącznie w płaszczyźnie ekonomicznej, a nie prawnej. W przywołanej umowie świadczenie strony i jego rozmiar zawsze jest pewne – niewiadoma jest jedynie wartość ekonomiczna instrumentu bazowego z chwili dostawy[1207]. Nie decyduje to jednak o kwalifikacji prawnej takiej umowy jako losowej. W przeciwnym razie należałoby za umowę losową także umowę deweloperską – rynkowa cena lokali mieszkalnych może się zmienić w okresie między zawarciem tej umowy, a przeniesieniem własności lokali na nabywców. Jeśli cena mieszkań wzrośnie, można stwierdzić, że nabywcy lokali odnotowali zysk – nie oznacza to jednak, że świadczenie i jego rozmiar w umowie deweloperskiej zależały od zdarzenia niepewnego. W każdym razie, w związku z tym, że kontrakty na różnicę zawsze rozliczane są pieniężnie, problem kwalifikacji rzeczywistych kontraktów terminowych jako umów losowych nie jest dla niniejszej pracy kluczowy.

Autorem, który kwestionuje możliwość uznania instrumentów pochodnych, takich jak kontrakt terminowy z rozliczeniem pieniężnym za umowę losową, jest K. Zacharzewski. Przywołany autor wychodzi jednak z zupełnie innych założeń niż reszta doktryny. W jego ocenie, na giełdzie nie jest zawierana umowa stanowiąca instrument pochodny, lecz umowa sprzedaży, której przedmiotem jest taki derywat. W związku z tym, autor podnosi, że taki kontrakt ma tożsamy charakter z umową sprzedaży opiewającą na inne instrumenty finansowe, jak akcje czy obligacje[1208]. Innymi słowy, w myśl tej koncepcji świadczenie strony i jej rozmiar są z góry określone, bo wiadomo, jaki instrument pochodny jest sprzedawany i za jaką cenę. To, czy transakcja przyniesie zysk jest zaś niepewne tak samo, jak kupno akcji, których notowania mogą po zakupie spaść, jak i wzrosnąć. Zgodnie zatem z przywołanym poglądem, kontrakt terminowy byłby losowy wyłącznie w sensie ekonomicznym. Przytoczone stanowisko należy jednak odrzucić z uwagi na fakt, że autor niezasadnie próbuje uznać za przedmiot umowy sprzedaży instrument pochodny, który również jest umową. To zapatrywanie zostało już zakwestionowane w wcześniejszym fragmencie pracy[1209]. Konsekwentnie, także stanowisko K. Zacharzewskiego dotyczące losowości instrumentów pochodnych należy uznać za niezasadne.

[1207] Tak też: P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 798, A. Wiśniewski, *Umowy…,* s. 148-149.
[1208] K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…*, s. 1088-1089.
[1209] Zob. IV pkt 2.3.

Podobny pogląd, z inną jednak argumentacją, w odniesieniu do opcji wyraził w literaturze A. Jakubiec. Wprawdzie umowa opcji różni się wyraźnie od kontraktu terminowego i kontraktu na różnicę, jednak przytoczone przez A. Jakubca argumenty zdają się mieć zastosowanie wobec każdego instrumentu pochodnego nierzeczywistego, stąd należy je w tym miejscu rozważyć. Przywołany autor stwierdził, że nie można uważać umowy opcji za zakład w zależności od tego, czy przewiduje rozliczenie fizyczne czy pieniężne. Jak bowiem wskazał, „jedyną różnicą między opcjami rzeczywistymi i nierzeczywistymi jest sposób spełnienia świadczenia, ale nie jego charakter – analizowany oczywiście tylko pod względem losowości[1210], gdyż dychotomia między zobowiązaniem pieniężnym a niepieniężnymi nie ma tutaj znaczenia”[1211]. Z takim stanowiskiem nie można się zgodzić. W przypadku opcji z rozliczeniem fizycznym, w razie wykonania umowy opcji, opcjodawca będzie zobowiązany sprzedać lub kupić określoną rzecz. W takiej sytuacji, posiadacz opcji ma prawo do uzyskania świadczenia w takim samym rozmiarze, jaki został ustalony w umowie. W zależności od relacji cen instrumentu bazowego z chwili zawarcia umowy i z chwili jej wykonania, różnić się będzie ekonomiczna opłacalność transakcji. Taka umowa nie będzie miała charakteru losowego (co za tym idzie, nie może być uznana za zakład), gdyż rozmiar świadczenia nie zależy od zdarzenia niepewnego. Natomiast w przypadku opcji nierzeczywistej, rozmiar świadczenia, jakie będzie musiała spełnić jedna ze stron umowy w wyniku wykonania prawa opcyjnego, jest nieznany w momencie dokonania transakcji[1212] i zależy od stosunku cen instrumentu bazowego z chwili zawarcia umowy i z chwili jej wykonania. Taka formuła odpowiada przyjętej wyżej definicji losowości.

Cytowany autor podniósł także, iż „nie należy mylić trudności przewidzenia sytuacji rynkowej jako przejawu niepewności, z losowością rozumianą w kategoriach prawdopodobieństwa. Nie sposób uznać, że wyceny różnych walorów, jak akcje, waluty albo surowce, są wynikiem czystego przypadku. (…) Uznanie losowości opcji z powodu nieprzewidywalności poziomu wyceny instrumentów bazowych pociągałoby więc za sobą konieczność uznania wszelkiej działalności gospodarczej za losową, z czym nie można się zgodzić. Wyceny akcji nie zależą przecież, podobnie jak ceny nieruchomości, od przypadku, ale od szeregu czynników ekonomicznych, psychologicznych i politycznych, których liczba utrudnia precyzyjne planowanie, ale nie czyni go niemożliwym, a już tym bardziej nie jest

[1210] Przywołany autor w swojej argumentacji nie rozgranicza kwestii losowości opcji i jej potencjalnej kwalifikacji jako zakładu, zob. A. Jakubiec, *Opcja….,* s. 292-296.
[1211] A. Jakubiec, *Opcja…,* s. 294.
[1212] A przynajmniej nie zna go opcjodawca, posiadacz opcji zawsze może bowiem nie wykonać swojego prawa – w ten sposób jedynym jego świadczeniem na rzecz drugiej strony będzie zapłata z góry znanej premii opcyjnej.

strzelaniem na chybił-trafił”[1213]. Nie można uznać, by był to przekonujący argument na rzecz braku losowości umowy opcji. Jeszcze raz należy podkreślić, że o losowości umowy świadczy to, czy konieczność spełnienia świadczenia lub jego rozmiar zależą od zdarzenia niepewnego. Nie ma zaś znaczenia, czy to zdarzenie niepewne jest „czystym przypadkiem”. Przykładowo, fakt, że określona drużyna wygrała mecz piłkarski, jest najczęściej wynikiem rozmaitych czynników, w tym oczywiście umiejętności sportowych określonych graczy. Fakt, że doświadczony kibic jest w stanie z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć wynik określonych rozgrywek nie sprawia, że umowa zakładu zawarta z bukmacherem na wynik meczu jest pozbawiona cechy losowości. Rację ma przy tym A. Jakubiec, że efekt gospodarczy wielu umów zawieranych w obrocie profesjonalnym zależy od rozmaitych czynników rynkowych i automatycznie nie sprawia to, że mają one charakter losowy. Taki bowiem mają wyłącznie te umowy, które uzależniają od tych czynników rozmiar powinnego świadczenia. Wobec powyższego, także argumenty przedstawione przez A. Jakubca dotyczące braku losowości umowy opcji nie mogą być uznane za trafne.

W tym miejscu powyższe uwagi dotyczące losowości kontraktów terminowych i opcji należy odnieść do zasadniczego przedmiotu niniejszej pracy, tj. kontraktów na różnicę. Biorąc pod uwagę przyjętą definicję umowy losowej, a także przywołaną wyżej argumentację dotyczącą losowości innych instrumentów pochodnych nierzeczywistych, zwłaszcza kontraktów terminowych, trzeba uznać, że kontrakty na różnicę mają charakter losowy. Bez wątpienia bowiem z istotnych postanowień tej umowy wynika, że dla co najmniej jednej strony konieczność spełnienia świadczenia oraz jego rozmiar są uzależnione od zdarzenia niepewnego, jakim jest wartość instrumentu bazowego w chwili wykonania umowy (zamknięcia pozycji). W dniu zawarcia kontraktu jego strony nie wiedzą, jak ukształtuje się cena instrumentu bazowego. Każda z nich liczy na to, że zmieni się zgodnie z jego przewidywaniami. Z góry wiadomo przy tym, że tylko jedna strona będzie musiała spełnić świadczenie, a jego rozmiar będzie zależny od ceny rynkowej instrumentu bazowego. Kontrakt na różnicę może być więc klasycznym przykładem umowy losowej.

Przyjęcie tezy o losowym charakterze CFD wymaga także odniesienia się do argumentów przeciwników tego poglądu. W literaturze zapatrywanie, że kontrakt na różnicę nie jest umową losową, wyraził P. Gołębiowski. Przywołany autor wskazuje kilka argumentów na rzecz zajętego przez siebie stanowiska. W pierwszej kolejności stwierdza, że kontrakt na różnicę

[1213] Tamże, s. 297-298.

rozliczany jest na bieżąco, w związku z czym klient może kontrolować, czy na kontrakcie odnotowuje zysk czy stratę[1214]. Trzeba zaznaczyć, że nie sprawia to jednak, że umowa przestaje być losowa. O tej kwalifikacji świadczy bowiem chwila zawarcia umowy, w której strony nie wiedzą, jaki ostatecznie będzie rozmiar ich świadczenia (czy w ogóle konieczne będzie spełnienie świadczenia). W toku każdej gry losowej, gdy szala zwycięstwa przechyla się na korzyść jednej czy drugiej strony, można kalkulować swój zysk lub stratę, nie oznacza to jednak, że gra (np. w pokera) nie ma charakteru losowego.

Nadto, P. Gołębiowski argumentuje, że klient samodzielnie, co do zasady, decyduje o chwili rozliczenia kontraktu na różnicę[1215]. Nie jest to jednak przekonywający argument na rzecz odmawiania CFD charakteru losowego. Fakt, że na wynik klienta nie ma wpływu jedynie los nie świadczy o tym, że kontrakt na różnicę nie ma charakteru losowego. Gdy bowiem ktoś gra na pieniądze w karty, to o wyniku tej gry decyduje nie tylko szczęście, ale i umiejętności gracza. Nie ma zaś wątpliwości, że taka gra ma charakter losowy. Podobnie jest w przypadku kontraktów na różnicę – umiejętności inwestora są istotne, natomiast nie zmienia to faktu, że na powstanie obowiązku świadczenia i jego rozmiar wpływ ma zdarzenie niepewne w postaci wahań kursów instrumentów bazowych. Przykładowo: klient zajął długą pozycję w kontrakcie na różnicę opiewającym na cenę złota („kupił na termin"). Od momentu zawarcia CFD cena złota systematycznie spadała. Chwila „zamknięcia pozycji" przez klienta wyznaczy jedynie rozmiar świadczenia, jakie ma do spełnienia na rzecz drugiej strony CFD. Natomiast fakt, że musi on spełnić świadczenie wynikał z tego, że od momentu zawarcia transakcji cena złota ciągle spadała i była niezależna od tego, w jakiej chwili klient zdecydowałby o wykonaniu umowy. Nadto, nie można zapominać o drugiej stronie transakcji. Jej sytuacja prawna bowiem również ma wpływ na uznanie umowy za losową. Fakt, że klient ma uprawnienie do oznaczenia chwili wykonania CFD sprawia, że druga strona nie ma żadnego wpływu na to, czy będzie zobowiązana oraz w jakim rozmiarze – zależeć to będzie od bieżącej ceny rynkowej instrumentu bazowego oraz decyzji klienta o „zamknięciu pozycji".

Cytowany autor wskazuje też, że „obowiązek świadczenia w przypadku umów o CFDs istnieje od momentu zawarcia umowy. Zmienia się ewentualnie jego wysokość lub strona, na rzecz której jest ono należne. Zawsze jednak któraś ze stron w związku z zawarciem umowy o CFDs pozostaje uprawniona lub zobowiązana do świadczenia pieniężnego i może to

[1214] P. Gołębiowski, *Kontrakty…*, s. 31-32.
[1215] Tamże.

świadczenie pieniężne wyliczyć (…)”[1216]. Trudno uznać, by powyższe przemawiało za brakiem charakteru losowego kontraktów na różnicę. Autor stwierdzając, że „w okresie trwania umowy zmienia się wysokość świadczenia lub strona, której jest ono należne” wprost przesądził o losowości CFD. Sam bowiem fakt, że „w związku z zawarciem umowy któraś ze stron pozostaje uprawniona lub zobowiązana” nie świadczy o tym, że nie jest ona umową losową, a o tym, że jest umową obligacyjną w ogólności. Treścią bowiem każdej umowy zobowiązującej jest zobowiązanie się jednej lub więcej stron do świadczenia[1217]. Przyjmując zaś punkt widzenia autora, trudno byłoby wskazać jakąkolwiek umowę losową – także i w umowie zakładu obowiązek świadczenia istnieje od momentu zawarcia umowy i zawsze jedna strona będzie zobowiązana, a druga uprawniona.

Wreszcie, P. Gołębiowski zauważa, że większość czynników wpływających na wartość instrumentu bazowego można przewidzieć. Dzięki zastosowaniu różnych strategii inwestycyjnych, profesjonalni „gracze” na rynku Forex mogą, w ocenie autora, osiągać permanentne zyski[1218]. Z tym argumentem również nie można się zgodzić. Ryzyko jest immanentnie wpisane w inwestowanie na rynku kapitałowym. Jak zauważa A. Chłopecki, inwestorzy od dziesiątek lat próbują prognozować przyszłe kursy aktywów giełdowych, jednak skuteczność tych zabiegów jest wątpliwa. Gdyby analitycy umieli skutecznie przewidzieć trendy rynkowe, wówczas wszyscy inwestorzy postępowaliby zgodnie z tym trendem[1219]. Tak jednak nie jest. Nadto, każda ze stron kontraktu na różnicę ma odmienne przewidywania co do przyszłej wartości instrumentu bazowego – gdyby tak nie było, wówczas nie doszłoby do zawarcia CFD. Jeśli więc przyszłą cenę aktywu bazowego można byłoby z łatwością przewidzieć, wówczas inwestor nie miałby z kim zawrzeć transakcji, gdyż każdy chciałby zająć w kontrakcie taką samą pozycję.

Biorąc pod uwagę powyższe należy uznać, że argumenty podnoszone w literaturze na rzecz stanowiska odmawiającego CFD charakteru losowego nie są przekonujące. Nie ma więc przeszkód dla uznania, że kontrakt na różnicę jest umowa losową.

[1216] Tamże.
[1217] Z. Radwański, *Zobowiązania…*, s. 121.
[1218] P. Gołębiowski, *Kontrakty…,* s. 32-33.
[1219] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 193-194.

7.Wnioski

Jak wynika z poczynionych wyżej uwag, kontrakt na różnicę jest umową między firmą inwestycyjną a jej klientem lub między firmą inwestycyjną, działającą na rachunek klienta a innym podmiotem (dostawcą płynności), w której jedna ze stron zobowiązuje się do zapłaty różnicy między wartością określonego instrumentu bazowego z chwili wykonania umowy, a wartością oznaczoną w chwili zawarcia umowy, jeżeli ta wartość wzrośnie, zaś druga ze stron zobowiązuje się do tego samego, jeśli wartość instrumentu bazowego zmaleje, przy czym do oznaczenia chwili wykonania umowy co do zasady jest uprawniony wyłącznie klient.

Omawiana umowa ma charakter nienazwany, toteż nie należy w jej treści wyodrębniać tradycyjnych składników czynności prawnych – *essentialia negotii, naturalia negotii* i *accidentalia negotii.* Można natomiast analizowane postanowienia umowne podzielić na istotne, które mają charakter definicyjny oraz inne niż istotne. Do istotnych postanowień CFD należą klauzule dotyczące: instrumentu bazowego, rozliczenia pieniężnego oraz uprawnienia klienta do oznaczenia chwili wykonania umowy.

Przedstawienie typowej treści kontraktu na różnicę pozwala na ocenę jego charakteru prawnego. Z przeprowadzonych rozważań wynika, że omawiana umowa ma charakter dwustronnie zobowiązujący, odpłaty, kauzalny, konsensualny, wyłącznie zobowiązujący i losowy. Kontrakt na różnicę nie jest natomiast umową wzajemną.

VI. Kontrakt na różnicę a inne umowy

Po przeanalizowaniu charakterystycznych postanowień kontraktu na różnicę i wskazaniu, które z nich pełnią rolę definiującą CFD, a także po ustaleniu jego cech w świetle tradycyjnej klasyfikacji umów, należy przejść do porównania omawianego instrumentu do innych, znanych prawu cywilnemu kontraktów. Powyższy zabieg pozwoli na precyzyjniejsze określenie ram prawnych umowy nienazwanej, jaką jest kontrakt na różnicę.

1. Kontrakt na różnicę a umowa sprzedaży

1.1. Kontrakt na różnicę a umowa sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy

W pierwszej kolejności należy porównać kontrakt na różnicę do umowy sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy. Zgodnie z art. 535 § 1 k.c., przez umowę sprzedaży sprzedawca zobowiązuje się przenieść na kupującego własność rzeczy i wydać mu rzecz, a kupujący zobowiązuje się rzecz odebrać i zapłacić sprzedawcy cenę. Co do zasady, świadczenia z umowy sprzedaży, która stanowi umowę wzajemną, winny być spełnione jednocześnie. Zgodnie bowiem z art. 488 § 1 k.c., świadczenia będące przedmiotem zobowiązań z umów wzajemnych (świadczenia wzajemne) powinny być spełnione jednocześnie, chyba że z umowy, z ustawy albo z orzeczenia sądu lub decyzji innego właściwego organu wynika, iż jedna ze stron obowiązana jest do wcześniejszego świadczenia. Nadto, w przypadku sprzedaży konsumenckiej wymaga się, by wydanie rzeczy nastąpiło niezwłocznie, nie później niż 30 dni od zawarcia umowy (543^1§ 1 k.c.)[1220]. Przywołane wyżej przepisy mają jednak charakter dyspozytywny, a strony umowy mogą termin spełnienia świadczeń określić odmiennie. Wobec powyższego trzeba stwierdzić, że termin wydania rzeczy przez sprzedawcę może być ustalony na dzień nawet bardzo odległy od momentu zawarcia umowy[1221]. Z uwagi na fakt, że rynkowa cena przedmiotu sprzedaży w okresie od zawarcia umowy do jej wykonania może ulegać

[1220] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV. Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa 2017, s. 84.
[1221] Z. Banaszczyk, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II. Komentarz. Art.450-1088. Przepisy wprowadzające*, Warszawa 2021, s. 314; A. Kozioł, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV…,* s. 49.

zmianie, umowa sprzedaży może być używana w celach spekulacyjnych. W takim wypadku pełni funkcję podobną do kontraktów na różnicę. Przykładowo: podmiot A kupuje od B określoną ilość złota z terminem dostawy za pół roku i za cenę rynkową z dnia zawarcia umowy. Jeśli cena złota za pół roku wzrosła, wówczas podmiot A zyskał w sensie ekonomicznym – otrzymuje towar o wyższej rynkowej wartości, zaś B stracił – i na odwrót. Co więcej, sprzedawca nie musi być właścicielem rzeczy, by zobowiązać się do jej sprzedaży[1222]. W przywołanym przykładzie zatem B mógłby kupić złoto dopiero na chwilę przed wykonaniem sprzedaży, zaś A mógłby od razu potem złoto zbyć (gdyż jego celem nie było trwałe nabycie złota) i zainkasować różnicę w cenie złota. Taka sytuacja jeszcze wyraźniej wskazywałaby na spekulacyjny cel obu stron transakcji.

Umowa sprzedaży w wyżej przedstawionym kształcie była pierwowzorem dla powstania instrumentów pochodnych, o czym mowa była w rozdziale I. Konstrukcję umowy sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy znano już w Mezopotamii, zaś prawo rzymskie nadało tej praktyce ramy teoretyczne[1223]. Z omawianego wariantu umowy sprzedaży korzystano w minionych wiekach w celach spekulacyjnych – czego przykładem jest historia arabskich kupców, którzy w VIII wieku kupowali uprawnienia do otrzymania żywności od żołnierzy, a następnie odsprzedawali je drożej[1224]. Wreszcie, po latach korzystania z tego rodzaju umowy, na XVI-wiecznych giełdach niderlandzkich pojawił się nowy sposób wykonania umów sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy – przez rozliczenie pieniężne między ceną z chwili zawarcia umowy sprzedaży, a ceną z dnia jej wykonania[1225]. W ten sposób wykształciły się instrumenty pochodne nierzeczywiste, do których należy kontrakt na różnicę.

Także współcześnie niektóre derywaty można utożsamiać z umowami sprzedaży. W doktrynie słusznie kwalifikuje się jako umowę sprzedaży kontrakty terminowe (zwłaszcza *forward*) z dostawą fizyczną[1226]. Takie umowy niekiedy są traktowane przez ustawodawcę jako instrumenty finansowe (pochodne)[1227]. Natomiast nie są umowami sprzedaży instrumenty pochodne nierzeczywiste. Trzeba zaś przypomnieć, że kontrakt na różnicę zawsze ma taki charakter. Jak już wyżej wskazano, nie należy więc definiować CFD jako umowy sprzedaży z

[1222] Zob. R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV…*, s. 60-62 i cytowaną tam literaturę oraz orzecznictwo.
[1223] Zob. rozdział I pkt 1.
[1224] Zob. rozdział I pkt 3.1.
[1225] Zob. rozdział I pkt 4.1.
[1226] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 797; M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 918-919.
[1227] Zob. rozdział II pkt 2.1.-2.2.

rozliczeniem pieniężnym, co niekiedy ma miejsce w doktrynie[1228]. Taki rodzaj rozliczenia sprawia, że zawarty kontrakt nie stanowi umowy sprzedaży. Nie odpowiada on bowiem treści art. 535 k.c., zgodnie z którym przez umowę sprzedaży sprzedawca zobowiązuje się przenieść własność rzeczy i ją wydać kupującemu, a kupujący zapłacić cenę. W przypadku kontraktu na różnicę „kupujący" (zajmujący długą pozycję) może w ogóle ceny nie płacić, bo gdy instrument bazowy straci na wartości, wówczas to on będzie płacił różnicę sprzedawcy, zaś „sprzedawca" nigdy nie zobowiązuje się do przeniesienia własności rzeczy, a tylko do ewentualnej zapłaty kwoty różnicy w cenie aktywu bazowego. Uznanie kontraktu na różnicę za rodzaj sprzedaży byłoby więc sprzeczne z naturą umowy sprzedaży.

W przypadku kontraktów na różnicę, a zatem instrumentów pochodnych z rozliczeniem pieniężnym, można ewentualnie rozważyć koncepcje, zgodnie z którą jest to umowa sprzedaży instrumentu bazowego, w której sprzedawca nie wydaje w terminie umówionym towaru, a jedynie płaci odszkodowanie równe cenie rynkowej z dnia wykonania umowy. W ten sposób próbowano tłumaczyć zawieranie umów różniczkowych już w okresie międzywojennym, o czym była mowa w rozdziale 1[1229]. Podstawą normatywną tej teorii był wówczas art. 551 k.h. regulujący umowę sprzedaży handlowej ze świadczeniem w ściśle określonym terminie. Zgodnie z § 2 przywołanego przepisu, w razie zwłoki strona, na której rzecz świadczenie miało nastąpić może gdy przedmiot sprzedaży ma cenę targową lub giełdową domagać się jako odszkodowania różnicy między ceną umówioną a ceną targową lub giełdową dnia, w którym świadczenie miało być spełnione[1230]. Już jednak w doktrynie przedwojennej wskazywano, że umowy sprzedaży, w których strony z góry zakładają, że sprzedawca nie wyda rzeczy, tylko zapłaci odszkodowanie równe cenie giełdowej towaru z dnia jej wykonania, są umowami pozornymi. W rzeczywistości zaś stanowią umowy różniczkowe (dyferencjacyjne)[1231]. Przywołany pogląd należy zaaprobować także współcześnie. Zamiarem stron kontraktu na różnicę nie jest bowiem zawarcie umowy sprzedaży, na mocy której kupujący nabędzie własność rzeczy w zamian za zapłatę ceny, lecz wyłącznie wypłata sobie różnicy w cenie kursowej instrumentu bazowego między chwilą zawarcia kontraktu, a chwilą jego wykonania. Co więcej, w zależności od ruchu ceny instrumentu bazowego, może okazać się, że to

[1228] Zob. K. Glibowski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Tom I…,* s. 33; na gruncie kontraktów terminowych także: R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa…*, s. 45; M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 116; A. Janiak, [w:] J. Panowicz-Lipska (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 8…,* s. 965.
[1229] Zob rozdział I pkt 6.4.
[1230] Obecnie w k.c. nie ma odpowiednika przywołanego przepisu.
[1231] J. Namitkiewicz, *Kodeks zobowiązań…,* 451-452.

„sprzedawca" będzie zobowiązany zapłacić określoną sumę „kupującemu". Konstrukcja umowy sprzedaży jest w tym przypadku zatem nieadekwatna.

Ponadto, jak już wcześniej zasygnalizowano, instrumentem bazowym dla kontraktu na różnicę nie musi być przedmiot obrotu cywilnoprawnego – może to być np. indeks ekonomiczny lub pogodowy[1232]. W takim przypadku, rzecz jasna, możliwość kwalifikowania kontraktu na różnicę jako umowy sprzedaży jest *a limine* wykluczona. Przedmiotem umowy sprzedaży mogą być rzeczy, względnie przynależności, pobrane pożytki naturalne, a także prawa zbywalne, energie i woda[1233]. Do żadnego z wymienionych przedmiotów nie można natomiast zaliczyć wskaźnika ekonomicznego (np. indeks WIG-20) lub stawki pogodowej. Trudno zaś uznać, by w zależności od rodzaju instrumentu bazowego, niektóre CFD kwalifikować jako umowy sprzedaży, zaś inne za odmienną kategorię umów.

Z podobnych powodów nie można kwalifikować kontraktu na różnicę jako umowy dostawy oraz umowy kontraktacji. Zgodnie z art. 605 k.c., przez umowę dostawy dostawca zobowiązuje się do wytworzenia rzeczy oznaczonych tylko co do gatunku oraz do ich dostarczania częściami albo periodycznie, a odbiorca zobowiązuje się do odebrania tych rzeczy i do zapłacenia ceny. Z kolei stosownie do art. 613 § 1 k.c., przez umowę kontraktacji producent rolny zobowiązuje się wytworzyć i dostarczyć kontraktującemu oznaczoną ilość produktów rolnych określonego rodzaju, a kontraktujący zobowiązuje się te produkty odebrać w terminie umówionym, zapłacić umówioną cenę oraz spełnić określone świadczenie dodatkowe, jeżeli umowa lub przepisy szczególne przewidują obowiązek spełnienia takiego świadczenia. Oba przywołane kontrakty mają cechy wspólne z umową sprzedaży. Umowę dostawy i kontraktacji łączy fakt, że przedmiot umowy nie istnieje w chwili jej zawarcia, zaś jego wydanie ma nastąpić w określonym terminie w przyszłości[1234]. Przesunięcie czasowe między zawarciem umowy, a jej wykonaniem, sprawia, że można tym kontraktom przypisywać pewne cechy instrumentów pochodnych. Jeśli bowiem cena rynkowa przedmiotu tych umów wzrośnie od chwili zawarcia umowy do czasu jej wykonania, wówczas jedna ze stron zyska w sensie ekonomicznym (otrzyma świadczenie wyższej wartości, niż zapłacona cena) i na odwrót. Nie oznacza to jednak, że można kwalifikować jako jedną z tych umów kontraktu na różnicę. W tym zakresie w pełni aktualna pozostaje wyżej wyrażona argumentacja dotycząca umowy sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy. Nadto, każda z tych umów posiada jeszcze cechy

[1232] L. Sobolewski, [w:] S. Włodyka (red.) *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4…,* s. 858.
[1233] W.J. Katner, [w:] J. Rajski (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 7…*, s. 44.
[1234] T. Bielska-Sobkowicz, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV…,* s. 623.

swoiste, niepasujące do konstrukcji CFD, np. obowiązek wytworzenia rzeczy przez dostawcę lub obowiązek spełnienia dodatkowych świadczeń przez kontraktującego.

1.2. Kontrakt na różnicę a umowa przedwstępna sprzedaży

Analizy wymaga także kwestia podobieństwa CFD do umowy przedwstępnej sprzedaży[1235]. Zgodnie z art. 389 § 1 k.c., umowa, przez którą jedna ze stron lub obie zobowiązują się do zawarcia oznaczonej umowy (umowa przedwstępna), powinna określać istotne postanowienia umowy przyrzeczonej. Z kolei *essentialia negotii* umowy sprzedaży to oznaczenie przedmiotu świadczenia, zbywcy oraz ceny[1236]. W treści kontraktu na różnicę wszystkie elementy przedmiotowo istotne przyrzeczonej umowy sprzedaży byłyby oznaczone - przedmiot świadczenia to instrument bazowy, zbywca to osoba zajmująca „krótką pozycję", zaś cena stanowi wartość instrumentu bazowego z chwili zawarcia kontraktu.

Przytoczonej koncepcji można postawić jeszcze więcej zarzutów, niż wobec próby traktowania kontraktu na różnicę jako umowy sprzedaży o charakterze stanowczym. Po pierwsze, aktualne pozostają wszystkie, wyżej podane, argumenty dotyczące nieadekwatności stosowania konstrukcji umowy sprzedaży dla wyjaśnienia istoty kontraktu na różnicę. Strony umowy swoimi oświadczeniami woli nie zmierzają bowiem do przeniesienia własności przedmiotu sprzedaży, a nadto, instrumentem bazowym w kontrakcie na różnicę może być także wartość ekonomiczna, która nie stanowi przedmiotu obrotu towarowego. Po drugie, nie można przyjąć, by w chwili wykonania kontraktu na różnicę (zamknięcia pozycji) strony CFD składały oświadczenia woli o zawarciu nowej umowy. Po trzecie, skutki uchylania się od zawarcia umowy przyrzeczonej nie odpowiadają konsekwencjom niewykonania kontraktu na różnicę. Jak powszechnie stwierdza się w doktrynie, niewykonanie umowy przedwstępnej (uchylanie się od zawarcia umowy przyrzeczonej) może rodzić dwojakiego rodzaju skutki: słabszy i silniejszy[1237]. Skutek słabszy został opisany w art. 390 § 1 k.c. zd.1 k.c., zgodnie z którym, jeżeli strona zobowiązana do zawarcia umowy przyrzeczonej uchyla się od jej zawarcia, druga strona może żądać naprawienia szkody, którą poniosła przez to, że liczyła na

[1235] Taką konstrukcję rozważa A. Borowski w odniesieniu do kontraktów terminowych, zob. A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 165-168.
[1236] A. Brzozowski, [w:] A. Brzozowski i in., *Zobowiązania…*, s. 44.
[1237] A. Olejniczak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna…*, s. 299.

zawarcie umowy przyrzeczonej. Jak wskazuje się w doktrynie, zakres odpowiedzialności odszkodowawczej ogranicza się w tym przypadku tylko do tzw. ujemnego interesu umownego. Roszczenie odszkodowawcze nie obejmuje zaś poniesionej szkody wskutek nieuzyskania świadczenia przewidzianego w umowie przyrzeczonej[1238]. W takim razie, jeśli pozycja w kontrakcie na różnicę zostanie zamknięta i jedna ze stron „uchylałaby się od zawarcia przyrzeczonej umowy sprzedaży", to nie można byłoby od niej egzekwować określonej kwoty tytułem różnicy w cenie instrumentu bazowego, a odszkodowanie ograniczałoby się do tzw. ujemnego interesu umownego. Wprawdzie zakres odpowiedzialności odszkodowawczej może być w umowie przedwstępnej modyfikowany wolą stron, jednak nie może on być taki sam jak w przypadku niewykonania umowy definitywnej[1239].

Skutek silniejszy umowy przedwstępnej został uregulowany w art. 390 § 2 k.c., zgodnie z którym, gdy umowa przedwstępna czyni zadość wymaganiom, od których zależy ważność umowy przyrzeczonej, w szczególności wymaganiom co do formy, strona uprawniona może dochodzić zawarcia umowy przyrzeczonej. Nie można przyjąć, by w przypadku kontraktów na różnicę formułowano roszczenia o zawarcie umowy przyrzeczonej. Jeśli inwestor nietrafnie przewidział ruch cen instrumentu bazowego i wskutek transakcji CFD odnotował stratę, to firmie inwestycyjnej przysługuje roszczenie do inwestora o zapłatę określonej sumy pieniężnej, która najczęściej ściągana jest z środków zgromadzonych przez klienta na jego rachunku prowadzonym przez firmę inwestycyjną. Firma inwestycyjna nie musi przy tym domagać się zawarcia żadnej nowej umowy. Podobnie będzie, jeśli to klient na transakcji zyska – wówczas firma inwestycyjna będzie zobowiązana do zapłaty wobec klienta. Trzeba zatem stwierdzić, zwłaszcza wziąwszy pod uwagę skutki niewykonania umowy przedwstępnej, że nie można kontraktu na różnicę kwalifikować jako przedwstępnej umowy sprzedaży[1240].

1.3. Kontrakt na różnicę a umowa sprzedaży prawa

Dla porównania CFD z umową sprzedaży konieczne jest odniesienie się do kwestii pojmowania kontraktu na różnicę jako umowy sprzedaży prawa. Taka koncepcja nawiązuje do wyżej omówionego poglądu K. Zacharzewskiego, w myśl którego zawarcie umowy

[1238] B. Gliniecki, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…,* s. 698.
[1239] Wyrok SN z dnia 25 marca 2004 roku, sygn. II CK 116/03, LEX nr 453645; wyrok SN z dnia 12 maja 2005 roku, sygn. V CK 577/04, LEX nr 1511067.
[1240] Podobnie na gruncie kontraktów terminowych A. Borowski, zob. A. Borowski*, Konstrukcja…,* s. 167-168.

stanowiącej instrument pochodny to *de facto* umowa sprzedaży instrumentu finansowego[1241]. W tej propozycji, kontrakt na różnicę polegałby na tym, że kupujący nabywałby od sprzedawcy prawo do adekwatnego rozliczenia w przyszłości ceny instrumentu bazowego. Z przedstawionym zapatrywaniem nie można się jednak zgodzić. Po pierwsze, przedmiot takiej umowy sprzedaży musiałby być kreowany przez samą umowę sprzedaży, co jest sprzeczne z konstrukcją tego kontraktu. Przez zawarcie umowy sprzedaży dochodzi do powstania praw, jednak określonego rodzaju - roszczenia kupującego o przeniesienie własności przedmiotu sprzedaży i o jego wydanie oraz roszczenia sprzedawcy o zapłatę ceny. Natomiast prawo będące przedmiotem umowy sprzedaży musi być wykreowane mocą innego stosunku prawnego[1242].

Po drugie, w umowie sprzedaży prawa kupujący nabywa prawo, a w zamian płaci cenę. Cena stanowi jeden z elementów przedmiotowo istotnych umowy sprzedaży. Tymczasem żadna ze stron kontraktu na różnicę nie płaci ceny nabycia swojego roszczenia o zapłatę różnicy w cenie instrumentu bazowego. Nie można określić mianem ceny obowiązku jednej strony zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego powstałego na skutek wykonania CFD – oznaczałoby to bowiem, że strona uprawniona do świadczenia w ogóle za nabycie swojego uprawnienia do rozliczenia różnicy w cenie nie zapłaciła.

Po trzecie, zawarcie kontraktu na różnicę powoduje, że każda ze stron staje się warunkowo uprawnioną, jak i warunkowo zobowiązaną. Warunkowemu roszczeniu o zapłatę jednej strony odpowiada warunkowy obowiązek zapłaty drugiej. Tymczasem w przypadku umowy sprzedaży prawa kupujący nabywa określone prawo, nie zaciągając związanego z tym prawem obowiązku – kupujący ma jedynie zapłacić cenę. Stąd, przyjmując koncepcję sprzedaży prawa trudno ustalić, gdzie swe źródło ma obowiązek jednej strony do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego drugiej stronie.

Po czwarte, w kontrakcie na różnicę każda ze stron jest warunkowo uprawniona do otrzymania różnicy w cenie. Natomiast gdy chodzi o umowę sprzedaży prawa, to tylko jedna strona nabywa przedmiot sprzedaży. Oznaczałoby to, że dla dokonania transakcji CFD konieczne byłyby dwie sprzężone ze sobą umowy sprzedaży prawa – tylko w ten sposób każdej ze stron przysługiwałoby własne roszczenie o rozliczenie różnicy w cenie instrumentu

[1241] Zob. rozdział IV pkt 2.3.
[1242] Tak też na gruncie kontraktów terminowych A. Borowski, zob. A. Borowski, *Konstrukcja…,* s. 168-169.

bazowego. Nie ma zaś żadnych podstaw, by stawiać taką tezę. Wobec powyższego trzeba stwierdzić, że kontrakt na różnicę nie może być rozumiany jako umowa sprzedaży prawa.

2. Kontrakt na różnicę a umowa ubezpieczenia

Niektóre cechy kontraktu na różnicę sprawiają, że może być on uznawany za konstrukcję podobną do ubezpieczenia. Tezę o podobieństwie umowy ubezpieczenia do kontraktów terminowych (zwłaszcza z rozliczeniem pieniężnym) wyraża w doktrynie A. Powierża. Jego argumentację można odnieść także do kontraktów na różnicę. Według przywołanego autora, świadczenie ubezpieczyciela w umowie ubezpieczenia jest podobne do świadczenia strony kontraktu terminowego (czy też kontraktu na różnicę) – w zależności od przyjętej koncepcji, będzie to ponoszenie ryzyka zajścia określonego zdarzenia lub zapłata sumy pieniężnej w razie zajścia określonego zdarzenia[1243]. Nadto, w ocenie A. Powierży, obie umowy mają charakter gwarancyjny i losowy, są zawierane zwykle przy pomocy profesjonalnych pośredników, a ich celem jest kompensacja szkód, które nie są pokrywane w trybie odpowiedzialności cywilnej[1244].

Z przytoczonym stwierdzeniem można się zgodzić jedynie częściowo. Kontrakt na różnicę (lub kontrakt terminowy) może pełnić podobną funkcję gospodarczą do umowy ubezpieczenia, ale tylko jeśli zawierany jest w celach *hedgingowych*, tzn. dla zabezpieczenia się przed wzrostem/spadkiem ceny danego instrumentu bazowego. Tymczasem, jeśli transakcji CFD dokonuje się dla celów spekulacyjnych lub arbitrażowych, omawiane podobieństwo zanika. Z powyższym wiąże się najistotniejsza różnica między ubezpieczeniem, a kontraktem na różnicę – ubezpieczający musi legitymować się interesem ubezpieczeniowym, tzn. musi zawierać umowę ubezpieczenia w celu ochrony swojego majątku przed negatywnymi skutkami realizacji ryzyka ubezpieczeniowego[1245]. Jak wskazano w rozdziale I, wykształcenie się teorii interesu ubezpieczeniowego w XVIII-wiecznej Anglii spowodowało odgraniczenie umów ubezpieczenia od zakładów[1246]. Siłą rzeczy także odróżniło to umowy ubezpieczenia od instrumentów pochodnych. Strony kontraktu na różnicę nie musza bowiem mieć rzeczywistego interesu gospodarczego w zawarciu CFD, polegającego na poszukiwaniu ochrony przed

[1243] A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa*…, s. 42.
[1244] Tamże.
[1245] Sz. Byczko, Prawo…, s. 27. Prawo angielskie zna jednak wyjątki od tej zasady, zob. Sz. Byczko, *Interes ubezpieczeniowy. Aspekty prawne*, Warszawa 2013, s. 38-39.
[1246] Zob. rozdział I pkt 4.2.

niekorzystnymi zmianami cen instrumentów bazowych. Transakcje CFD są bardzo często wykorzystywane wyłącznie dla spekulacji, której z kolei nie można uprawiać przy pomocy umów ubezpieczenia.

Oprócz wskazanej wyżej fundamentalnej różnicy między umową ubezpieczenia a kontraktem na różnicę wymienić można jeszcze inne cechy odróżniające te dwa kontrakty. W umowie ubezpieczenia ryzyko zdarzenia losowego ponosi wyłącznie jedna strona – ubezpieczyciel. W przypadku kontraktów na różnicę takie ryzyko ciąży na obu stronach – jedna ponosi ryzyko wzrostu ceny instrumentu bazowego, druga zaś jej spadku[1247]. Nadto, w przypadku umowy ubezpieczenia na ubezpieczającym ciąży obowiązek zapłaty składki – analogiczne świadczenie nie obciąża zaś żadnej ze stron kontraktu na różnicę[1248]. Wreszcie, w przypadku kontraktów na różnicę jedną ze stron nie musi być kwalifikowany podmiot, jakim jest zakład ubezpieczeń[1249]. W związku z powyższym kontraktu na różnicę, mimo pewnych ekonomicznych podobieństw, nie można uznać za umowę ubezpieczenia.

3. Kontrakt na różnicę a umowa gry lub zakładu

Szerzej należy omówić kwestię uznania kontraktu na różnicę za umowę gry lub zakładu. Ta powinność uzasadniona jest tym, że odróżnienie instrumentów pochodnych nierzeczywistych od zakładów stanowiło historycznie najpoważniejszy problem prawny dotyczący derywatów[1250]. W doktrynie nie osiągnięto porozumienia co do definicji gry i zakładu, w związku z tym, dla omówienia przedstawionego problemu konieczne jest ustalenie, jak należy rozumieć wymienione pojęcia. Dopiero w następnej kolejności można określić, czy kontrakt na różnicę stanowi grę lub zakład.

Już na wstępie można także przypomnieć, że omawiana kwestia obecnie nie ma dużego znaczenia praktycznego. Zgodnie z art. 19 ust. 2 u.o.i.f., transakcja, której przedmiotem jest nabycie lub zbycie instrumentów finansowych lub która prowadzi do powstania takich instrumentów, nie stanowi gry ani zakładu w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, ani gry losowej lub zakładu wzajemnego w rozumieniu przepisów o

[1247] Tak też w odniesieniu do kontraktów terminowych: A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 174.
[1248] Tak też w odniesieniu do kontraktów terminowych: A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 155.
[1249] Tak na gruncie kontraktów terminowych: A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 191.
[1250] Zob. rozdział I pkt 1.4.

grach hazardowych, nawet jeżeli według wyraźnej lub dorozumianej woli stron rzeczywiste spełnienie wzajemnych świadczeń jest wyłączone, a tylko jedna ze stron jest obowiązana zapłacić różnicę między umówioną ceną sprzedaży a ceną rynkową w czasie wykonania umowy. Zakres tego przepisu jest szeroki – odnosi się on zarówno do obrotu zorganizowanego (w tym na giełdach), jak i niezorganizowanego[1251]. Nawet jeśliby więc przyjąć, że kontrakty na różnicę mają charakter gier lub zakładów, wówczas z mocy przywołanego przepisu nie wywoływałoby to skutków, o których mowa w art. 413 k.c. Innymi słowy, mimo uznania, że CFDs stanowią gry lub zakłady, zobowiązania z nich wynikające muszą być traktowane za w pełni zaskarżalne. Natomiast sam fakt, że u.o.i.f. wyłącza możliwość zastosowania art. 413 k.c. do instrumentów pochodnych nie oznacza, że nie można kwalifikować ich jako umowy gry lub zakładu[1252]. Stąd postawiony problem należy rozważyć.

Powyższej uwadze na pozór przeczy dosłowne brzmienie art. 19 ust. 2 u.o.i.f., z którego można wyprowadzić wniosek, że instrumenty finansowe (zatem i kontrakt na różnice) nie są grami ani zakładami. Ustawodawca bowiem nie wskazał, że odnośnych przepisów nie stosuje się do instrumentów finansowych, tylko wyraźnie stwierdził, że instrumenty finansowe „nie stanowią" gry ani zakładu. Z tego faktu nie należy wyciągać daleko idących wniosków. Po pierwsze, jak już wykazano w rozdziale II, przepisy poprzednich regulacji prawnych, pełniących te samą funkcję co art. 19 ust. 2 u.o.i.f., wskazywały, że przepisów o grach i zakładach „nie stosuje się"[1253]. Brak zaś podstaw do twierdzenia, że przez wprowadzenie art. 19 ust. 2 ustawodawca chciał przesądzić o charakterze prawnym instrumentów finansowych. Po drugie, także obecnie obowiązujące przepisy, które pełnią te samą funkcję co art. 19 ust. 2 u.o.i.f. dla innych sektorów rynku finansowego (rynek bankowy, rynek funduszy inwestycyjnych) również jedynie stanowią, że do instrumentów pochodnych nie stosuje się przepisów o grach i zakładach[1254]. Analizowanego problemu nie można zatem rozstrzygnąć dokonując jedynie wykładni art. 19 ust. 2 u.o.i.f. Trzeba więc odnieść się do pojęcia gry i zakładu.

Zgodnie z art. 413 § 1 k.c., kto spełnia świadczenie z gry lub zakładu, nie może żądać zwrotu, chyba że gra lub zakład były zakazane albo nierzetelne. Poprzednikiem tej regulacji był art. 610 § 1 k.z., który stanowił, że niedopuszczalne jest sądowe dochodzenie

[1251] Zob. rozdział II pkt 2.6.
[1252] Podobnie: M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 919-920.
[1253] Zob. art. 611-612 k.z., art. 66 p.p.o.p.w.
[1254] Zob. art. 7a Prawa bankowego, art. 12 u.f.i.

wierzytelności, pochodzących z gry lub zakładu. W obu przypadkach ani gra ani zakład nie są bliżej definiowane. Konieczne jest zatem ustalenie zakresu przywołanych pojęć.

Pewnych wskazówek dla interpretacji pojęć „gra" oraz „zakład" mogą dostarczyć przepisy ustawy z dnia 19 listopada 2009 roku o grach hazardowych[1255]. Przytoczona ustawa w art. 2 formułuje definicje gry losowej oraz zakładu wzajemnego. Już na wstępie należy zaznaczyć, że te określenia mają węższy zakres, niż gra i zakład z art. 413 k.c. Nie każda gra jest grą losową, jak i nie każdy zakład jest zakładem wzajemnym. Trzeba więc uznać, że gra losowa i zakład wzajemny stanowią kwalifikowane formy gry i zakładu[1256]. Stosownie do treści art. 2 ust. 1 przywołanej ustawy, grami losowymi są gry, w tym urządzane przez sieć Internet, o wygrane pieniężne lub rzeczowe, których wynik w szczególności zależy od przypadku, wymienione szczegółowo w ustawie[1257]. Z kolei zgodnie z art. 2 ust. 2 omawianej ustawy, zakładami wzajemnymi są zakłady o wygrane pieniężne lub rzeczowe, polegające na odgadywaniu: wyników sportowego współzawodnictwa ludzi lub zwierząt, w których uczestnicy wpłacają stawki, a wysokość wygranej zależy od łącznej kwoty wpłaconych stawek – totalizatory albo zaistnienia różnych zdarzeń, w tym zdarzeń wirtualnych, w których uczestnicy wpłacają stawki, a wysokość wygranych zależy od umówionego, między przyjmującym zakład a wpłacającym stawkę, stosunku wpłaty do wygranej - bukmacherstwo. Z przywołanych definicji można skorzystać przy wykładni art. 413 k.c. jedynie pomocniczo. Jak już bowiem wyżej wskazano, dotyczą one jedynie niektórych postaci gry i zakładu, a cytowane przepisy mają zasadniczo publicznoprawny charakter[1258]. Dla ustalenia, czym są umowy gry i zakładu, konieczne jest zatem sięgnięcie do dotychczasowych ustaleń piśmiennictwa.

Przegląd stanowisk wyrażanych w literaturze odnośnie do definicji gry i zakładu należy rozpocząć od doktryny międzywojennej. Według J. Korzonka i I. Rosenblutha, gra jest „umową, w której strony ustanawiają pewne świadczenie na rzecz tego kontrahenta, który osiągnie korzystny wynik pewnej czynności podjętej równocześnie dla zabawy i wywołania rozstrzygnięcia", natomiast zakład to umowa „w której strony ustanawiają oznaczone świadczenie na rzecz tej z nich, której twierdzenie o zdarzeniu obu stronom niewiadomym

[1255] Dz.U. 2009 nr 201 poz. 1540 ze zm.
[1256] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 45.
[1257] Ustawa wymienia następujące rodzaje gier losowych: gry liczbowe, loterie pieniężne, gra telebingo, gry cylindryczne, gry w kości, gry w bingo pieniężne, gra w bingo fantowe, loterie fantowe, loterie promocyjne, loterie audioteksowe.
[1258] A. Janiak, [w:] J. Panowicz-Lipska (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 8…,* s. 943-944.

okaże się prawdziwym”[1259]. Podobnie wskazał F. Zoll, zdaniem którego zakład to „umowa przez którą stronę ustanawiają świadczenie na rzecz tej z nich, której twierdzenie o zdarzeniu obu stronom niewiadomym, okaże się prawdziwym”, zaś „gra różni się tym od zakładu, że strony wygraną, tzn. prawo do oznaczonego świadczenia czynią zależnym nie od słuszności twierdzenia ale od wyniku gry”. F. Zoll zaznaczył przy tym, że grę organizuje się głównie, lub ubocznie, dla wywołania rozstrzygnięcia[1260]. Z kolei F. Longchamps de Berier uważał, że „gra to umowa przez którą dwie lub więcej osób dla rozrywki lub zarobku zapewniają jednej lub niektórym z nich oznaczoną korzyść majątkową zależnie od mniej lub więcej przypadkowego wyniku oznaczonych czynności stron lub osób trzecich albo od innych przyszłych zdarzeń”, natomiast zakład to „umowa przez którą strony wypowiadając sprzeczne twierdzenia zapewniają oznaczoną korzyść majątkową tej z nich, której twierdzenie okaże się prawdziwe”[1261]. Przywołane definicje są zbliżone do siebie i odpowiadają, co do zasady, potocznemu rozumieniu omawianych terminów. Jednakże, już R. Longchamps de Berier zauważył, że takie ujęcie nie pozwala na precyzyjne rozgraniczenie tych pojęć i w zależności od sytuacji, gra może być uznana za rodzaj zakładu lub odwrotnie[1262].

Inne kryterium rozgraniczenia zaproponował J. Namitkiewicz. W ocenie uczonego, rozróżnienie omawianych umów winno nastąpić z uwzględnieniem ich celu. W przypadku gry celem byłby zysk lub rozrywka, natomiast celem zakładu, według J. Namitkiewicza, jest umocniona stawką rozbieżność poglądów[1263].

Do wymienionych wyżej poglądów, ukształtowanych na gruncie k.z., nawiązuje się we współczesnej doktrynie. Autorzy, definiując grę i zakład, najczęściej wskazują, że w przypadku gry o tym, kto będzie miał prawo otrzymać świadczenie, decyduje osiągnięcie najlepszego rezultatu, zaś w przypadku zakładu – odgadnięcie zaistnienia określonego faktu[1264]. W odniesieniu do zakładu podkreśla się, że musi istnieć spór między jego stronami[1265]. Większość

[1259] J. Korzonek, I. Rosenbluth, *Kodeks zobowiązań. Komentarz*, Kraków 1934, s. 1216.
[1260] F. Zoll, *Zobowiązania w zarysie…,* s. 309.
[1261] R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…,* s. 596-597. Podobnie: H. Konic, *Prawo…*, s. 302.
[1262] R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…*, s. 596-597.
[1263] J. Namitkiewicz, *Kodeks zobowiązań…,* s. 450.
[1264] D. Fuchs, A. Malik, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna (art. 353-534),* Warszawa 2018, s. 395; W. Dubis, [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks…*, s. 931; P. Horosz, [w:] M. Załucki (red.), *Kodeks...*, s. 905; P. Księżak, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…*, s. 497.
[1265] Z. Radwański, [w:] S. Grzybowski (red.), *System Prawa Cywilnego, Prawo zobowiązań – część szczegółowa*…, s. 976-977.

przedstawicieli piśmiennictwa uznaje przy tym, że ścisłe rozgraniczenie gry i zakładu nie jest możliwe[1266].

Próbę ustalenia kryterium różnicującego grę i zakład na gruncie k.c. podjął A. Wiśniewski. Autor przyjmuje, że przez umowę gry strony zobowiązują się, że w przypadku zajścia określonego w umowie zdarzenia niepewnego, będącego wynikiem czynności dokonanej przez stronę umowy lub osobę trzecią, co najmniej jedna ze stron umowy otrzyma określone w umowie świadczenie, natomiast przez umowę zakładu strony zobowiązują się, że w razie odgadnięcia przez jedną ze stron określonego w umowie zdarzenia, druga ze stron spełni na jej rzecz określone w umowie świadczenie[1267]. Przywołana propozycja wyraźnie nawiązuje do koncepcji wyrażanych w literaturze międzywojennej. Nie jest ona jednak przekonująca[1268]. Wydaje się, że nie spełnia kryterium rozłączności. Można bowiem wskazać przykłady gier, które odpowiadałyby również zaproponowanej definicji zakładu i na odwrót. Loteria liczbowa jest niewątpliwie grą, można jednak powiedzieć, że uczestnicy loterii „odgadują" jej wyniki, obstawiając odpowiednie liczby. W proponowanym przez A. Wiśniewskiego ujęciu, loteria mogłaby być zarówno grą, jak i zakładem. Podobnie zakład na wynik walki bokserskiej może być uznany za grę, gdyż strona zakładu otrzyma obiecane świadczenie, w przypadku zajścia zdarzenia niepewnego, dokonanego przez osobę trzecią tj. wygranej określonego zawodnika.

Nie można też obecnie uznać za trafne rozróżnienie proponowane przez J. Namitkiewicza, wyrażone na gruncie art. 610 k.z. Zdaniem przywołanego autora autora, gry miałyby być podejmowane dla zysku lub rozrywki, zaś zakłady dla umocnienia rozbieżności stanowisk. Niewątpliwie jednak, współcześnie zawierane są zakłady także dla zysku, czym zajmują się zawodowi bukmacherzy. Trzeba zatem stwierdzić, że dotychczasowe próby ustalenia zakresów pojęć gry i zakładu w doktrynie nie są przekonujące.

Stąd, należy zaproponować inne kryterium odróżnienia między umową gry a zakładu. Propozycja definicyjna mogłaby być następująca: przez umowę gry strony zobowiązują się, że jedna z nich otrzyma oznaczone świadczenie, jeśli osiągnie pewien rezultat, który jest wynikiem czynności faktycznych podjętych w celu ustalenia, kto dany rezultat osiągnął. Innymi słowy, wynik gry zależy od czynności faktycznej wykreowanej na potrzeby gry. Takimi grami

[1266] Tak: Z. Radwański, [w:] S. Grzybowski (red.), *System Prawa Cywilnego, Prawo zobowiązań – część szczegółowa*…, s. 977*;* A. Janiak, [w:] J. Panowicz-Lipska (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 8…,* s. 938, K. Mularski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II…*, s. 550.
[1267] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 44.
[1268] Podobnie: A. Janiak, [w:] J. Panowicz-Lipska (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 8…,* s. 938.

będą np. loterie pieniężne, loterie fantowe, gry karciane, gry w kości itp. O tym, kto jest ich wygranym, a w efekcie uprawnionym do otrzymania umówionego świadczenia, decyduje wynik czynności (losowania, rozgrywki w pokera itp.), podjętej dla potrzeb ustalenia wygranego.

Natomiast w umowie zakładu strony wypowiadają odmienne twierdzenia co do zdarzenia przyszłego i niepewnego, i zobowiązują się do spełnienia oznaczonego w umowie świadczenia na rzecz tej strony, której twierdzenie było trafne, przy czym wskazane zdarzenie nie odbywa się z uwagi na podjęty zakład. W ten sposób zakładami będą np. zakłady bukmacherskie na wyniki rozgrywek sportowych.

Kryterium różnicującym grę i zakład w zaproponowanym ujęciu jest charakter zdarzenia przyszłego i niepewnego, od którego zależy, która ze stron otrzyma świadczenie i w jakiej wysokości. W przypadku gry jest to zdarzenie wykreowane na potrzeby samej gry, zaś w przypadku zakładu tak nie jest – chodzi o zdarzenie zewnętrzne wobec stron zakładu, które odbyłoby się także bez zawierania umów zakładu.

Wymienione definicje odpowiadają zasadniczo potocznemu rozumieniu gry i zakładu. Przedstawionej propozycji można zarzucić, że w ten sposób grami określone zostały pewne umowy, które potocznie nazywane są zakładami, w których strony „zakładają się" o czynność, którą zamierzają wykreować dla potrzeb ich „zakładu". Przykładowo: dwóch przyjaciół zakłada się, kto z nich dojedzie do określonego punktu szybciej. Choć potocznie można taką czynność nazwać zakładem, to jednak równie dobrze można powiedzieć, że wykreowali dla swoich potrzeb swoistą grę. Proponowane zaś wyżej kryterium rozróżnienia gry od zakładu ma tę zaletę, że dzieli obie umowy w sposób zgodnie z regułami podziału logicznego, tj. w sposób wyczerpujący i rozłączny[1269].

Po ustaleniu definicji gry i zakładu należy przejść do problemu, czy którakolwiek z nich odpowiada kontraktowi na różnicę. *Prima facie* należy wykluczyć możliwość uznania, że kontrakt na różnicę jest grą, biorąc pod uwagę zaproponowaną wyżej definicję gry. To, która ze stron kontraktu na różnicę będzie miała obowiązek świadczyć i w jakiej wysokości, wynika z wahań cen instrumentów bazowych – nie jest to zdarzenie wykreowane na potrzeby zawartego kontraktu na różnicę, tylko wynik mechanizmu rynkowego.

[1269] Na temat warunków poprawności podziału logicznego zob. Z. Ziembiński, *Logika praktyczna*, Warszawa 2007, s. 57-59.

Problem uznania kontraktu na różnicę za umowę zakładu jest bardziej złożony. Wobec braku wypowiedzi doktrynalnych wprost odnoszących się do tego zagadnienia[1270], należy przywołać poglądy piśmiennictwa dotyczące kontraktów terminowych i ich podobieństwa względem gier i zakładów. Większość autorów uznaje kontrakty terminowe nierzeczywiste (które są najbardziej zbliżone do CFDs) za umowy zakładu. W ocenie A. Wiśniewskiego, w ramach przywołanej umowy świadczenie otrzymuje ta strona, która *de facto* odgadła przyszły kurs instrumentu bazowego[1271]. Również P. Tereszkiewicz, A. Chłopecki, A. Janiak i T. Czech uznają kontrakty terminowe z rozliczeniem pieniężnym za zakłady[1272]. Przedstawiciele piśmiennictwa często jednak, kwalifikując instrumenty pochodne nierzeczywiste jako zakład, używają dość mglistych sformułowań, takich jak: „wykazujące cechy zakładu"[1273], „*sui generis* zakład"[1274]. Również orzecznictwo unika jednoznacznych sformułowań. W jednym z wyroków Sądu Najwyższego wydanych na kanwie problemu tzw. toksycznych opcji[1275], SN wyraził pogląd, że opcja może być kwalifikowana jako „umowa losowa, wskazująca również na podobieństwo do gry lub zakładu"[1276]. Wydaje się zatem, że choć większość doktryny opowiada się za uznaniem derywatów z rozliczeniem pieniężnym za zakłady, to jednak często to stanowisko nie jest wyrażane w sposób stanowczy.

Pogląd przeciwny do powyższego wyraził A. Borowski, przedstawiając kilka argumentów na poparcie swojego stanowiska. Pierwszym z nich była teza, że w przypadku gry, jak i zakładu wzajemnego, elementy niepewności dotyczą jedynie tego, czy strona otrzyma świadczenie, gdyż jego wysokość jest z góry znana[1277]. Miałoby to odróżniać grę lub zakład od kontraktów terminowych, przy zawarciu których nie jest wiadome nie tylko to, która ze stron będzie zobowiązana, ale też jaka będzie wysokość powinnego świadczenia. Przeciwko temu argumentowi trafnie wystąpił A. Wiśniewski, wskazując, że w przypadku totalizatorów,

[1270] Przywołaną kwestię w literaturze podjął jedynie P. Gołębiewski, zob. P. Gołębiewski, *Kontrakty…,* s. 33. Autor odmawia możliwości uznania CFD za grę lub zakład, z uwagi na fakt, że w jego ocenie CFDs nie są umowami losowymi. Z uwagi na fakt, że w niniejszej pracy przyjęto tezę o losowości CFD, polemika z argumentacją P. Gołębiewskiego przeprowadzona została we wcześniejszej części pracy, zob. rozdział V pkt 6.7.
[1271] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 152-153.
[1272] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 773, A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…*, s. 848*;* A. Janiak, *Charakter prawny…,* s. 31-34, T. Czech, *Kwalifikacja prawna umowy opcji walutowej*, „Monitor Prawa Bankowego", 2014, nr 7-8. Podobnie na gruncie nierzeczywistych umów opcji: M. Romanowski, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 780; L. Koziorowski, *Umowa opcji…,* s. 30-32, K. Kaczanowski, G. Wiaderek, *Przenoszenie praw z opcji*, „Glosa", 1997, nr 3, s. 2.
[1273] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 798.
[1274] M. Romanowski, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 780.
[1275] Szerzej o tym problemie: A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 230-238; W. Gontarski, *Toksyczne opcje walutowe: zarys teorii prawa na przykładzie polskich opcji walutowych*, Warszawa 2009.
[1276] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 19 września 2013 r., I CSK 651/12, LEX nr 1396293.
[1277] A. Borowski, *Konstrukcja…,* s. 171.

wysokość świadczenia, jakie ma otrzymać wygrany, nie jest znana z góry[1278], choć nawet ustawa o grach i zakładach wzajemnych traktuje niektóre totalizatory za zakłady wzajemne[1279]. Nie ma więc wątpliwości, że zakład może zostać zawarty w postaci totalizatora. W takiej sytuacji zaś przy zawarciu zakładu także wysokość przyszłej wygranej nie jest znana.

Jako kolejny argument A. Borowski wskazał, że w przypadku zakładu wzajemnego, uczestnik zakładu jest zobowiązany od razu zapłacić określoną stawkę, która jest kosztem nabycia ekspektatywy wierzytelności, co wynikało z definicji zakładu wzajemnego zawartej w art. 2 ust. 2 ustawy o grach i zakładach wzajemnych[1280]. W przypadku kontraktów terminowych zaś nie występuje elementy wymiany prawa na pieniądz[1281]. Należy stwierdzić, że autor, że uwypuklił istotną różnicę między zakładem wzajemnym, a kontraktem terminowym. Trzeba jednak wskazać, że zakład wzajemny jest kwalifikowaną postacią umowy zakładu[1282]. Nie w każdym zakładzie jego uczestnik jest zobowiązany do zapłaty określonej stawki przed zdarzeniem przyszłym i niepewnym. Przykładowo: dwie osoby mogą założyć się o to, kto w nadchodzących wyborach zostanie prezydentem Polski, wskazując, że wygrany otrzyma od drugiego określone świadczenie rzeczowe. W tym przypadku nie występuje element wymiany prawa na pieniądz, podobnie jak w kontraktach terminowych (czy kontraktach na różnicę), w których rozliczenie transakcji następuje dopiero po zajściu zdarzenia, od którego uzależniony jest obowiązek spełnienia świadczenia. Także ten argument zatem należy uznać za chybiony.

Wreszcie, A. Borowski odwołuje się do względów celowościowych wskazując, że kontrakty terminowe nie powinny prowadzić do powstania zobowiązań naturalnych. Autor podkreśla, że są to transakcje, których łączna światowa wartość wynosi setki miliardy dolarów, w związku z czym państwo nie może nie zapewniać ich przymusowej realizacji[1283]. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że ustawodawca, na mocy art. 19 ust. 2 u.o.i.f. wyłączył możliwość zastosowania art. 413 k.c. do instrumentów pochodnych, zatem także ten powód nie może być przesądzający dla uznania, że kontrakty terminowe (a także i kontrakty na różnicę) nie stanowią zakładów.

[1278] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 151.
[1279] Zob. art. 2 ust. 2 pkt 1 ustawy z dnia 29 lipca 1992 r. o grach i zakładach wzajemnych (Dz.U. 1992 nr 68 poz. 341). Obecnie: art. 2 ust. 2 pkt 1 ustawy z dnia 19 listopada 2009 r. o grach hazardowych. Z uwagi na fakt, że wymieniony przepis zasadniczo się nie zmienił, argumentacja wywiedziona na gruncie poprzednio obowiązującej ustawy jest w pełni aktualna.
[1280] Obecnie: art. 2 ust. 2 ustawy z dnia 19 listopada 2009 r. o grach hazardowych.
[1281] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 171-172.
[1282] A. Wiśniewski, *Umowy….,* s. 150.
[1283] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 172.

Należy więc przyjąć, że dotychczasowe argumenty wyrażone w piśmiennictwie przeciwko traktowaniu umów terminowych (a co za tym idzie podobnych do nich kontraktów na różnicę) za zakłady nie są przekonujące. Analizując omawiany problem trzeba ocenić jeszcze stanowisko kompromisowe, przedstawione w doktrynie międzywojennej przez H. Konica. Zdaniem przywołanego autora, charakteru gry lub zakładu nie miałyby te umowy terminowe, które służą zabezpieczeniu, tj. *hedgingowi*. Natomiast grami byłyby te transakcje, które mają charakter spekulacyjny[1284]. Przywołany pogląd nawiązuje do wypracowanego w amerykańskim orzecznictwie na przełomie XIX i XX wieku wyjątku od doktryny „*intent test*”. [1285]. W zależności zatem od motywu gospodarczego zawarcia umowy przez strony, mogłaby być ona kwalifikowana jako umowa zakładu lub odrębna umowa nienazwana. Przywołane zapatrywanie nie jest przekonujące. O kwalifikacji prawnej umowy winna bowiem decydować treść, a nie gospodarcze przesłanki jej zawarcia przez strony. W przypadku wielu czynności prawnych ekonomiczne motywy ich dokonania mogą być różne, co nie może samo wpływać na ich odmienną kwalifikację prawną. Przykładowo, kupujący może zawrzeć umowę sprzedaży, ponieważ chce skorzystać z rzeczy będącej przedmiotem sprzedaży, ale również może zawrzeć ją po to, by następnie rzecz drożej sprzedaż – zatem wyłącznie dla spekulacji. Odmienny cel gospodarczy umowy jednak nie zmienia faktu, że w obu przypadkach strony zawarły umowę sprzedaży.

Ostatecznie trzeba stanąć na stanowisku, że kontrakt na różnicę (jak i inne instrumenty pochodne nierzeczywiste), stanowi rodzaj zakładu. Zgodnie z wyżej przyjętym rozumieniem zakładu, strony tej umowy wypowiadają odmienne twierdzenia co do zdarzenia przyszłego i niepewnego, i zobowiązują się do spełnienia oznaczonego w umowie świadczenia na rzecz tej strony, której twierdzenie było trafne. W tę definicję wpisuje się kontrakt na różnicę. Umowa ta polega bowiem na tym, że jedna strona zobowiązuje się do zapłaty, jeśli cena określonego instrumentu bazowego wzrośnie, zaś druga – gdy ta cena zmaleje. Istota tej umowy polega na tym, że każda ze stron wypowiada odmienne twierdzenia co do przyszłego kursu aktywu bazowego i każda z nich oczekuje innego zdarzenia. Niewątpliwie zatem CFD stanowi rodzaj zakładu. Taki wniosek płynie także z wykładni historycznej. Jak opisano bowiem w rozdziale I, na przestrzeni wieków derywaty o rozliczeniu pieniężnym były zwykle postrzegane jako gry lub zakłady.

[1284] H. Konic, *Prawo…,* s. 305.
[1285] Zob. rozdział I pkt 6.6. i 4.3.

W tym miejscu, dla wzmocnienia argumentacji przemawiającej za uznaniem CFD za zakład, należy odnieść się do zarzutów, jakie potencjalne mogłyby być stawiane wobec przyjętego stanowiska. Po pierwsze, można twierdzić, że kontrakty na różnicę nie stanowią zakładów, gdyż nie zawsze odmienność twierdzeń co do przyszłości stanowi przyczynę zawarcia CFD. Możliwe jest bowiem dowodzenie, że odmienność twierdzeń co do przyszłości jest przyczyną zawarcia CFD wyłącznie przez spekulantów, natomiast jeżeli umowę zawiera się w celu zabezpieczenia przed wzrostem/spadkiem ceny określonego instrumentu bazowego, to osoba asekurująca się może w ogóle nie mieć zdania co do przyszłego ukształtowania się tej wartości. Trudno stwierdzić, by osoba dokonująca transakcji CFD w celu *hedgingowym* oczekiwała określonego ruchu cen, gdyż zysk na danym kontrakcie sprawia, że jednocześnie wzrastają koszty działalności gospodarczej, jaką prowadzi. Można zatem powiedzieć, że zawarcie kontraktu na różnicę w celu zabezpieczającym przez danego przedsiębiorcę sprawia, że zmiana cen instrumentu bazowego w określonym kierunku staje się dla niego obojętna. Przedstawione rozumowanie nie jest jednak prawidłowe. Z faktu bowiem, że dla interesów gospodarczych jednej ze stron CFD, która zawarła tę umowę w celu zabezpieczenia, ruch cen instrumentu bazowego staje się neutralny, nie można wyprowadzić wniosku, że w treści kontraktu na różnicę nie wypowiedziała ona odmiennego twierdzenia co do przyszłości, niż druga strona. Można tę tezę poprzeć następującym przykładem: dwóch przyjaciół postanowiło założyć się, która drużyna wygra najbliższy mecz. Jeden obstawił drużynę A, drugi natomiast zespół B, choć był przekonany, że wygra drużyna A (zawarł jednak zakład, by dać wygraną drugiemu albo dla zabawy). Obie strony umowy przewidywały zatem, że wygra ta sama drużyna, jednak nie ulega wątpliwości, że zawarły umowę zakładu – w treści tej umowy strony wypowiedziały odmienne twierdzenia co do przyszłości. Jeśli, ku zaskoczeniu obu, wygrałby zespół B, wówczas niewątpliwie przegrany będzie zobowiązany do świadczenia na rzecz wygranego. Innymi słowy, motywacja, jaka stoi za zawarciem kontraktu na różnicę oraz przekonanie (lub jego brak) o słuszności swojego przewidywania przyszłości, nie ma wpływu na treść samej umowy, a tym samym nie może decydować o kwalifikacji prawnej kontraktu.

Ujmując te kwestię w sposób bardziej generalny trzeba stwierdzić, że gospodarczy cel umowy (jakim w przypadku kontraktów na różnicę może być *hedging*) nie ma znaczenia dla kwalifikacji prawnej umowy. Motywacja stron do zawarcia umowy jest istotna wyłącznie wówczas, gdy staje się ona elementem treści umowy, tj. praw i obowiązków stron. Przykładem kontraktu, w której cel gospodarczy jednej ze stron stanowi składnik treści czynności prawnej, jest umowa dystrybucyjna. Powszechnie bowiem w doktrynie wskazuje się, że umowa

dystrybucyjna polega na tym, że jedna ze stron (dostawca) zobowiązuje do stałego dostarczania określonego towaru, zaś druga strona (dystrybutor) zobowiązuje się do kupowania tego towaru od dostawcy, a następnie do sprzedawania go osobom trzecim w swoim imieniu i na swój rachunek[1286]. Treść tej umowy obejmuje zobowiązanie się dystrybutora do dalszej odsprzedaży zakupionego towaru, co stanowi jednocześnie cel gospodarczy, jaki przyświeca dystrybutorowi. Gdyby dystrybutor nie zobowiązywał się do dalszej odsprzedaży, wówczas zawarta przez niego umowa byłaby rodzajem umowy sprzedaży o stałym charakterze. Podany przykład umowy dystrybucyjnej dowodzi, że o kwalifikacji prawnej umowy decyduje jej treść, zaś motyw ekonomiczny zawarcia kontraktu będzie w tym zakresie relewantny tylko wtedy, gdy stanie się on elementem treści umowy. Odnosząc powyższe do kontraktu na różnicę należy stwierdzić, że cel gospodarczy zawarcia umowy przez stronę CFD (spekulacja bądź *hedging*) nie jest elementem treści umowy. Firma inwestycyjna nie wie, w jakim celu inwestor zawiera z nią kontrakt na różnicę. W związku z powyższym trzeba uznać, że motywacja ekonomiczna stron kontraktu na różnicę nie wpływa na jej treść, a co za tym idzie nie ma znaczenia dla uznania CFDs za rodzaj zakładów.

Drugim argumentem przemawiającym przeciwko uznaniu CFDs za zakłady, jaki można byłoby wskazać, jest to, że zakłady są uznawane w doktrynie za umowy, które nie pełnią poważnej funkcji gospodarczej[1287]. Wyrazem tego jest decyzja ustawodawcy o zasadniczo naturalnym charakterze zobowiązań powstałych w wyniku zawarcia tych umów. Tymczasem kontrakty na różnicę zawierane przez przedsiębiorców, którzy zabezpieczają się przed spadkiem/wzrostem cen określonych instrumentów bazowych, od których zależy wynik finansowy ich przedsiębiorstw, odgrywają istotną rolę na rynku. Co więcej, także działalność spekulantów jest istotna gospodarczo, gdyż pozwala ona na zawierania transakcji w celach *hedgingowych*. Spekulanci zapewniają bowiem płynność obrotu[1288]. Ta znacząca różnica roli rynkowej zwykłych zakładów oraz kontraktów na różnicę (czy szerzej – derywatów z rozliczeniem pieniężnym) nie przemawia dostatecznie jednak za uznaniem odrębności kontraktu na różnicę od zakładu. Po pierwsze, doniosłość gospodarcza określonej umowy nie może mieć wpływu na jej kwalifikację prawną. Po drugie zaś, nic nie stoi na przeszkodzie, by instrumenty pochodne nierzeczywiste (w tym CFDs) uznawać za wyjątkowy rodzaj zakładu, i

[1286] W. Kocot, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 247; podobnie: M. Piątkowska, [w:] A. Malarewicz-Jakubów (red.), *Prawo handlowe. Zagadnienia wybrane*, Warszawa 2023, s. 661-662; A. Rzetelska, [w:] W.J. Katner (red.), W.J. Katner, *Prawo gospodarcze…,* s. 632.
[1287] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…,* s. 554; A. Powierża, *Transakcja terminowa jako umowa…*, s.
[1288] E. Wiśniewska, *Giełdowe…,* s. 87.

wyraźnie odróżniać je od zakładów w potocznym znaczeniu. To, co wyróżnia derywaty o rozliczeniu pieniężnym od innych zakładów, to nie tylko istotna rola gospodarcza, jaką pełnią, ale także sposób określenia świadczenia. W przypadku instrumentów pochodnych, będzie ono zależne od różnicy między wartościami instrumentu bazowego z chwili zawarcia i wykonania umowy. Taki sposób oznaczenia świadczenia mieści się w ogólnej definicji zakładu, jednak z pewnością stanowi wyróżnik na tle innych, typowych zakładów.

Podsumowując, wymienione wyżej wątpliwości co do uznania kontraktów na różnicę za zakłady nie są uzasadnione. Ostatecznie należy stwierdzić, że CFD stanowi zakład, choć niewątpliwie ma on szczególny charakter, co wynika zarówno z rynkowej roli instrumentów pochodnych, jak i specyficznego sposobu określenia świadczenia w przypadku wszystkich instrumentów pochodnych nierzeczywistych. W tym miejscu trzeba jednak przypomnieć, że z przywołaną kwalifikacją CFD jako zakładu nie wiążą się żadne ustawowo określone skutki. Jak bowiem wcześniej wskazano, art. 19 ust. 2 u.o.i.f. wyłącza możliwość stosowania wobec instrumentów finansowych (w tym pochodnych) art. 413 k.c. oraz przepisów ustawy o grach hazardowych[1289].

4.Kontrakt na różnicę a inne instrumenty pochodne

Jak wynika z przeprowadzonych dotychczas rozważań, kontrakt na różnicę, mimo pewnych podobieństw do niektórych typów umów nazwanych (sprzedaż, ubezpieczenie), nie może być kwalifikowany jako żadna z nich. Stanowi on, jak pozostałe derywaty o charakterze nierzeczywistym, rodzaj zakładu. Należy jednak podkreślić, że instrumenty pochodne stanowią szczególną kategorię zakładu, zdecydowanie różniącą się od innych, typowych umów zakładu zawieranych w obrocie. W tym miejscu zatem należy porównać kontrakt na różnicę do innych umów nienazwanych, które, tak jak i CFD, stanowią instrumenty pochodne. Już *prima facie* można stwierdzić, że konstrukcja kontraktu na różnicę winna być najbardziej zbliżona właśnie do innych derywatów. W ramach tych rozważań należy poddać analizie podobieństwo kontraktów na różnicę do trzech typów instrumentów pochodnych, najczęściej opisywanych w doktrynie: kontraktu terminowego, opcji i swapu. Wymienione instrumenty pochodne zostały już krótko opisane w niniejszej pracy, w rozdziale poświęconym pojęciu instrumentu

[1289] Jednocześnie jednak trzeba podkreślić, że CFD ani żaden inny derywat nie mieszczą się w definicji zakładu wzajemnego, o którym mowa w art. 2 ust. 2 ustawy z dnia 19 listopada 2009 r. o grach hazardowych.

pochodnego[1290]. Była to jednak charakterystyka ekonomiczna, wyjaśniająca gospodarczy sens tych konstrukcji. Natomiast obecnie przedstawiony zostanie zarys prawny tych umów. Siłą rzeczy nie będzie to pogłębiona analiza – ma ona służyć jedynie porównaniu tych umów do CFDs, które stanowią przedmiot niniejszej pracy.

4.1. Kontrakt na różnicę a kontrakt terminowy

Spośród analizowanych instrumentów pochodnych z pewnością najwięcej wspólnego z kontraktami na różnicę mają kontrakty terminowe, co było to już w niniejszej pracy podkreślane. To podobieństwo sprawia, że w toku wywodów odnoszących się do kontraktów na różnicę często przywoływano wypowiedzi przedstawicieli doktryny poświęcone kontraktom terminowym. W tym miejscu konieczne jest zebranie i omówienie podobieństw i różnic między tymi instrumentami.

W literaturze nie ma zgodności co do tego, jakie instrumenty pochodne mogą być nazywane kontraktami terminowymi. Można wyróżnić w tym zakresie dwa podejścia. Wedle pierwszego, kontrakty terminowe to kontrakty *futures,* osobną zaś kategorią są umowy *forwards*[1291]. Z kolei stosownie do drugiego z zapatrywań, kategoria „kontraktów terminowych" jest szersza i obejmuje zarówno kontrakty *futures*, jak i *forwards*[1292]. W tym miejscu konieczne jest rozstrzygnięcie, które z wymienionych stanowisk jest trafniejsze.

Pierwszy pogląd zdaje się być zgodny z językowym brzmieniem art. 2 u.o.i.f., ustalającego katalog instrumentów pochodnych. Przywołany przepis wyróżnia bowiem „kontrakty terminowe", a obok nich „umowę *forward*". W takim razie pod pojęciem „kontraktów terminowych" należałoby rozumieć jedynie kontrakty *futures*. Z kolei sekcja C załącznika I dyrektywy MIFID II, której implementację stanowi przywołany art. 2 u.o.i.f., w polskiej wersji językowej, stanowi o „transakcjach typu *futures*" oraz „kontraktach terminowych typu *forward*". Wreszcie, cytowany przepis w wersji anglojęzycznej wyróżnia po prostu „*futures*"

[1290] Zob. rozdział II pkt 1.3.
[1291] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 33-34, M. Romanowski, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…*, s. 786-787.
[1292] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 793; A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 36-37; A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 141; M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 921.

oraz „*forwards”*. Wobec przedstawionej niejednolitości terminologicznej, brzmienie przepisów nie może być rozstrzygające na rzecz jednego z przywołanych stanowisk.

Więcej argumentów przemawia za drugim z wymienionych poglądów. To zapatrywanie podziela większość piśmiennictwa. Kontrakty terminowe stanowią pewien typ umowy nienazwanej, zaś jej podtypami są kontrakty *futures* i *forward.* Za taką oceną przemawia fakt, że przywołane instrumenty finansowe nie różnią się pod względem prawnym[1293], co podkreślają także autorzy odróżniający kontrakty terminowe od umów *forwards*[1294]. Istotne różnice między tymi instrumentami nie wynikają z treści tych umów, lecz z praktyki ich zawierania[1295]. Mają one tożsamy rodowód i historycznie były pojmowane jako jeden typ umowy. Stąd, w niniejszej pracy przyjęto, że kontrakt terminowy to umowa nienazwana, w ramach której można wyróżnić dwie jej postacie – *futures* i *forward*[1296].

Kontrakt terminowy jest różnie definiowany w doktrynie. Problematyczne jest zwłaszcza ujęcie w jednej formule dwóch rodzajów wykonania tej umowy – dostawy fizycznej i rozliczenie pieniężnego. Wskazany kontrakt bywa określany jako umowa sprzedaży określonego instrumentu bazowego z dostawą za pewien czas, z zastrzeżeniem, że świadczenie sprzedawcy może polegać nie tylko na przeniesieniu własności rzeczy, lecz także na rozliczeniu pieniężnym[1297]. Ten sposób objaśniania kontraktów terminowych ma swoje wady, o których była już mowa we wcześniejszych fragmentach pracy. Po pierwsze, nie można tak wyjaśnić natury kontraktów terminowych opiewających na indeks giełdowy lub stawkę pogodową – nie mogą one bowiem stanowić przedmiotu sprzedaży[1298]. Nadto, składnikiem przedmiotowo istotnym umowy sprzedaży jest zapłata ceny – tymczasem może w wyniku rozliczenia kontraktu terminowego nierzeczywistego dojść do sytuacji, w której „kupujący” nie uiści żadnego świadczenia, bo to on będzie uprawniony do otrzymania różnicy od „sprzedawcy”.

Alternatywą dla tego sposobu definiowania kontraktów terminowych jest wyraźne rozróżnienie jego dwóch postaci. W ten sposób objaśnia omawiany kontrakt P. Tereszkiewicz,

---

[1293] A. Wiśniewski, *Umowy…,* s. 142. Odmienne stanowisko przedstawia W. Kocot, który wskazuje, że umowa *forward* ma charakter definitywny, zaś w przypadku *futures* strony dopiero zobowiązują się do zawarcia umowy sprzedaży w przyszłości, zob. W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania…,* s. 530-531. Taki pogląd jest jednak odosobniony.

[1294] A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 848; M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 118.

[1295] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 142.

[1296] Tak też pojęcie „kontraktu terminowego” było używane we wcześniejszej części pracy.

[1297] R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa…*, s. 45; M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 116.

[1298] L. Sobolewski, [w:] S. Włodyka (red.) *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4…,* s. 858.

według którego jest to umowa, w której „jedna ze stron zobowiązuje się do zakupu, a druga do sprzedaży określonego instrumentu bazowego w określonym punkcie czasowym, w cenie z góry ustalonej (transakcja rzeczywista) albo w którym jedna ze stron uzyskuje prawo do otrzymania różnicy między ceną określonego instrumentu bazowego ustaloną w umowie a ceną rynkową tego instrumentu bazowego w przyszłości (transakcja nierzeczywista)[1299]. Podobnie wyjaśnia naturę prawną tego kontraktu A. Borowski. Zgodnie z propozycją przywołanego autora, kontrakt terminowy stanowi umowę, „na mocy której jedna albo druga strona uzyskuje prawo do otrzymania różnicy pomiędzy ceną ustaloną w umowie, a ceną rynkową określonego instrumentu bazowego w przyszłości (transakcja nierzeczywista) albo nabywcy kontraktu przysługuje roszczenie o dostawę w przyszłości określonego instrumentu bazowego, zbywca kontraktu zaś może żądać zapłaty umówionej ceny przedmiotu dostawy (transakcja rzeczywista)"[1300]. Wydaje się, że taki sposób definiowania kontraktu jest właściwszy, gdyż od razu uwypukla odmienność charakteru prawnego kontraktu terminowego rzeczywistego i nierzeczywistego.

Kontrakt terminowy z dostawą fizyczną powszechnie w piśmiennictwie uważany jest za umowę sprzedaży z przesuniętym na przyszłość terminem wydania rzeczy, zaś kontrakt terminowy z rozliczeniem pieniężnym za umowę nienazwaną[1301]. Odmienne zapatrywanie najdobitniej w doktrynie wyraził A. Powierża, postulując jednakową ocenę prawną kontraktów terminowych, niezależnie od sposobu ich wykonania[1302]. Przedstawiony pogląd jest pochodną oryginalnego określenia świadczenia w kontrakcie terminowym przez wspomnianego autora. Wskazane stanowisko nie jest jednak trafne i zostało odrzucone we wcześniejszej części pracy[1303].

Jak już wielokrotnie wskazywano, kontrakty na różnicę są rozliczane wyłącznie pieniężnie, stąd w dalszych rozważaniach można pominąć kontrakty terminowe z dostawą fizyczną. Zresztą, to właśnie derywaty z rozliczeniem pieniężnym mają zasadnicze znaczenie dla rynku kapitałowego[1304]. Można więc stwierdzić, że nierzeczywisty kontrakt terminowy stanowi umowę, w której jedna ze stron zobowiązuje się do zapłaty różnicy w cenie instrumentu

[1299] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…*, s. 793.
[1300] A. Borowski, *Konstrukcja…,* s. 54.
[1301] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 797-798; M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9...,* s. 918-919*;* A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…*, s. 249-250; A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 145-149.
[1302] A. Powierża, *Transakcja terminowa jako…,* s. 38-39.
[1303] Zob. rozdział V pkt 6.1.
[1304] T. Nieborak, *Pochodne…,* s. 127; M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9*…, s. 918.

bazowego z chwili zawarcia kontraktu oraz jego wykonania w przypadku, gdy cena instrumentu wzrośnie, zaś druga zobowiązuje się do tego samego, jeśli ta cena zmaleje. Taka ogólna definicja pozwala objąć nią zarówno nierzeczywiste kontrakty *futures*, jak i *forward*.

W literaturze wyliczane są różnice między kontraktami terminowymi w wersji *futures* i *forward*. Przede wszystkim kontrakty *futures* są zawierane na giełdzie, zaś kontrakty *forward* – poza obrotem zorganizowanym[1305]. Powyższe determinuje kolejne różnice między tymi instrumentami pochodnymi. Kontrakty *futures* są standaryzowane – giełda określa ich podstawowe parametry, takie jak: instrument bazowy, jednostkę transakcyjną, termin wygaśnięcia kontraktu itp[1306]. Tymczasem *forwards* są swobodnie negocjowane między stronami i mogą być dopasowane do szczególnych potrzeb stron transakcji[1307]. Nadto, między stronami kontraktu *futures* występuje izba rozliczeniowa, która gwarantuje wykonanie transakcji – takiego podmiotu nie ma zaś gdy chodzi o umowy *forward*[1308]. W przypadku kontraktów *futures* strony tej transakcji muszą wnosić depozyty zabezpieczające, natomiast strony umowy forward nie są do tego zobligowane[1309]. Wreszcie, ceny kontraktów *futures*, w przeciwieństwie do *forwards*, podlegają codziennym notowaniom zależnie od wartości instrumentu bazowego[1310].

Szczególnie istotną różnicą między *futures* a *forwards,* zwłaszcza w perspektywie późniejszego porównania ich z CFDs, jest możliwość, wcześniejszego niż określony termin, zakończenia transakcji. W przypadku kontraktów *forward* nie jest dopuszczalne jednostronne „wyjście z kontraktu". Do wcześniejszego wygaśnięcia umowy strony mogą doprowadzić wyłącznie na mocy dwustronnego porozumienia[1311]. Takie rozwiązanie nie może dziwić. W czasie trwania kontraktu *forward,* cena instrumentu bazowego może się kształtować różnie – raz pomyślnie dla jednej strony, innym razem – dla drugiej. Fakt, że strona tej umowy nie może jednostronnie zdecydować o jej zakończeniu – a więc i o chwili wykonania kontraktu, jest więc zupełnie naturalny. Daje to gwarancję drugiej stronie, że dopiero dzień oznaczony przy zawarciu umowy będzie chwilą rozliczenia kontraktu. Przykładowo: inwestor A spodziewa się, że cena złota, która obecnie spada, po kilku tygodniach zacznie rosnąć, by osiągnąć wysoką wartość za trzy miesiące. Zawiera zatem kontrakt *forwards* na cenę złota z terminem

[1305] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 142-143.
[1306] M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 118.
[1307] A. Wiśniewski, *Umowy…*, s. 142-143.
[1308] M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9*…, s. 921.
[1309] M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 119.
[1310] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 801.
[1311] T. Nieborak, *Pochodne…*, s. 193.

trzymiesięcznym zajmując długą pozycję. Druga strona umowy - podmiot B, przewiduje dalszy spadek cen złota, zajmuje więc pozycję krótką. Prognozy inwestora A sprawdziły się – w ciągu pierwszego tygodnia trwania kontraktu cena złota wciąż spadała, po czym zaczęła rosnąć, aż w momencie wykonania kontraktu osiągnęła bardzo wysoką wartość, pozwalając na osiągnięcie zysku z transakcji przez podmiot A. Taka strategia nie mogłaby jednak być zastosowana, gdyby podmiot B mógł jednostronnie wcześniej zdecydować o zamknięciu swojej pozycji i wykonaniu umowy. Wówczas bowiem do jej rozliczenia doszłoby najpewniej w pierwszym tygodniu kontraktu, kiedy to cena złota była mniejsza niż w chwili zawarcia *forward*. Uprawnionym do otrzymania świadczenia byłby wtedy podmiot B. Przywołany przykład obrazuje, że brak możliwości jednostronnego decydowania o rozliczeniu kontraktu *forward* jest warunkiem koniecznym dla zabezpieczenia interesów drugiej strony transakcji.

Inaczej sytuacja rysuje się w przypadku kontraktów *futures*. Każda ze stron tej transakcji może w dowolnej chwili doprowadzić do wygaśnięcia swojego zobowiązania i rozliczenia transakcji[1312]. Następuje to poprzez zawarcie nowego kontraktu *futures*, w którym inwestor zajmuje tzw. przeciwstawną pozycję, tzn. jeśli dotychczas zajmował pozycję długą, winien zająć pozycję krótką i na odwrót[1313]. W ten sposób, osoba zajmująca pozycję przeciwstawną doprowadza do rozliczenia transakcji, zaś jej kontrahent z drugiej umowy niejako „wstępuje" jako strona do pierwszej z transakcji. Wobec tego, że obrót giełdowy jest anonimowy, strona pierwszej umowy nie ma świadomości, że doszło do zmiany podmiotowej po drugiej stronie – z uwagi na sposób rozliczeń giełdowych jest to dla niej zresztą obojętne. W ten sposób interesy stron kontraktów *futures* są zabezpieczone.

Przedstawiony mechanizm jest w doktrynie objaśniany na dwa sposoby. Według pierwszego poglądu, dochodzi do kompensacji wierzytelności inwestora z wierzytelnościami wobec inwestora, jakie posiada giełdowa izba rozliczeniowa. Przywołane zapatrywanie zakłada, że pomiędzy strony każdej transakcji giełdowej wstępuje izba rozliczeniowa[1314]. Natomiast według drugiego stanowiska, przeciwstawna transakcja stanowi przelew wierzytelności wynikający z wcześniejszego kontraktu futures[1315]. Za drugim z wymienionych poglądów wyraźnie opowiada się M. Romanowski. Według przywołanego autora, konieczne jest przy tym, by przelew wierzytelności wynikającej z kontraktu *futures* był jednocześnie

[1312] G. Zalewski, *Kontrakty…,* s. 2-6.
[1313] A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 930-931.
[1314] A. Chłopecki, *Opcje…,* s. 199.
[1315] L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 149-150.

powiązany z przejęciem długu z tego samego tytułu. „Nabywca kontraktu" bowiem wstępuje w całokształt sytuacji prawnej „zbywcy"[1316].

Drugiego z przywołanych zapatrywań nie można podzielić. Trafnie przedstawioną koncepcję skrytykował A. Chłopecki, wskazując na trudności prawne i techniczne, jakie powstałyby przy przyjęciu koncepcji przejęcia długu. Zgodnie z art. 522 k.c., umowa o przejęcie długu powinna być pod nieważnością zawarta na piśmie. To samo dotyczy zgody wierzyciela na przejęcie długu. Tymczasem, jak zauważa A. Chłopecki, pisemna forma zgody na przejęcie długu zupełnie nie przystaje do mechanizmu zawierania transakcji na giełdzie[1317]. Nadto, według art. 524 § 1 k.c., przejmującemu dług przysługują przeciwko wierzycielowi wszelkie zarzuty, które miał dotychczasowy dłużnik, z wyjątkiem zarzutu potrącenia z wierzytelności dotychczasowego dłużnika. Trudno zaś pogodzić powyższe, jak słusznie wskazuje cytowany autor, z zasadą pewności obrotu giełdowego[1318].

Wobec powyższego należy stanąć na stanowisku, że zajęcie pozycji przeciwstawnej i „wyjście" z kontraktu *futures* odbywa się poprzez potrącenie. Jest to możliwe dzięki szczególnej instytucji prawa giełdowego, jaką jest nowacja rozliczeniowa. W jej wyniku, po zawarciu kontraktu terminowego na giełdzie, dochodzi do umorzenia pierwotnego stosunku prawnego i wykreowaniu w jego miejsce dwóch stosunków rozliczeniowych – każdy między jedną stroną transakcji giełdowej, a izbą rozliczeniową[1319]. W ten sposób, inwestorowi (a ściślej: firmie inwestycyjnej będącej zastępcą pośrednim inwestora), który zawarł kontrakt *futures* przysługuje warunkowa wierzytelność o zapłatę wobec izby rozliczeniowej, a nie wobec drugiej strony umowy. Podobnie, warunkowa wierzytelność o zapłatę wynikająca z kontraktu *futures* wobec tego inwestora (firmy inwestycyjnej) przysługuje wyłącznie izbie rozliczeniowej. Dzięki temu, wierzytelności z dwóch transakcji *futures* (pierwszej oraz przeciwstawnej) istnieją między tymi samymi podmiotami – inwestorem i izbą rozliczeniową. Stąd możliwy jest mechanizm potrącenia wierzytelności i w związku z tym – zakończenia umowy *futures* przed terminem jej wykonania. Trzeba zatem stwierdzić, że strony kontraktu *futures,* w przeciwieństwie do stron umowy *forward*, mogą jednostronnie zdecydować o chwili rozliczenia kontraktu.

[1316] M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 119-120. Przedstawiony pogląd popiera P. Tereszkiewicz, zob. P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 800.
[1317] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 197-199.
[1318] Tamże.
[1319] Zob. szerzej: T. Kamiński, *Nowacja rozliczeniowa…* ; B. Jagodziński, *Nowacja rozliczeniowa transakcji…* .

Po przybliżeniu natury prawnej kontraktu terminowego w jego dwóch postaciach – *future* oraz *forward*, należy porównać go z kontraktem na różnicę. Bez wątpienia, kontrakt terminowy z rozliczeniem pieniężnym jest bardzo zbliżony do CFD. Istota obu tych umów sprowadza się do tego, że jedna strona zobowiązuje się do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego, jeśli wzrośnie względem ceny z chwili zawarcia kontraktu, zaś druga zobowiązuje się do tego samego, gdy wskazana cena zmaleje.

Szczególnie podobny do CFD jest kontrakt *futures*. Choć kontrakty na różnicę zawierane są w obrocie niezorganizowanym (tak jak *forwards*) to jednak są one w ramach oferty danego brokera Forex standaryzowane – nie mogą być zatem negocjowane, podobnie jak kontrakty *futures*[1320]. Co więcej, tak samo jak przy kontraktach *futures*, inwestor zawierający CFD jest zobowiązany do wniesienia i utrzymywania depozytu zabezpieczającego. Nadto, kontrakt na różnicę jest rozliczany, podobnie jak kontrakt *futures,* zgodnie z zasadą *mark-to-market*[1321].

Kontrakt na różnicę cechuje się jednak pewnymi odmiennościami w porównaniu z kontraktami *futures* (tym bardziej *forwards*). W doktrynie wskazuje się, że CFD, w przeciwieństwie do kontraktu terminowego, nie ma z góry określonego terminu wykonania umowy[1322]. Jak już to zostało jednak zaznaczone wcześniej, przeprowadzone badania empiryczne wykazały, że większość firm inwestycyjnych oferujących zawieranie kontraktów na różnicę wyznacza taki termin. Zgodnie z regulaminami ustalonymi przez brokerów Forex, zwykle po roku od zawarcia kontraktu automatycznie dochodzi do jego rozliczenia[1323]. Stąd, nie można uznać, że ustalenie terminu wygaśnięcia kontraktu było kryterium rozróżniającym omawiane instrumenty pochodne.

Specyfiki kontraktów na różnicę należy doszukiwać się w szczególnym ukształtowaniu stron tej umowy i asymetrii w ich uprawnieniach. Stronami kontraktów terminowych są inwestorzy (w przypadku giełdowych *futures* - firmy inwestycyjne działające we własnym imieniu, lecz na rachunek swoich klientów). Natomiast kontrakty na różnicę zawierane są przez inwestora i firmę inwestycyjną (w modelu *market maker*) lub firmę inwestycyjną, będącą zastępcą pośrednim klienta i dostawcę płynności. Niezależnie od przyjętego modelu funkcjonowania na rynku Forex, w przypadku kontraktów na różnicę po jednej stronie występuje zawsze podmiot, który jest jednocześnie stroną tej umowy i organizatorem rynku.

[1320] K. Kochan, *Forex…*, s. 43.
[1321] Tamże.
[1322] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…*, s. 254; P. Gołębiowski, *Kontrakty…*, s. 34.
[1323] Zob. rozdział III pkt 3.5.

Ta druga, „profesjonalna" strona CFD odpowiada bowiem za kwotowanie, tzn. przekazuje ceny instrumentów bazowych, po których jest w stanie zawierać kontrakty na różnicę. Powyższe zasadniczo różni CFD od kontraktów *futures* – w przypadku tych ostatnich, strony transakcji nie pełnią żadnych szczególnych funkcji na rynku. Oferty składane przez firmy inwestycyjne są kojarzone przez spółkę prowadzącą rynek regulowany, która odpowiada też za publikowanie notowań, zaś rozliczeniem transakcji zajmuje się izba rozliczeniowa. Organizatorem rynku kontraktów *futures* zatem nie jest strona dokonywanej na tym rynku transakcji.

Z powyższym związana jest druga istotna cecha wyróżniająca CFD spośród innych instrumentów pochodnych. W przypadku kontraktów na różnicę, tylko jednej stronie (klientowi) przysługuje prawo do oznaczenia chwili wykonania umowy (zamknięcia pozycji). Firma inwestycyjna tylko wyjątkowo jest uprawniona do przymusowego zakończenia transakcji – może tego dokonać jedynie w przypadkach wskazanych w umowie. Zasadniczo zaś, decyzję o zamknięciu pozycji podejmuje jednostronnie klient. Odróżnia to CFD od kontraktów *futures.* Jak bowiem wskazano powyżej, w przypadku kontraktu *futures* każda ze stron może w dowolnym czasie „wyjść" z kontraktu, co nie wpływa na zobowiązanie drugiej strony, gdyż w miejsce jednego inwestora zawsze podstawiany jest inny inwestor. Zakończenie tej transakcji dla jednej ze stron następuje przez zajęcie tzw. przeciwstawnej pozycji. Tymczasem, jak wykazały badania empiryczne, w przypadku kontraktów na różnicę ten sam inwestor może utrzymywać przeciwstawne pozycje na tym samym instrumencie bazowym, co nie spowoduje kompensacji jego pozycji. W przypadku bowiem kontraktów na różnicę mechanizm „zakończenia transakcji" jest inny – klient składa zlecenie zamknięcia pozycji, gdyż ma uprawnienie do jednostronnego oznaczenia chwili wykonania umowy[1324].

Nadto, porównywane instrumenty różnią się także innymi elementami. W przypadku kontraktów *futures*, obie strony są zobowiązane do wnoszenia i utrzymywania depozytów zabezpieczających. Tymczasem w kontraktach na różnicę taki obowiązek obciąża tylko klienta firmy inwestycyjnej. Różny się także sposób rozliczenia tych derywatów. Choć, co do zasady, oba rozliczane są zgodnie z zasadą „mark to market", co odróżnia je od *forwards*, to jednak szczegółowy mechanizm ustalania ceny rozliczenia jest w tych przypadkach odmienny. Gdy chodzi o kontrakty *futures*, są one rozliczane codziennie – tzn. giełda publikuje ceny wykonania kontraktów jednokrotnie, raz na dzień. Tymczasem kontrakty na różnicę są kwotowane na

[1324] Nie można się zatem zgodzić ze stwierdzeniem P. Gołębiowskiego, który wskazuje, że zamknięcie pozycji w kontrakcie CFD następuje przez zajęcie pozycji odwrotnej, zob. P. Gołębiowski, *Kontrakty…*, s. 26.

bieżąco[1325]. Powyższe, w powiązaniu z wysoką dźwignią finansową sprawia, że niektóre z CFDs mogą wiązać strony niezwykle krótko, nawet kilka sekund. Jeśli w tym czasie dojdzie do spodziewanego przez inwestora ruchu cen, może on w zasadzie zaraz po zawarciu umowy zamknąć pozycję i odnotować zysk. Stąd szczególnie istotny w przypadku kontraktów na różnicę jest czas wykonania zlecenia przez firmę inwestycyjną.

Powyższe uwagi przesądzają, że kontrakty na różnicę wykazują wiele podobieństw do kontraktów terminowych, szczególnie w wersji *futures*. Różnice między tymi umowami wynikają z tego, że zawierane są w różnych segmentach rynku kapitałowego. Kontrakty na różnicę są instrumentami rynku Forex, zatem obrotu niezorganizowanego. To determinuje szczególne ukształtowanie stron tej umowy i ich uprawnień.

4.2. Kontrakt na różnicę a umowa opcji

Drugim z najczęściej opisywanych w literaturze instrumentów pochodnych, obok kontraktu terminowego, jest umowa opcji. Biorąc pod uwagę licznych liczne definicje proponowane w doktrynie, można ją określić jako umowę zawieraną między wystawcą opcji a jej nabywcą, na mocy której nabywca w zamian za zapłatę określonej sumy pieniężnej (premii opcyjnej) drugiej stronie (wystawcy opcji) otrzymuje prawo, lecz nie obowiązek, do zbycia lub nabycia określonego instrumentu bazowego (transakcja rzeczywista) albo dokonania adekwatnego rozliczenia finansowego (transakcja nierzeczywista) w oznaczonym momencie w przyszłości, zaś wystawca zobowiązuje się spełnić żądanie nabywcy opcji[1326]. Sens opcji polega na tym, że jej posiadacz nie ma obowiązku wykonywać swojego prawa. Jeśli cena instrumentu bazowego ukształtuje się niepomyślnie dla niego, wówczas nie zdecyduje się na jej wykonanie i poniesie stratę wyłącznie w wysokości premii opcyjnej[1327]. Z kolei wystawca opcji zawsze otrzymuje określoną sumę pieniężną – premię opcyjną. Jeśli kurs instrumentu bazowego ukształtuje się dla niego pomyślnie, wówczas nabywca opcji jej nie zrealizuje, a wystawca odnotuje zysk w wysokości premii opcyjnej. Natomiast gdy wystawca opcji nietrafnie przewidzi przyszłą cenę instrumentu bazowego, nabywca opcji ją wykona, wystawca poniesie więc stratę, ograniczoną jednak o otrzymaną wcześniej premię opcyjną.

[1325] K. Kochan, *Forex…,* s. 43.
[1326] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 48-49, P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…*, s. 776, M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 103.
[1327] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…*, s. 779-780.

Opcje można poddawać różnym klasyfikacjom. Obok wspomnianego w zaproponowanej definicji podziału na opcje rzeczywiste (z dostawą fizyczną) oraz nierzeczywiste (z rozliczeniem pieniężnym), najważniejszym podziałem jest podział na opcje kupna (*call*) oraz opcję sprzedaży (*put*). W przypadku opcji kupna, nabywca opcji otrzymuje prawo do nabycia określonego instrumentu w ustalonym terminie po oznaczonej cenie. Natomiast nabywca opcji sprzedaży ma prawo do sprzedaży danego instrumentu bazowego w ustalonym terminie po oznaczonej cenie[1328]. W przypadku zaś opcji z rozliczeniem pieniężnym należałoby stwierdzić, że nabywca opcji kupna gra na zwyżkę ceny instrumentu bazowego (wystawca tej opcji na jego zniżkę), zaś nabywca opcji sprzedaży gra na zniżkę ceny instrumentu bazowego (wystawca tej opcji na jego zwyżkę).

Opcje można także podzielić według kryterium czasu realizacji opcji. W ten sposób wyróżnia się opcje amerykańskie, które mogą być wykonywane przez uprawnionego w każdym czasie do upływu termin określonego w umowie opcyjnej oraz opcje europejskie, które mogą być realizowane tylko w z góry oznaczonym terminie[1329]. W piśmiennictwie nadto proponuje się jeszcze inne podziały opcji[1330].

Umowy opcji zawierane są zarówno na rynku regulowanym, jak i w obrocie niezorganizowanym (OTC)[1331]. W przypadku opcji giełdowych, pobierany jest depozyt zabezpieczający, jednak tylko od wystawców opcji[1332]. Różni to opcje giełdowe od kontraktów *futures*, w których depozyt zabezpieczający musi być wniesiony przez obie strony transakcji. Podobnie natomiast jak w przypadku kontraktów *futures,* każda ze stron opcji zawartej na giełdzie może „wyjść z transakcji" przez zawarcie transakcji odwrotnej – nabywca opcji winien zawrzeć kolejną transakcję, w której opcję sprzeda i na odwrót[1333].

Kwalifikacja umowy opcji na gruncie prawa cywilnego wywołuje spory w piśmiennictwie. Jak wskazuje A. Chłopecki, możliwe jest potraktowanie opcji jako: umowy przedwstępnej, umowy sprzedaży pod warunkiem zawieszającym, umowy sprzedaży pod warunkiem rozwiązującym, umowy sprzedaży z prawem odstąpienia, umowy, z której wynika długoterminowa oferta zawarcia umowy stanowczej, umowy dającej uprawnienie prawnokształtujące pozwalające nabyć (zbyć) instrument bazowy lub wreszcie nie jako

[1328] M. Romanowski, *Prawo o publicznym…,* s. 99-100.
[1329] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…*, s. 247.
[1330] Zob. A. Jakubiec*, Opcja…,* s. 150-152.
[1331] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 775-776.
[1332] K. Mejszutowicz, *Podstawy…*, s. 101.
[1333] Tamże, s. 82-83.

umowy, a oferty wystawcy opcji do zawarcia umowy[1334]. W doktrynie te propozycje są drobiazgowo analizowane[1335]. W tym miejscu szczegółowa analiza wspomnianej kwestii nie jest konieczna, z uwagi na fakt, że przedmiotem niniejszych rozważań jest porównanie opcji z kontraktami na różnicę i opcja charakteryzowana jest tylko dla tych potrzeb. Wystarczy poprzestać więc na stwierdzeniu, że w nowszej doktrynie uznaje się często umowę opcji za umowę nienazwaną, o charakterze *sui generis*[1336].

Problemy doktrynalne z określeniem natury prawnej umowy opcji mają swoje źródło także w tym, że opcja jest umową zawieraną nie tylko na rynku kapitałowym[1337], nadto, że może być ona wykonywana zarówno przez dostawę fizyczną, jak i rozliczenie pieniężne[1338]. Biorąc pod uwagę, że kontrakty na różnicę mają wyłącznie nierzeczywisty charakter, analizę porównawczą ograniczyć trzeba wyłącznie do pewnej postaci umowy opcji – zawieranej na rynku kapitałowym, przewidującej rozliczenie pieniężne. Z tego punktu widzenia, opcja będzie umową, przez którą wystawca opcji zobowiązuje się, w określonym momencie w przyszłości, na żądanie drugiej strony, do zapłaty kwoty wynikającej z różnicy między ceną instrumentu bazowego ustaloną w chwili zawarcia umowy, a jej ceną rynkową z dnia wykonania, jeśli ta kwota wzrośnie (przy opcji *call*) lub jeśli zmaleje (przy opcji *put*), zaś nabywca zobowiązuje się zapłacić premię opcyjną.

Podobieństwa opcji i kontraktu na różnicę należy poszukiwać we wspólnych cechach wszystkich instrumentów pochodnych. W obu przypadkach wartość ekonomiczna prawa wykreowanego umownie zależy od wahań cen instrumentu bazowego. Zarówno bowiem warunkowe roszczenie strony kontraktu na różnicę, jak i uprawnienie opcyjne, wyceniane jest w zależności od kursu określonego aktywu bazowego. Jeśli strona CFD trafnie przewidziała przyszły ruch cen instrumentu bazowego, wówczas jej roszczenie może mieć dużą wartość w sensie ekonomicznym, jeśli zaś jej prognozy zawiodły – wówczas roszczenie takiej wartości nie będzie reprezentować. Analogicznie określenie wartości wypadnie w przypadku uprawnienia opcyjnego.

Podobnie też omawiane umowy są wykonywane. W obu przypadkach w momencie zawarcia umowy ustalana jest wartość instrumentu bazowego, po której nastąpi wykonanie

[1334] A. Chłopecki, *Opcje…*, s. 136.
[1335] A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 267-286; P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 783-790; M. Romanowski, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9*…, s. 773-785.
[1336] Zob. P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 790 i orzecznictwo tam wskazane; zob. również: A. Jakubiec, *Opcja…,* s. 286.
[1337] A. Jakubiec, *Opcja…*, s. 301-302.
[1338] A. Chłopecki, *Opcje…,* s. 30.

kontraktu w przyszłości. Świadczenie stron zaś zależy od tego, w jaki sposób ukształtuje się rynkowa wartość tego instrumentu względem ceny przyjętej w umowie. W przypadku CFD, jeśli cena rynkowa z chwili wykonania kontraktu będzie wyższa niż ustalona pierwotnie, wówczas zobowiązanym do zapłaty będzie zajmujący krótką pozycję i na odwrót. Natomiast jeżeli chodzi o opcję, to wystawca będzie zobowiązany do zapłaty wówczas, gdy cena rynkowa aktywu bazowego z chwili realizacji opcji będzie wyższa od ceny ustalonej w umowie opcyjnej w przypadku opcji kupna oraz gdy cena rynkowa instrumentu bazowego z chwili realizacji opcji będzie niższa od ceny z chwili zawarcia opcji – w przypadku opcji sprzedaży. Zarówno więc w przypadku CFD, jak i opcji, to, która ze stron będzie spełniała świadczenie (czy w ogóle dojdzie do spełnienia świadczenia) i w jakim rozmiarze zależy od stosunku ceny instrumentu bazowego ustalonej w chwili zawarcia umowy oraz ceny rynkowej z chwili wykonania tej umowy.

Wreszcie, wspólne dla obu porównywanych konstrukcji prawnych są cele gospodarcze ich stosowania. Opcje mogą być zawierane zarówno w celach *hedgingowych* lub dla spekulacji[1339] - podobnie jak kontrakty na różnicę.

Pomimo przywołanych podobieństw, kontrakt na różnicę oraz opcja znacząco się od siebie różnią. Podstawową różnicą między umową opcji a kontraktem na różnicę jest fakt, że umowa opcji ma charakter asymetryczny, zaś kontrakt na różnicę – symetryczny. Podział instrumentów pochodnych na dwie wyżej wymienione kategorie zaproponował L. Sobolewski. Według tego autora, w przypadku instrumentów symetrycznych każda ze stron umowy może być zobowiązana do spełnienia świadczenia[1340]. Przykładem jest kontrakt terminowy – każda ze stron posiada uprawnienie warunkowe do otrzymania różnicy w cenie instrumentu bazowego, któremu odpowiada analogiczny warunkowy obowiązek zapłaty wobec drugiej strony. Natomiast instrumenty asymetryczne, według L. Sobolewskiego, cechują się tym, że w okresie ich ważności tylko jedna strona może być zobowiązana do świadczenia[1341]. Takim instrumentem jest opcja – w momencie jej wykonania tylko wystawca jest zobowiązany do świadczenia, gdyż jeśli cena instrumentu bazowego ukształtowałaby się wbrew przewidywaniom nabywcy opcji, wówczas posiadacz opcji nie decyduje się na jej realizację[1342].

[1339] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…*, s. 779-780.
[1340] L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym…,* s. 144-145.
[1341] Tamże.
[1342] Wskazany podział nie jest tożsamy z podziałem na umowy jednostronnie i dwustronnie zobowiązujące. Umowa opcji jest umową dwustronnie zobowiązującą, gdyż wystawca zobowiązuje się do określonego świadczenia w przyszłości, zaś nabywca opcji zobowiązuje się do zapłaty premii opcyjnej. Jednocześnie zaś opcja jest umową asymetryczną.

Wskazany podział odróżnia opcję nie tylko od kontraktów terminowych, ale także od kontraktów na różnicę. Bez wątpienia bowiem, w trakcie trwania kontraktu na różnicę każda ze stron jest potencjalnie zobowiązana do zapłaty. W zależności od ukształtowania się wartości instrumentu bazowego w chwili wykonania kontraktu, zobowiązaną będzie jedna lub druga strona. Natomiast po zawarciu umowy opcji tylko na wystawcy opcji ciąży potencjalne zobowiązanie. Można zatem stwierdzić, że każda ze stron kontraktu na różnicę ponosi większe ryzyko, niż nabywca opcji, ponieważ każda z nich może w wyniku wykonania kontraktu być zobowiązana do zapłaty, w przeciwieństwie do nabywcy opcji. Jednocześnie ich sytuacja jest też inna, niż wystawcy opcji – ten podmiot z góry wie, że jego zysk jest limitowany do wysokości premii opcyjnej, zaś możliwość straty jest teoretycznie nieograniczona.

Z uwagi na opisaną wyżej symetryczność kontraktów na różnicę, w przypadku CFD nie występuje element „premii opcyjnej". Żadna ze stron tej umowy nie ma obowiązku zapłaty sumy pieniężnej w zamian za nabycie roszczenia warunkowego o zapłatę różnicy w cenie instrumentu bazowego. Obie strony CFD otrzymują przysporzenie w postaci roszczenia warunkowego, w zamian za analogiczne zobowiązanie się drugiej strony. Tymczasem w przypadku kontraktu opcyjnego, posiadacz opcji nabywa swoje uprawnienie, gdyż zobowiązuje się do zapłaty określonej sumy pieniężnej. W sensie ekonomicznym można więc powiedzieć, że nabywca opcji „kupuje" ją za cenę premii opcyjnej. Zatem, mimo, że oba porównywane kontrakty są dwustronnie zobowiązujące i odpłatne, to jednak te cechy realizują się w różny sposób.

Jak wyżej wskazano, podstawowym podziałem opcji jest podział na opcje kupna i opcje sprzedaży. Takie wyróżnienie jest konieczne z uwagi na fakt, że tylko wystawca opcji jest zobowiązany do zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego. W jednym przypadku będzie więc zobowiązany, gdy cena instrumentu wzrośnie, w drugim – gdy zmaleje. Jeśli zatem nabywca opcji chce grać na zwyżkę – winien zawrzeć umowę opcji typu *call*, zaś jeśli gra na zniżkę – opcji typu *put*. W przypadku kontraktów na różnicę, obie strony w trakcie trwania umowy są zarówno warunkowo uprawnione do otrzymania różnicy w cenie instrumentu bazowego, jak i warunkowo zobowiązane do zapłaty takiej różnicy. Nie istnieje więc rozróżnienie tych kontraktów podobne do powyższego podziału opcji. W CFD, jedna ze stron „kupuje na termin", druga zaś – „sprzedaje". Obie role zatem odgrywane są w ramach jednej transakcji.

Powyższe względy wskazują, że porównywane umowy łączą tylko te cechy, które są wspólne dla wszystkich instrumentów pochodnych. W pozostałym zakresie należy uznać, że kontrakt na różnicę wykazuje znaczne odmienności względem umowy opcji. Trzeba więc stwierdzić, że są to dwie różne umowy nienazwane.

4.3. Kontrakt na różnicę a umowa swapu

Ostatnim z podstawowych rodzajów instrumentów pochodnych, z którym należy zestawić kontrakt na różnicę, jest *swap*. Porównanie tych konstrukcji wymaga w pierwszej kolejności ustalenia cech charakterystycznych umowy *swapu*. W porównaniu z wcześniej omówionymi instrumentami – kontraktem terminowym i opcją, *swap* wywołuje bowiem dużo większe kłopoty definicyjne. Ustalenie, czym jest umowa swapu, pozwoli następnie na wykazanie podobieństw i różnic tej konstrukcji z kontraktem na różnicę.

W literaturze ekonomicznej *swap* określa się jako umowę dotyczącą wymiany przyszłych płatności według wcześniej ustalonych zasad[1343]. Taka ogólna formuła odpowiada też samej nazwie kontraktu, gdyż w języku angielskim *swap* oznacza zamianę[1344]. Swapy mogą opiewać na różne instrumenty bazowe. Strony umowy *swap* mogą się więc umówić, że będą płaciły sobie wzajemnie określone płatności stanowiące, np. odsetki według różnego oprocentowania (swap odsetkowy), dywidendy przysługujące im z akcji różnych spółek (swap akcyjny), cenę za towar według ceny stałej i rynkowej (swap towarowy) itp.

Zdecydowanie trudniej sformułować definicję prawną omawianego kontraktu. W tym zakresie w doktrynie prezentowane są zasadniczo dwa podejścia. Pierwsze z nich zakłada, że nie jest możliwe sformułowanie jednej, prawnej definicji umowy *swapu*, gdyż jego warianty zbyt zasadniczo się od siebie różnią[1345]. Natomiast inni autorzy próbują formułować definicje ogólne, zwykle nawiązując do ujęcia ekonomicznego. Zdaniem A. Borowskiego, przez umowę *swapu* strony zobowiązują się do wzajemnej wymiany w przyszłości kwot kapitału nominowanego w różnych walutach lub przyszłych zobowiązań płatniczych (ewentualnie zysków) powstałych na skutek dwóch niezależnych transakcji finansowych[1346]. Podobnie *swap* definiuje T. Zienowicz, w ocenie którego jest to „umowa wymiany zobowiązań lub wymiany

[1343] E. Leszczyńska, *Rynek…*, s. 8.
[1344] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 801.
[1345] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo…*, s. 252-253.
[1346] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 60.

płatności między stronami według wcześniej określonych zasad, na które składają się co najmniej takiej elementy jak: waluta, termin obowiązywania i cena wymiany”[1347].

Przywołanym propozycjom można postawić szereg zarzutów. Po pierwsze, nie sposób uznać, by świadczeniami stron *swapu* była „wymiana zobowiązań”. Sformułowania używane w języku ekonomii nie powinny być wykorzystywane do konstruowania definicji prawnej *swapu*, zwłaszcza gdy w obu dziedzinach rozumie się je odmiennie[1348]. W nauce prawa cywilnego „zobowiązanie” jest jednym z podstawowych pojęć, o powszechnie znanej treści. Nie należy więc przypisywać mu innego znaczenia. Oznacza ono stosunek prawny, w którym jedna osoba, nazywana wierzycielem, może domagać się od drugiej (dłużnika) świadczenia, zaś ta ostatnia powinna je spełnić[1349]. Jedna ze stron tego stosunku prawnego nie może go „zamienić” mocą umowy z inną osobą. Stąd, z perspektywy jurydycznej, nie można zaakceptować takiego ujęcia świadczeń stron umowy *swapu*. Po drugie, przywołane definicje nie uwzględniają zasadniczych różnic konstrukcyjnych między różnymi rodzajami swapów. Przykładowo, w swapie odsetkowym (IRS) strony zobowiązują się, że będą wzajemnie, okresowo, płacić odsetki od danej kwoty według różnych stóp procentowych. W literaturze ekonomicznej wskazano, że taki kontrakt stanowi *de facto* ciąg umów *forward* opiewających na stopę procentową[1350]. Tymczasem swap walutowy ma inną konstrukcję – w pierwszym etapie wykonania umowy strony wymieniają kwoty w różnych walutach po kursie bieżącym (*spot*), a następnie zwrotnie przenoszą dane kwoty po kursie terminowym ustalonym w dniu zawarcia umowy. Dochodzi zatem do dwóch wymian płatności – natychmiastowej i terminowej (są to tzw. dwie nogi swapu)[1351]. Po trzecie, przytoczone definicje zakładają, że wymieniane płatności muszą mieć swoje źródło w innych umowach, zawartych wcześniej przez strony swapu[1352]. Takie sytuacje są częste, nie mogą jednak być warunkiem *sine qua non* uznania kontraktu za swap. Niewątpliwie, do zawarcia omawianych umów dochodzi często w sytuacji, gdy dwa podmioty zaciągnęły zobowiązania, przy czym każdemu z nich bardziej opłaca się spełniać świadczenia, do których zobowiązany jest drugi. Wówczas gospodarczym sensem

[1347] T.A. Zienowicz, *Problematyka związana z brakiem definicji legalnej pojęcia „swap” w polskim systemie prawa – uwagi de lege ferenda*, „Palestra”, 2021, nr 7-8, s. 110-111.
[1348] K. Semczuk, *Charakter prawny kontraktu swap*, „e-Finanse. Finansowy kwartalnik internetowy”, s. 8, źródło: https://www.pbc.rzeszow.pl/Content/4268/PDF/2005_3_wszystko.pdf. Dostęp: 09.04.2024, M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 929.
[1349] W. Czachórski, *Zobowiązania…*, s. 31
[1350] M. Bartkowiak, K. Echaust, *Instrumenty…*, s. 97.
[1351] Tamże, s. 91.
[1352] Tak też na gruncie *swapu* odsetkowego i walutowego M. Bączyk, zob. M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 929-930.

zawarcia umowy swapu jest wykorzystanie przewagi komparatywnej[1353]. Taka też była geneza wykształcenia się umowy swapu w praktyce obrotu[1354]. Natomiast kontraktu swapu może być też zawarty dla celów spekulacyjnych[1355]. Przykładowo: podmiot A, przewidując wzrost stóp procentowych, zobowiązuje się płacić podmiotowi B odsetki liczone od stopy stałej, zaś podmiot B, prognozując spadek stóp procentowych, zobowiązuje się płacić A odsetki liczone od wskaźnika WIBOR 6M. Podmiot A nie musi mieć zaciągniętego kredytu oprocentowanego wg stawki WIBOR 6M i na odwrót. Strony takiej umowy mogą ją zawrzeć wyłącznie dla spekulacji na stopę procentową. Stąd, przy definiowaniu umowy swap, należy unikać odniesienia do „zewnętrznych" zobowiązań stron kontraktu, gdyż ich istnienie nie jest warunkiem koniecznym dla zawarcia umowy swapu. Powyższa analiza prowadzi do wniosku, że prezentowane w literaturze propozycje definicyjne nie są przekonujące.

Wobec powyższego trzeba opowiedzieć się za poglądem, zgodnie z którym nie jest możliwe wypracowanie jednolitej definicji prawnej swapu. W związku z tym, że różne rodzaje swapu znacząco się od siebie różnią, z jurydycznego punktu widzenia celowe jest jedynie objaśnianie poszczególnych typów umowy swapu. W tym miejscu rozważania zostaną ograniczone wyłącznie do dwóch najpopularniejszych typów swapu – odsetkowego i walutowego[1356]. Tworzą one, wraz z ich kombinacją, czyli swapem walutowo-procentowym, grupę swapów pierwszej generacji[1357]. Swap odsetkowy definiuje się jako umowę dwóch stron o wymianie periodycznych płatności odsetkowych, liczonych od określonej kwoty dla ustalonego okresu, ale naliczanych według odmiennego oprocentowania[1358]. Zwykle jedna strona umowy zobowiązuje się do płatności według oprocentowania stałego, zaś druga – według oprocentowania zmiennego[1359]. Trzeba jednak zaznaczyć, że swapy są rozliczane zwykle w ten sposób, że strona, która jest zobowiązana do zapłaty wyższej kwoty, płaci różnicę między tą kwotą a przysługującą jej sumą od drugiej strony umowy[1360]. Taki podtyp swapu można więc określić jako umowę, w której jedna ze stron zobowiązuje się okresowo płacić sumę równą iloczynowi wartości transakcji i różnicy w wartości określonych stóp

[1353] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 61 i nast.
[1354] E. Leszczyńska, *Rynek…*, s. 8-11.
[1355] A. Sopoćko, *Rynkowe…,* s. 184.
[1356] M. Bączyk, zob. M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 929.
[1357] E. Leszczyńska, *Rynek…*, s. 13-14.
[1358] M. Bartkowiak, K. Echaust, *Instrumenty…*, s. 92.
[1359] A. Chłopecki [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 868. Jest to tzw. kuponowy *swap* procentowy.
[1360] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 804. W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania…,* s. 533. Wyjątkiem w tym zakresie jest *swap* walutowy, zob. K. Semczuk, *Charakter prawny…,* s. 9.

procentowych, jeśli w dniach wykonania umowy zmienne oprocentowanie wyniesie więcej niż stałe, zaś druga strona zobowiązuje się do tego samego w przeciwnym wypadku. Wskazane ujęcie znacząco zbliża umowę swapu do kontraktu terminowego na stopę procentową. Nie może więc dziwić, że w literaturze ekonomicznej omawiany kontrakt określono jako „ciąg umów *forwards*"[1361]. Różnicą między przywołanymi umowami jest jedynie to, że w przypadku swapu płatności następują periodycznie, np. co miesiąc, przez określony w umowie okres, zaś w przypadku *forwards* wykonanie kontraktu następuje jednorazowo.

Odmienną konstrukcją cechuje się swap walutowy. Stanowi on umowę, na mocy której jedna strona zobowiązuje się kupić określoną walutę za cenę wynikającą z kursu bieżącego, a następnie odsprzedać tę walutę po cenie ustalonej w dniu zawarcia kontraktu[1362]. Dochodzi zatem do dwukrotnej wymiany kapitału – pierwsza na rynku *spot*, zaś druga – na rynku terminowym. W zależności od ukształtowania się kursów walut w dniu wykonania odsprzedaży waluty, jedna ze stron odnotuje zysk, zaś druga – stratę. Swap walutowy może przypominać kontrakt terminowy opiewający na określoną walutę, z tą różnicą, że w przypadku kontraktu terminowego nie dochodzi do pierwszej wymiany walutowej po cenie bieżącej (tzw. pierwsza noga swapu)[1363].

Umowy swapu są zawierane w obrocie niezorganizowanym (OTC) w drodze indywidualnych negocjacji między stronami[1364]. Pozbawione są zatem elementu standaryzacji (w sensie ekonomicznym). Natomiast nie ulega wątpliwości, że treść zawieranych umów swapowych jest w dużej mierze ujednolicona za sprawą Międzynarodowego Stowarzyszenia Dealerów Swapowych (ISDA), które sformułowało wzorzec umowy swapu (ISDA – *master agreements*)[1365]. Polska wersja tego dokumentu została stworzona przez Związek Banków Polskich[1366]. Można zatem stwierdzić, że umowy swapu zostały poddane standaryzacji prawnej[1367]. Swapy stanowią zwykle kontrakty realizacyjne zawierane w wykonaniu umowy ramowej[1368]. Najczęściej w zawieraniu umowy swapu biorą udział banki, które mogą odgrywać

[1361] M. Bartkowiak, K. Echaust, *Instrumenty…*, s. 97.
[1362] E. Leszczyńska, *Rynek…*, s. 15, W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania…*, s. 533-534.
[1363] M. Bartkowiak, K. Echaust, *Instrumenty…*, s. 91.
[1364] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 802.
[1365] M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 912-913.
[1366] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 802.
[1367] M. Bączyk, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 912-913; A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19…,* s. 867-868.
[1368] W. Kocot [w:] A. Brzozowski i in, *Zobowiązania…,* s. 534.

dwie role: być stręczycielami poszukującymi drugiej strony transakcji dla swojego klienta, bądź samemu zawierać umowy swapu na własny rachunek[1369].

Po zarysowaniu istoty prawnej kontraktów *swap*, można przejść do porównania tych umów z kontraktami na różnicę. Jak wynika z wcześniejszych ustaleń, swapy są konstrukcjami podobnymi do kontraktów terminowych, co, siłą rzeczy, przybliża je także do kontraktów na różnicę. Z pewnością omawiane umowy łączą cechy wszystkich instrumentów pochodnych. Zarówno *swapy*, jak i CFD opiewają na określone instrumenty bazowe, których wartość z dnia wykonania kontraktu decyduje o wyniku ekonomicznym, jaki odnotowują strony umowy. W przypadku CFDs, jak i większości swapów, świadczeniem stron jest jedynie zapłata różnicy w wartości instrumentów bazowych, jaka zaistnieje w określonym dniu w przyszłości. Co więcej, swapy i kontrakty na różnicę stanowią instrumenty pochodne o charakterze symetrycznym – każda ze stron może być zobowiązana do spełnienia świadczenia, w zależności od tego, jak ukształtują się ceny instrumentów bazowych w przyszłości. Żadna ze stron umowy swapu, podobnie jak CFD, nie ma uprawnienia do decydowania, czy dojdzie do wykonania umowy. Odróżnia to wskazane instrumenty od opcji, w przypadku której nabywca opcji może zdecydować o niewykonywaniu umowy. Umowy swapu i CFD są także w podobny sposób zawierane. Omawiane transakcje dokonywane są poza giełdami, w obrocie niezorganizowanym (OTC). Oba kontrakty zawierane są nadto jako umowy realizacyjne w wykonaniu umów ramowych.

Między porównywanymi instrumentami zachodzą także poważne różnice. Umowy swapu zakładają zwykle, że do wzajemnych wymiany płatności (*de facto* – zapłaty różnicy w cenie instrumentu bazowego przez jedną stronę) dochodzi okresowo. Tymczasem wykonanie kontraktu na różnicę następuje jednorazowo, w chwili zamknięcia pozycji. W przypadku swapów strony nie wpłacają depozytu zabezpieczającego[1370], który jest charakterystyczny dla wszystkich kontraktów na różnicę. Nadto, konstrukcja niektórych rodzajów swapów może być bardziej skomplikowana niż kształt prawny CFD. Przykładowo, w omawianym wyżej swapie walutowym dochodzi do podwójnej wymiany instrumentu bazowego – pierwsza po cenie bieżącej, a następnie odwrotna – będąca transakcją terminową. Natomiast kontrakt na różnicę stanowi wyłącznie jedną transakcję, tj. „kupno" lub „sprzedaż" aktywu bazowego „na termin".

[1369] Tamże, s. 532.
[1370] A. Sopoćko, *Rynkowe…*, s. 191-192.

Co więcej, kontrakty na różnicę mają zawsze charakter nierzeczywisty, podczas gdy niektóre swapy, jak wzmiankowany swap walutowy, wykonywane są przez dostawę fizyczną.

Umowa swapu charakteryzuje się także tym, że strony nie mogą jednostronnie zdecydować o chwili wykonania umowy. Dni okresowych rozliczeń umowy swapu są z góry określone przy zawarciu umowy. W przypadku zaś CFD klient może w każdym czasie zdecydować o zakończeniu transakcji, przez tzw. zamknięcie pozycji. W związku z tym kontrakty na różnicę nie muszą zawierać w swej treści chwili wykonania kontraktu, choć, jak wskazują wyniki badań empirycznych, zwykle wzorce umowne przewidują wygaśnięcie CFDs po roku od ich zawarcia. Wreszcie, umowy swap najczęściej zawierane są w celu *hedgingowym*, rzadko natomiast dla spekulacji[1371], co różni je od kontraktów na różnicę, które mają charakter wysoce spekulacyjny.

6. Wnioski. Relacja kontraktu na różnicę do innych umów

Przeprowadzone rozważania pozwalają na poczynienie szeregu uwag co do relacji kontraktu na różnicę do innych umów znanych z praktyki obrotu. Omawiany kontrakt wykazuje pewne podobieństwa do umowy sprzedaży i ubezpieczenia. Związek umowy sprzedaży z CFD jest najłatwiej dostrzegalny w płaszczyźnie historycznej, gdyż wszystkie współczesne instrumenty pochodne nierzeczywiste wykształciły się z umowy sprzedaży z odroczonym terminem wydania rzeczy. Z kolei z umową ubezpieczenia wiąże CFD funkcja zabezpieczająca – należy jednak podkreślić, że będzie tak tylko wówczas, gdy kontrakt na różnicę zawierany jest w celu *hedgingowym.* Przywołane umowy jednak więcej dzieli niż łączy. Charakteryzują się odmienną konstrukcją jurydyczną i nie mogą być utożsamiane ze sobą.

Kontrakt na różnicę może być za to postrzegany, podobnie jak inne derywaty przewidujące rozliczenie pieniężne, za rodzaj umowy zakładu. Oba wymienione kontrakty mają charakter losowy. W tym ujęciu CFD byłby zakładem o to, czy wartość instrumentu bazowego wzrośnie czy zmaleje. Szczególny sposób określania świadczenia w instrumentach

[1371] Tamże, s. 193. Przykładem zastosowania swapów w celu *hedgingowym* jest praktyka zawierania tych umów przez banki udzielające kredytów frankowych w celu zabezpieczenia się przed spadkiem kursu franka, zob. wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 7 września 2022 r., sygn. V ACa 68/22, LEX nr 3423647; wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 16 listopada 2022 r., sygn. V ACa 202/22, LEX nr 3482666.

pochodnych oraz ich doniosłość ekonomiczna sprawiają jednak, że należy je pojmować jako specjalny rodzaj zakładów.

Wreszcie, CFDs, jako instrumenty pochodne, winny być zestawione z innymi derywatami. Co oczywiste, te umowy są najbardziej zbliżone pod względem jurydycznym do kontraktów na różnicę. Łączą je bowiem cechy wspólne wszystkich instrumentów pochodnych. W tej kategorii kontraktów najmniej podobieństw do CFD wykazuje umowa opcji, gdyż, w przeciwieństwie do kontraktu na różnicę, ma ona charakter niesymetryczny. Bardziej zbliżony do CFD jest swap. Różni się on jednak od CFD periodycznością rozliczeń. Nadto, niektóre warianty swapu wyraźnie odbiegają od stosunkowo prostej konstrukcji kontraktu na różnicę.

Zdecydowanie najbardziej podobny do kontraktu na różnicę jest kontrakt terminowy. Liczne cechy wspólne sprawiają, że w niniejszej pracy ustalenia doktryny poczynione na gruncie kontraktów terminowych są odpowiednio odnoszone do CFDs. Biorąc pod uwagę omawiane wyżej podobieństwa, należy w tym miejscu odpowiedzieć na pytanie, w jakiej relacji pozostają wobec siebie kontrakt na różnicę i kontrakt terminowy.

Biorąc pod uwagę kryterium stosunku do innych umów, wszelkie umowy nienazwane mogą zostać zakwalifikowane do trzech kategorii: odrębnej umowy nienazwanej (np. faktoring), podtypu umowy nazwanej (np. liczne umowy o świadczenie usług) oraz podtypu umowy nienazwanej (np. forfaiting, będący podtypem umowy faktoringu)[1372]. Pojęcie podtypu umowy nie jest jednoznaczne. W doktrynie zwykle wskazuje się, że relacja podrzędności danej umowy zachodzi wówczas, gdy *essentialia negotii* jednej umowy (typu) obejmują elementy przedmiotowo istotne innej umowy (podtypu). Konsekwencją takiego ustalenia jest możliwość stosowania wprost do podtypu umowy przepisów dotyczących typu umowy (umowy hierarchicznie wyższej)[1373]. Powyższe uwagi dotyczą wyłącznie podtypów umów nazwanych – jak już bowiem ustalono wcześniej, w umowach nienazwanych nie powinno się wyróżniać elementów przedmiotowo istotnych[1374]. W odniesieniu do umów nienazwanych można jednak identyfikować postanowienia istotne, „*essentialia contratus*", które składają się na definicję danego kontraktu. Stąd, podtypem umowy nienazwanej będzie umowa, której postanowienia istotne zawierają się w definicji umowy nienazwanej hierarchicznie wyższej.

[1372] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9…,* s. 16.
[1373] Z. Radwański, *Teoria…*, s. 225-227.
[1374] Zob. rozdział V pkt 5.3.

Biorąc pod uwagę powyższe rozróżnienie, kontrakt na różnicę należy uznać za umowę nienazwaną stanowiącą podtyp kontraktu terminowego nierzeczywistego (z rozliczeniem pieniężnym). Taki kontrakt terminowy jest bowiem definiowany jako umowa, na mocy której jedna albo druga strona uzyskuje prawo do otrzymania różnicy pomiędzy ceną ustaloną w umowie, a ceną rynkową określonego instrumentu bazowego w przyszłości[1375]. Proponowane ujęcie definicyjne kontraktu terminowego pozwala objąć nim zarówno kontrakty *futures, forwards*, jak i CFDs. Oczywiście, kontrakty na różnicę mają swoje cechy swoiste – przede wszystkim prawo klienta do oznaczenia jednostronnie chwili wykonania umowy. Odróżnia to CFDs od kontraktów *futures* i *forwards*. Nie zmienia to jednak tego, że nazwa CFD zawiera się w zakresie pojęcia „kontraktu terminowego"[1376].

Przedstawione stanowisko można krytykować wskazując, że nie uwzględnia, iż w przypadku kontraktów terminowych konieczne jest ustalenie terminu rozliczenia z góry, na co wskazuje nazwa „terminowy". W umowach wcześniej już uznanych za podtypy kontraktu terminowego, tj. kontraktach *futures* i *forward*s, termin rozliczenia transakcji jest ustalany w momencie zawarcia umowy. Taki zarzut należałoby uznać za chybiony. Po pierwsze, samo nazwanie kontraktu „terminowym" nie oznacza, że termin wykonania umowy musi być z góry ustalony – chodzi raczej o podkreślenie wykonania tej umowy w przyszłości oraz tego, że różnica w cenie instrumentu bazowego ukształtowana w przyszłości zdecyduje o tym, która ze stron będzie zobowiązana spełnić świadczenie. Po drugie zaś, jak wskazują wyniki badań empirycznych, również w kontraktach na różnicę zwykle określa się maksymalny czas obowiązywania umowy – najczęściej rok od jej zawarcia. Stąd trzeba uznać, że kontrakt na różnicę, na równi z *futures* i *forwards*, stanowi rodzaj kontraktu terminowego.

[1375] A. Borowski, *Konstrukcja…*, s. 54.
[1376] Podobnie: P. Gołębiowski, *Kontrakty…*, s. 36.

VII. Potencjalna wadliwość postanowień umownych kontraktów na różnicę – zagadnienia wybrane

1. Uwagi wstępne

Jak niejednokrotnie wcześniej wskazano, inwestowanie przy pomocy kontraktów na różnicę wiąże się z bardzo dużym ryzykiem. Zdecydowana większość klientów detalicznych na rynku Forex odnotowuje stratę. Nadto, w literaturze dostrzeżono, że typowe postanowienia umowne kontraktów na różnicę stosowane przez firmy inwestycyjne mogą być traktowane co najmniej jako niekorzystne dla klientów[1377]. W związku z powyższym celowe jest rozważenie w tym miejscu problemu potencjalnej wadliwości klauzul umownych CFDs.

W pierwszej kolejności trzeba ustalić, co rozumieć pod pojęciem wadliwości czynności prawnej. Jest to termin ogólny, wywołujący pewne rozbieżności w doktrynie[1378]. Na potrzeby dalszych rozważań przyjęto w tym zakresie definicję sformułowaną przez B. Lewaszkiewicz-Petrykowską, według której czynność prawna wadliwa „nie spełnia wymaganego przez prawo minimum, pozwalającego na utrzymanie bytu czynności prawnej w obrocie prawnym, bez potrzeby dokonywania jakichkolwiek zabiegów innych poza interpretacją jej treści”[1379]. Wadliwością zatem będzie „każde odchylenie od modelowego minimum prawidłowej czynności prawnej”[1380]. W takim ujęciu rodzaje wadliwości czynności prawnej mogą być bardzo różne i nie da się dokonać ich systematyki według określonych cech[1381]. Trzeba przy tym odróżnić rodzaj wadliwości czynności prawnej od skutku tej wadliwości[1382]. Konsekwencje wadliwości czynności prawnej zostały bowiem w doktrynie szczegółowo opisane i skatalogowane. Sankcjami wadliwej czynności prawnej mogą być: nieważność bezwzględna (w całości lub w części) wzruszalność (z mocy konstytutywnego orzeczenia sądowego lub przez wykonanie prawa podmiotowego kształtującego), bezskuteczność (zawieszona lub względna) oraz bezskuteczność *sensu stricto*[1383].

[1377] J. Bąk, W. Pietrzyk, *Rynek…,* s. 11-12.
[1378] S. Grzybowski, *Prawo…,* s. 254.
[1379] B. Lewaszkiewicz-Petrykowska, [w:] S. Grzybowski (red.), *System Prawa Cywilnego. Tom 1…,* s. 645.
[1380] Tamże.
[1381] S. Grzybowski, *Prawo…*, s. 254.
[1382] Tamże; A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo…*, s. 300.
[1383] Z. Radwański, M. Gutowski, [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2...,* s. 569.

Przedmiotem dalszych rozważań będą jedynie dwa rodzaje wadliwości czynności prawnej: przekroczenie granic swobody umów oraz niedozwolony charakter postanowień umownych. Przyjęto bowiem, że mają one największe znaczenie w przypadku oceny prawidłowości czynności prawnych, jakimi są umowy CFD. Nadto, w przeważającej części mogą być rozważane *in abstracto*, wyłącznie w oparciu o typowe postanowienia kontraktów na różnicę, które zostały opisane w rozdziale III niniejszej pracy, co nie zawsze jest możliwe w przypadku innych rodzajów wadliwości. Należy przy tym zaznaczyć, że zakaz stosowania niedozwolonych postanowień umownych w umowach konsumenckich również jest postrzegany jako ograniczenie zasady swobody umów[1384]. W niniejszej pracy wymienione wyżej dwie wadliwości czynności prawnych będą jednak omówione osobno, przede wszystkim z uwagi na fakt, że ocena niedozwolonego charakteru postanowień umownych jest ograniczona wyłącznie do stosunków konsumenckich, a, jak wskazano wcześniej, kontrakty na różnicę mogą być zawierane zarówno w obrocie konsumenckim, jak i profesjonalnym. Nadto, kwestia potencjalnie niedozwolonego charakteru postanowień CFDs ma doniosłe znaczenie praktyczne, co wywołuje potrzebę odrębnego omówienia tego problemu. Trzeba także zaznaczyć, że przeprowadzona poniżej analiza skupiać się będzie wyłącznie na ustaleniu istnienia określonej wadliwości, nie będzie zaś dotyczyć, z uwagi na przedmiot pracy i jej ramy, skutków tej wadliwości, które mogą kształtować się różnie w zależności od okoliczności faktycznych danej sprawy.

2. Postanowienia umowne kontraktów na różnicę a granice zasady swobody umów

2.1. Kontrakty na różnicę a zakres swobody umów – przedstawienie problemu

Jak zauważono w doktrynie, w przypadku instrumentów pochodnych fundamentalną kwestią jest zagadnienie swobody kształtowania treści tych umów[1385]. Dotyczy to również kontraktów na różnicę. Przywołana ocena wynika przede wszystkim z tego, że instrumenty pochodne, w tym CFDs stanowią umowy nienazwane. Ustawodawca zatem nie określa

[1384] K. Osajda, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 41.
[1385] P. Tereszkiewicz, [w:] M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4…,* s. 816.

modelowego kształtu tych umów, pozostawiając stronom umowy szeroki zakres swobody w kształtowaniu treści łączącego ich stosunku prawnego. Z drugiej strony, losowość przywołanych umów i związana z tym niepewność ich gospodarczego efektu przemawia za dokładnym zbadaniem, czy w konkretnych przypadkach treść tych umów nie wykracza poza granice swobody umów. Instrumenty pochodne mogą być łatwo bowiem wykorzystywane jako instrument wyzysku (w rozumieniu potoczonym) jednej strony przez drugą. Tę konstatację potwierdza historia derywatów i opisywane w rozdziale 1 liczne manipulacje rynkowe dokonywane z ich udziałem na przestrzeni wieków[1386].

Rozważania poświęcone wykroczeniu przez typowe postanowienia CFDs poza granicę swobody umów w niniejszej pracy ograniczono do najpoważniejszego problemu, jaki jawi się na tym tle, a mianowicie zagadnienia ustalania przez jedną ze stron umowy cen instrumentów bazowych, po których klient może zamknąć transakcję, tzn. doprowadzić do ustania stosunku umownego wykreowanego przez zawarcie CFD. Jak wskazano w rozdziale III, najpopularniejszym sposobem funkcjonowania firm inwestycyjnych na rynku Forex jest model *market maker.* Polega on na tym, że firma inwestycyjna zajmuje się organizacją rynku, w tym kwotowaniem poszczególnych instrumentów, ale równocześnie jest stroną zawieranego kontraktu na różnicę. Klient, co do zasady, dokonując transakcji CFD, zna ceny, po których następuje zawarcie kontraktów na różnicę, gdyż są one na bieżąco publikowane przez firmę inwestycyjną w tzw. tabelach kwotowań[1387]. Jednak o tym, która ze stron CFD będzie zobowiązana do spełnienia świadczenia i w jakiej wysokości decyduje relacja tej ceny do ceny instrumentu publikowanej w chwili zakończenia transakcji (zamknięcia pozycji). Można zatem stwierdzić, że podstawę do oznaczenia powinnego świadczenia w wykreowanym przez CFD zobowiązaniu określa jedna ze stron tej transakcji – firma inwestycyjna.

Podobnie jest w drugim modelu dokonywania transakcji na rynku Forex, opartym o wykorzystanie pośrednictwa. W tym przypadku CFD zawiera firma inwestycyjna będąca zastępcą pośrednim swojego klienta oraz tzw. dostawca płynności, który jednocześnie publikuje kwotowania – ceny, po których dochodzi do otwarcia i zamknięcia transakcji. Także i w tym wypadku zatem jedna strona umowy ma prawo do oznaczenia podstawy dla ustalenia świadczenia, jakie będzie musiała spełnić jedna ze stron kontraktu na różnicę. Te uwagi

[1386] Zob. rozdział I pkt 4.1.-4.3.

[1387] Dla uproszczenia pominięty zostaje w tym miejscu problem czasu, w jakim realizowane jest zlecenie klienta przez firmę inwestycyjną. Zmiana ceny instrumentu od chwili złożenia zlecenia do chwili jego przyjęcia i wykonania powoduje, że kontrakt na różnicę może być zawarty po innej cenie, niż w chwili składania zlecenia przez klienta.

prowadzą do postawienia pytania, czy strony CFD umawiają się według formuły: „zapłacę ci tyle, ile zażądasz", co mogłoby prowadzić do uznania ich za nieważne, jako wykraczające poza zakres swobody umów. Dla znalezienia odpowiedzi na powyższe pytanie konieczne jest rozważenie, na czym polega zasada swobody umów, jakie są jej granice oraz jakie sposoby oznaczenia świadczenia w umowie mieszczą się w tych granicach. Następnie, trzeba zestawić te ogólne ustalenia z typową konstrukcją kontraktu na różnicę, opisaną we wcześniejszych fragmentach pracy. Tym kwestiom będą poświęcone poniższe uwagi.

2.2. Zasada swobody umów i jej granice w prawie polskim

Rozważania dotyczące potencjalnego wykroczenia poza granice zasady swobody umów przez konstrukcję CFD rozpocząć należy od krótkiego scharakteryzowania zasady swobody umów i jej granic w ogólności. Rzecz jasna, z uwagi na przedmiot pracy, będą to wyłącznie zrębowe uwagi, czynione dla porządku wywodu. Bardziej szczegółowa analiza wzmiankowanej zasady nie jest zresztą konieczna, z uwagi na bogaty dorobek piśmiennictwa i orzecznictwa w tym zakresie[1388].

Zasada swobody umów jest podstawową zasadą prawa zobowiązań. Jak wskazał Z. Radwański, swoboda umów oznacza „kompetencję do kształtowania przez podmioty wiążących je stosunków prawnych w drodze dwu- lub wielostronnych oświadczeń woli"[1389]. Rozwijając tę myśl trzeba wskazać, że na treść tej zasady składa się: swoboda zawarcia lub niezawarcia umowy, swoboda w wyborze kontrahenta, dowolność w zakresie ustalenia treści umowy, swoboda w zmianie lub rozwiązaniu umowy, swoboda wyboru formy umowy oraz możliwość wyboru, jakiemu prawu poddać umowę[1390].

Z zasady swobody (wolności) umów wynika, że przepisy regulujące umowne stosunki zobowiązaniowe winny być co do zasady traktowane jako dyspozytywne[1391]. Strony umowy w

[1388] Zob. zwłaszcza: P. Machnikowski, *Swoboda umów według art. 353[1] k.c. Konstrukcja prawna*, Warszawa 2005; R. Trzaskowski, *Granice swobody kształtowania treści i celu umów obligacyjnych. Art. 353[1] k.c.*, Kraków 2005.
[1389] Z. Radwański, *Zobowiązania…*, s. 129.
[1390] Zob. K. Osajda, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 38*;* T. Wiśniewski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…,* s. 39; B. Fuchs, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 49. Część doktryny uważa, że w zakres swobody umów nie wchodzi możliwość wyboru formy czynności prawnej, zob. A. Olejniczak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna…*, s. 43; Z. Radwański, *Zobowiązania*…, s. 130, M. Gutowski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II…*, s. 19-20.
[1391] T. Wiśniewski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 39

zakresie ukształtowania treści umowy mają zasadniczo trzy możliwości. Po pierwsze, mogą zawrzeć umowę w kształcie określonym przez przepisy prawa. Po drugie, mają prawo do zawarcia umowy nazwanej, jednak z wprowadzeniem pewnych odmienności względem ustawowego wzoru danej umowy. Wreszcie, po trzecie, mogą zawrzeć umowę, która nie będzie odpowiadała żadnej umowie nazwanej, określając swobodnie jej treść[1392]. Należy więc wskazać, że zasada swobody umów pozwala na zawieranie umów nienazwanych[1393]. Jak wskazano wcześniej, kontrakt na różnicę jest umową nienazwaną, zatem możliwość zawierania CFDs ściśle łączy się z obowiązywaniem w prawie polskim zasady swobody umów.

Omawiana zasada stanowiła fundament pierwszych nowożytnych kodyfikacji prawa zobowiązań[1394]. Także polski kodeks zobowiązań wprost proklamował te zasadę. Zgodnie z art. 55 k.z., strony, zawierające umowę, mogą stosunek swój ułożyć według swego uznania, byleby treść i cel umowy nie sprzeciwiały się porządkowi publicznemu, ustawie, ani dobrym obyczajom. Również po wojnie, w zmienionych warunkach społeczno-gospodarczych, prawo zobowiązań opierało się na tej zasadzie. Wprawdzie w uchwalonym w 1964 roku kodeksie cywilnym nie było odpowiednika art. 55 k.z., jednak w ówczesnym piśmiennictwie nie kwestionowano obowiązywania tej zasady[1395], choć trzeba wskazać, że zakres swobody umów został znacząco ograniczony w obrocie uspołecznionym[1396]. Wreszcie, na mocy ustawy nowelizującej k.c. z dnia 28 lipca 1990 roku, do kodeksu cywilnego wprowadzono ponownie wprost przepis statuujący zasadę swobody umów. Zgodnie z art. 353^1 k.c., strony zawierające umowę mogą ułożyć stosunek prawny według swego uznania, byleby jego treść lub cel nie sprzeciwiały się właściwości (naturze) stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego.

Normatywny sens zacytowanego przepisu nie polega jednak na proklamowaniu zasady swobody umów, lecz na wskazaniu jej granic, w postaci ustawy, zasad współżycia społecznego oraz właściwości (natury) stosunku prawnego[1397]. Z uwagi na główny przedmiot rozważań tj. kwestię potencjalnego wykroczenia poza granice zasady swobody umów przez kontrakty na różnicę, w tym miejscu konieczne jest krótkie scharakteryzowanie każdego z tych ograniczeń. Podstawowym ograniczeniem swobody umów jest „ustawa”[1398]. W piśmiennictwie zgodnie

[1392] Tamże, s. 39-40.
[1393] K. Czub, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…,* s. 620.
[1394] W. Czachórski, *Zobowiązania…*, s. 108-110.
[1395] B. Fuchs, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 49.
[1396] W. Czachórski, *Zobowiązania…*, s. 111-112.
[1397] K. Osajda, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 40.
[1398] A. Olejniczak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna…*, s. 44.

twierdzi się, że wskazaną granicę mogą stanowić zarówno przepisy prawa prywatnego, jak i publicznego[1399]. Chodzić może jednak wyłącznie o przepisy imperatywne lub semiimperatywne – ukształtowanie bowiem treści umowy z sposób odmienny od modelu przewidzianego przez przepisy dyspozytywne jest istotą zasady swobody umów[1400]. W doktrynie istnieje spór co do tego, jakiej rangi przepisy rozumieć pod pojęciem „ustawy". Według jednego poglądu, chodzi o wszelkie akty prawne, niezależnie od ich położenia w hierarchii aktów prawnych[1401]. Stosownie zaś do drugiego stanowiska, wskazany termin należy rozumieć ściślej – jako akt prawny o randze ustawy lub akt wyższego rzędu (w tym konstytucja, umowy międzynarodowe ratyfikowane za zgodą wyrażoną w ustawie, prawo UE)[1402]. Rozstrzygnięcie tego sporu nie jest w tym miejscu jednak konieczne z punktu widzenia celu niniejszych rozważań, gdyż kontraktom na różnicę zasadniczo nie zarzuca się sprzeczności z treścią aktów prawnych.

Dużo większe znaczenie dla oceny potencjalnego wykroczenia poza granice swobody umów przez CFDs, mają dwa następne ograniczenia, tj. zasady współżycia społecznego oraz natura stosunku prawnego. Granica zasad współżycia społecznego oznacza, że strony mogą ukształtować tylko taki stosunek prawny, który jest zgodny zasadami moralności powszechnie akceptowanymi w danym społeczeństwie i w danym czasie[1403]. Omawiane ograniczenie w swobodzie kontraktowania chroni przede wszystkim dwie wartości: wolność oraz sprawiedliwość, ograniczoną w tym przypadku do tzw. słuszności kontraktowej[1404]. Ochrona wolności wymaga, by uznawać za nieważne jako niezgodne z zasadami współżycia społecznego te umowy, które ograniczają podstawowe wolności człowieka. Natomiast wzgląd na zasady słuszności kontraktowej sprawia, że nieważne są umowy, które zakładają rażącą dysproporcję praw i obowiązków między stronami kontraktu. W orzecznictwie dominuje jednak stanowisko, że sama dysproporcja świadczeń stron określonych umownie nie sprawia, że taki kontrakt jest sprzeczny z zasadami współżycia społecznego, gdyż prawo polskie nie zakazuje zawierania umów niekorzystnych. Natomiast umowa może być uznana za sprzeczną

[1399] K. Czub, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…,* s. 620 i wskazana tam literatura.
[1400] Z. Radwański, *Zobowiązania…,* s. 132.
[1401] Tak np. M. Gutowski[w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II…,* s. 26-27; P. Machnikowski, [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks…*, s. 753-754. Za tym stanowiskiem przemawiał art. XVI ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku – Przepisy wprowadzające kodeks cywilny, który stanowił, że ustawą w rozumieniu kodeksu cywilnego jest każdy obowiązujący przepis prawa. Powyższy przepis został jednak uchylony przez art. 2 ustawy z dnia 28 lipca 1990 r. o zmianie ustawy - Kodeks cywilny (Dz.U.90.55.321).
[1402] Tak np. K. Osajda, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 42; M. Safjan, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I…*, s. 1148.
[1403] W.J. Katner, [w:] W.J. Katner (red.), Prawo gospodarcze i handlowe, Warszawa 2023, s. 453.
[1404] P. Machnikowski, [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks…*, s. 755-756.

z zasadami współżycia społecznego, gdy oprócz nierównomiernego rozłożenia korzyści i ciężarów w umowie wystąpią dodatkowe okoliczności, np. wykorzystanie silniejszej pozycji negocjacyjnej przez jedną ze stron umowy[1405].

Ostatnią pozostałą do omówienia granicą swobody umów jest właściwość (natura) stosunku prawnego. W doktrynie postrzegana jest ona jako najmniej jasne z kryteriów określonych w art. 353^1 k.c[1406]. Można je rozumieć dwojako. W znaczeniu szerokim, oznacza ono nakaz respektowania podstawowych cech każdego obligacyjnego stosunku prawnego, a także cech określonych kategorii stosunków umownych (np. niemożność zastrzeżenia nierozerwalności umowy w przypadku zobowiązań o charakterze ciągłym lub zastrzeżenia rezultatu w umowie starannego działania)[1407]. Natomiast w wąskim rozumieniu tego pojęcia ogranicza się ono do podstawowych cech danego typu umowy[1408]. W tym sensie wykroczeniem poza właściwość stosunku prawnego byłoby np. zastrzeżenie w umowie przedwstępnej sprzedaży nieruchomości kary umownej o wysokości zbliżonej do ceny nieruchomości[1409]. Należy jednak wskazać, że przywołane dwa sposoby rozumienia omawianego kryterium nie są ze sobą sprzeczne. Nic nie stoi więc na przeszkodzie, by uznać, że art. 353^1 k.c. wymaga, by zawarta umowa odpowiadała zarówno podstawowym cechom każdego stosunku obligacyjnego, fundamentalnym założeniom określonego rodzaju umów oraz zasadniczemu modelowi danego typu umowy. Należy przy tym podkreślić, że część przedstawicieli piśmiennictwa uznaje kryterium właściwości (natury) stosunku prawnego za zbędne, gdyż, w ich ocenie, w konkretnych okolicznościach pokrywa się ono albo z ustawą albo z zasadami współżycia społecznego[1410]. Niezależnie jednak od oceny przydatności tej granicy swobody umów, *de lege lata* jest to kryterium obowiązujące i w związku z tym konieczne jest w dalszej części pracy rozważenie konstrukcji kontraktu na różnicę także przez jej pryzmat.

Ostatnią rudymentarną kwestią dotyczącą zasady swobody umów jest zagadnienie konsekwencji wykroczenia poza jej granice. Co do zasady, skutkować ono będzie bezwzględną

[1405] Zob. M. Gutowski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II…,* s. 37-38 i przywołane tam orzecznictwo.
[1406] K. Osajda, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 51.
[1407] M. Safjan, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I…*, s. 1151.
[1408] K. Osajda, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 53. Sporne jest przy tym w piśmiennictwie, czy można oceniać umowę nienazwaną przez pryzmat jej „natury", zob. M. Safjan, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I…*, s. 1153-1154.
[1409] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 marca 2004 r., sygn. II CK 116/03, LEX nr 453645.
[1410] Tak: K. Osajda, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 54-55; podobnie: A. Olejniczak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna…*, s. 48-49; odmiennie: M. Safjan, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I…*, s. 1152.

nieważnością dokonanej czynności prawnej (art. 58 k.c.). Stosownie jednak do art. 58 § 1 k.c., przepisy prawa mogą przewidywać także inny skutek (np. przy wyzysku – art. 388 k.c.)[1411].

2.3. Sposoby oznaczania świadczenia w ogólności

Zarysowanie granic swobody umów pozwala przejść do bardziej szczegółowych rozważań, a mianowicie do problemu dopuszczalnego sposobu oznaczenia świadczenia w prawie polskim. Należy przyjąć, że strony umowy mogą określić sposób oznaczenia świadczenia swobodnie, byleby nie wykraczał on poza granice swobody umów, zwłaszcza naturę stosunku prawnego (zobowiązaniowego) i zasady współżycia społecznego. W doktrynie i orzecznictwie niejednokrotnie zajmowano się tą kwestią. W tym miejscu trzeba zatem dokonać syntezy tego dorobku.

Świadczenie stanowi przedmiot obligacyjnego stosunku prawnego, określane jako zachowanie dłużnika zgodne z treścią zobowiązania. Może ono, jak stanowi art. 353 § 2 k.c., polegać na działaniu lub zaniechaniu[1412]. Oznaczenie świadczenia ma istotne znaczenie dla istnienia stosunku zobowiązaniowego – dłużnik musi bowiem wiedzieć, jakie obowiązki powinien wykonać, zaś wierzyciel – czego może domagać się od dłużnika[1413]. Przepisy k.c. nie precyzują jednak, w jaki sposób świadczenie winno być oznaczone w umowie.

Najczęściej oznaczenia świadczenia dokonują strony stosunku zobowiązaniowego w chwili zawarcia umowy. Niewątpliwie jednak strony mogą przy dokonaniu czynności prawnej jedynie wskazać podstawę dla określenia świadczenia w przyszłości. W takiej sytuacji wystarczające jest, by świadczenie było oznaczalne w chwili jego spełnienia[1414]. Oznaczenie świadczenia przez określenie w chwili zawarcia umowy jedynie jego podstaw do ustalenia wysokości świadczenia w przyszłości jest niekwestionowane w doktrynie. Na taką możliwość wskazują także przepisy k.c. odnoszące się do poszczególnych umów. Przykładowo można przywołać art. 536 § 1 k.c., zgodnie z którym cenę można określić przez wskazanie podstaw do jej ustalenia lub art. 628 § 1 k.c., według którego wysokość wynagrodzenia za wykonanie dzieła można określić przez wskazanie podstaw do jego ustalenia. Przytoczone przepisy niezbicie dowodzą, że określenie samych podstaw do ustalenia wysokości świadczenia w

[1411] K. Osajda, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 42.
[1412] B. Fuchs, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 42.
[1413] W. Czachórski, *Zobowiazania…*, s. 52.
[1414] T. Dybowski, A. Przyrzyńska, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5…,* s. 225-226.

przyszłości jest w polskim prawie dopuszczalne i nie powoduje wadliwości danej czynności prawnej.

Większe kontrowersje budzi ustalenie możliwych sposobów określenia świadczenia w przyszłości. W piśmiennictwie wyróżnia się kilka takich metod. Według Z. Radwańskiego, wskazane sposoby można podzielić na obiektywne, zobiektywizowane i subiektywne. Metoda obiektywna polega na odwołaniu się do empirycznie stwierdzalnych faktów (np. cena giełdowa, kurs waluty publikowany przez NBP). Metoda zobiektywizowana zakłada powołanie osoby trzeciej, która ma określić należne świadczenia. Natomiast według metody subiektywnej, uprawnienie do oznaczenia w przyszłości świadczenia przysługuje jednej ze stron umowy[1415]. Z uwagi na wyżej wzmiankowaną konstrukcję CFD, przedmiotem dalszej analizy będą dwie ostatnie z wymienionych metod, tj. określenie świadczenia przez ustalenie, że dokona tego w przyszłości jedna ze stron umowy lub osoba trzecia.

2.4. Określenie świadczenia przez jedną ze stron umowy lub osobę trzecią

Obecnie w k.c. nie ma przepisów, które regulowałyby kwestię oznaczenia świadczenia, w tym dokonania tego przez jedną ze stron umowy lub osobę trzecią. Takie przepisy obowiązywały pod rządami k.z., stąd w tym miejscu należy odnieść się do tych norm oraz do ustaleń doktryny i orzecznictwa wypracowanych na ich kanwie. Jak stanowił art. 59 § 1 k.z., strony mogą postanowić, że świadczenie określi osoba trzecia, natomiast stosownie do treści § 2 cytowanego przepisu, umowa taka staje się bezskuteczna, jeżeli osoba trzecia określenia odmawia albo go nie dokona w ciągu terminu, przez strony oznaczonego, albo jeżeli określi świadczenie w sposób, oczywiście krzywdzący jedną ze stron. Przywołany przepis odnosił się do określenia świadczenia przez osobę trzecią, jednak R. Longchamps de Berier proponował, by analogicznie stosować go w sytuacji, gdy świadczenie ma oznaczyć jedna ze stron kontraktu[1416]. Natomiast wprost wypadek jednostronnego określenia świadczenia był regulowany w art. 297 k.z., dotyczącym oznaczenia ceny w umowie sprzedaży. Zgodnie z tym

[1415] Z. Radwański, *Zobowiązania…*, s. 57-58. Nieco inaczej przedstawia ten podział R. Trzaskowski, odnosząc się do oznaczenia ceny w umowie sprzedaży. Według przywołanego autora, podstawy zobiektywizowane polegają na tym, że oznaczenie świadczenia pozostawione jest jednej ze stron lub osobie trzeciej, z zaznaczeniem, że mają się oni kierować określonymi obiektywnymi punktami odniesienia (np. słusznością). Natomiast metodą subiektywną jest pozostawienie określenia świadczenia jednej ze stron lub osobie trzeciej wedle ich swobodnego uznania, zob. R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV…,* s. 114-125.
[1416] R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…*, s. 154.

przepisem, jeżeli określenie ceny pozostawiono słusznemu uznaniu jednej ze stron lub osoby trzeciej, w razie sporu sąd cenę ustali. Przywołana norma odnosiła się wprawdziwe wyłącznie do określenia powinnego świadczenia kupującego w umowie sprzedaży, jednak z uwagi na doniosłość tego kontraktu w systemie prawa zobowiązań może być ona punktem wyjścia dla rozważań ogólniejszej natury.

Przedwojenni przedstawiciele piśmiennictwa, komentując przytoczone przepisy, przyjmowali dopuszczalność powierzenia oznaczenia świadczenia jednej stronie umowy lub osobie trzeciej. Tłumaczono to uwzględnieniem potrzeb obrotu[1417]. Podkreślano jednak istotną różnicę między tymi dwoma sposobami oznaczenia świadczenia w przyszłości. W przypadku powierzenia ustalenia świadczenia osobie trzeciej nie wymagano, by strony w umowie wskazywały jakiekolwiek kryterium, wedle którego osoba trzecia ma wyznaczyć rozmiar świadczenia. Dopuszczano zatem w przedwojennej doktrynie powierzenie ustalenia świadczenia osobie trzeciej według jej uznania. Gdyby w takim przypadku oznaczenie świadczenia nastąpiło w sposób rażąco krzywdzący dla jednej ze stron, wówczas, stosownie do art. 59 § 2 k.z., umowa stawałaby się bezskuteczna[1418]. Natomiast w przypadku ustalenia, że prawo do oznaczenia świadczenia będzie przysługiwało jednej ze stron umowy, za konieczne uważano określenie w umowie pewnego kryterium, którym strona będzie posługiwać się przy oznaczaniu świadczenia[1419]. Co szczególnie interesujące z dzisiejszego punktu widzenia, za obiektywne kryterium uznawano wówczas słuszność[1420]. Natomiast sprzeciwiano się zawieraniu umów uzależniających oznaczenie świadczenia od swobodnego uznania jednej ze stron[1421]. Jak wskazali J. Korzonek i I. Rosenbluth, takie postanowienie umowne byłoby sprzeczne z dobrymi obyczajami, gdyż zdawałoby jedną stronę na „łaskę i niełaskę" drugiej[1422]. Przywołani uczeni dodawali przy tym, że nie jest konieczne, by strony wprost wskazały w treści umowy, że oznaczenie świadczenia ma odbyć się według zasad słuszności, lecz wystarczy, by dało się to wywnioskować z treści umowy lub z okoliczności towarzyszących jej zawarciu[1423].

[1417] Tamże.
[1418] L. Domański, *Instytucje kodeksu zobowiązań. Komentarz teoretyczno-praktyczny. Część ogólna. Tom 1,* Warszawa 1936, s. 60-61, R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…,* s. 153-154,
[1419] J. Namitkiewicz, *Kodeks zobowiązań. Komentarz dla praktyki. Tom II*…, s. 14; R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…*, s. 154.
[1420] R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…*, s. 154.
[1421] L. Domański, *Instytucje kodeksu zobowiązań. Komentarz teoretyczno-praktyczny. Część ogólna. Tom 1…, s*. 61-62; J. Namitkiewicz, *Kodeks zobowiązań. Komentarz dla praktyki. Tom II…,* s. 14.
[1422] J. Korzonek, I. Rosenbluth, *Kodeks zobowiązań. Komentarz. Tom I*, Kraków 1936, s. 787-788, podobnie: R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania…,* s. 154.
[1423] Tamże.

Po zakończeniu II wojny światowej, w nowym ustroju społeczno-gospodarczym, przywołane przepisy straciły na znaczeniu. Jak wskazywał J. Górski w czasie prac nad uchwaleniem k.c., art. 296-298 k.z. dotyczyły kształtowania się cen w stosunkach kapitalistycznych, natomiast przepisy nowego kodeksu cywilnego uwzględniają fakt, że „w naszym kraju dla przeważającej liczby artykułów będących przedmiotem sprzedaży ceny są określane w drodze aktów administracyjnych”[1424]. Wydaje się zatem, że brak przepisów w k.c. dotyczących określenia świadczenia przez strony umowy lub osobę trzecią jest pochodną szczególnych warunków politycznych i ekonomicznych, w których doszło do uchwalenia tego kodeksu. Mimo to, można przywołać kilka wyroków SN z lat powojennych, w których zastosowano omawiane wyżej zasady oznaczenia świadczenia w umowie w oparciu o obowiązujące jeszcze wówczas przepisy k.z. Jednym z nich jest orzeczenie z dnia 22 września 1961 roku[1425]. Zapadło ono na tle następującego stanu faktycznego. Wspólnicy spółki jawnej, występujący w sprawie jako powodowie, zaproponowali przedsiębiorstwu państwowemu nabycie „urządzenia sklepowego”. Przedsiębiorstwo wyraziło zgodę, zaznaczając, by cena nie była wygórowana z uwagi na konieczność uzyskania zgody na transakcję od władz nadrzędnych. Powodowie przedstawili wycenę biegłego, zaś przedsiębiorstwo państwowe wycenę komisji szacunkowej. Następnie doszło do przekazania przedmiotu sprzedaży, zaś powodowie wystawili rachunek zbieżny z wyceną komisji. W sprawie powstał spór co do tego, czy w momencie wydania lokali sklepowych doszło do zawarcia umowy sprzedaży, z uwagi na nieporozumienie się stron co do ceny. Powodowie nie wyrazili bowiem zgody na cenę proponowaną przez organ nadrzędny przedsiębiorstwa państwowego. Sąd Najwyższy, rozstrzygając niniejszą sprawę uznał, że do umowy sprzedaży doszło już w chwili pierwszych ustaleń, natomiast cena miała być określona przez władze nadrzędne przedsiębiorstwa państwowego po myśli art. 297 k.z. Skoro zaś strony nie zgadzały się co do tak ustalonej ceny, rolą sądu było oznaczenie tej wysokości w trybie przywołanego przepisu.

Innym orzeczeniem odnoszącym się do omawianego problemu jest wyrok SN z dnia 20 kwietnia 1963 roku[1426]. W tej sprawie w roli powoda występowało przedsiębiorstwo, które dostarczało pozwanym zwierząt rzeźnych. Pozwani, skupując żywiec, byli informowani, że płacone przez nich ceny są tymczasowe, gdyż ostateczne ceny miała określić Państwowa Komisja Cen. Ostatecznie wskazana Komisja określiła ceny na wyższym poziomie niż płacili odbiorcy, stąd powodowe przedsiębiorstwo zażądało zapłaty różnicy w tych cenach. Sąd

[1424] J Górski, w: A. Ohanowicz, J. Górski, *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa-Poznań 1964, s. 17-18.
[1425] Orzeczenie Sądu Najwyższego z dnia 22 września 1961 r., sygn. IV CR 915/60, LEX nr 105643.
[1426] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 kwietnia 1963 r., sygn. I CR 119/62, LEX nr 105285.

Wojewódzki w niniejszej sprawie oddalił powództwo, uznając, że adnotacje „ceny tymczasowe" umieszczane na fakturach było zastrzeżeniem na przyszłość. W ocenie sądu bowiem, „nie można przerzucać całego ryzyka ewentualnej zmiany ceny na nabywcę, zwłaszcza że pozwani musieli zbywać swoje wyroby za ceny sztywne i według tych cen kalkulowali działalność swoich przedsiębiorstw". Z tym stanowiskiem nie zgodził się Sąd Najwyższy, który uznał, że strony w umowie sprzedaży postanowiły, że cenę za towar określi w przyszłości Państwowa Komisja Cen, co jest dopuszczalne na gruncie k.z. Sąd Najwyższy stwierdził, że nie jest przekonującym argumentem na rzecz stanowiska pozwanych to, że nie spodziewali się oni podwyżek cen i ponieśli stratę. Zdaniem SN, przerzucenie ryzyka transakcji na jedną stronę umowy jest dopuszczalne, chyba, że jest to podmiot zasługujący na szczególną ochronę, np. pracownik. Tymczasem w niniejszej sprawie stronami umowy byli kupcy w rozumieniu k.h., stąd zawarta umowa, w ocenie SN, była w pełni skuteczna.

Warto przywołać także wyrok SN z 11 maja 1959 roku[1427]. W przytoczonej sprawie powód żądał zapłaty za sprzedany pozwanemu towar. Po dostawie pierwszej partii towaru, powód wystawił fakturę z ceną hurtową, natomiast faktury za kolejne dostawy zostały opiewały na ceny detaliczne. Pozwany nie zgadzał się na zapłatę według cen detalicznych. Argumentował, że pierwsza faktura stworzyła domniemanie, iż strony umówiły się na dostawę całego towaru po cenach hurtowych. Sąd Najwyższy ustalił, że strony nie uzgodniły w umowie sprzedaży ceny towaru. Jak wskazał SN, w takiej sytuacji kupujący „godzi się na taką cenę, jaką policzy mu sprzedawca, chyba że cena taka byłaby rażąco wysoka, uzasadniająca przyjęcie, iż sprzedawca nadużywa swego prawa". W niniejszej sprawie SN wprost wskazał, że opiera się na art. 298 k.z., zgodnie z którym brak określenia ceny przez strony nie pociąga za sobą nieważności sprzedaży, jeżeli z okoliczności wynika, że strony miały na myśli zwykłe ceny, przyjęte wogóle w obrocie lub w ich stosunkach wzajemnych. Wydaje się jednak, że w związku z wyrażoną przez SN tezą, że kupujący zgodził się na taką cenę, jaką określi sprzedawca, SN nawiązywał bardziej do art. 297 k.z., który pozwalał na powierzenie określenia ceny jednej ze strony umowy, podług zasad słuszności.

Przywołane orzeczenia SN dowodzą, że, także w warunkach gospodarki socjalistycznej pierwszych lat powojennych, oznaczenie świadczenia przez jedną ze stron umowy lub osobę trzecią było w orzecznictwie sądowym uznawane za dopuszczalne. Trzeba również zwrócić uwagę, że przywołane sprawy dotyczyły stosunków między przedsiębiorcami. W jedynym z

[1427] Orzeczenie Sądu Najwyższego z dnia 11 maja 1959 r., sygn. 4 CR 776/58, LEX nr 1633012.

przywołanych wyroków SN wprost wskazał, że tak elastyczne sposoby oznaczenia świadczenia w umowie mogą być stosowane, gdy stronami kontraktu są kupcy. Można stąd wyprowadzić wniosek, że możliwość oznaczenia świadczenia przez jedną ze stron umowy lub osobę trzecią dopuszczano przede wszystkim w obrocie gospodarczym.

Brak odpowiednika art. 59 k.z. lub 297 k.z. w k.c. sprawia, że aktualne pozostaje pytanie, czy obecnie strony umowy mogą powierzyć jednej z nich prawo do samodzielnego oznaczenia świadczenia drugiej oraz jak daleko sięga swoboda stron w tym zakresie. Próbując odnieść się do postawionej kwestii w pierwszej kolejności należy odwołać się do dotychczasowych ustaleń piśmiennictwa poczynionych już na gruncie przepisów k.c. Zarówno w starszej, jak i nowszej doktrynie, zasadniczo nie budzi wątpliwości teza, że umowa może stanowić, iż świadczenie zostanie określone przez jedną ze stron kontraktu. Taka możliwość wyprowadzana jest z zasady swobody umów[1428]. Zwykle jednak autorzy przyjmują, że konieczne jest wskazanie kryteriów, według których strona jest uprawniona do oznaczenia świadczenia, przy czym takim miernikiem może być słuszność[1429]. Nie ma przy tym znaczenia, czy oznaczenie świadczenia powierza się osobie trzeciej, czy stronie umowy[1430]. W tym zakresie zatem, wykładnia czyniona przez współczesnych autorów jest bardziej restrykcyjna, niż dokonywana w piśmiennictwie międzywojennym, w którym dopuszczano powierzenie ustalenia świadczenia przez osobę trzecią wedle jej uznania. Postanowienie umowne pozostawiające jednej ze stron lub osobie trzeciej dowolność w oznaczeniu świadczenia winno być, zdaniem współczesnej doktryny, uznane za nieważne[1431].

W tym miejscu należy przejść stanowiska judykatury wyrażonego w odniesieniu do omawianego problemu na gruncie przepisów k.c. Sąd Najwyższy niejednokrotnie podejmował zagadnienie jednostronnego określania świadczenia umownego przy okazji rozstrzygania spraw dotyczących różnych kontraktów. W pierwszej kolejności trzeba przywołać szereg orzeczeń Sądu Najwyższego, wydanych na początku lat 90., dotyczących modyfikacji regulaminów bankowych, które prowadziły do jednostronnych zmian w umowach zawieranych przez banki ze swoimi klientami. Pierwszą z nich jest uchwała Sądu Najwyższego z dnia 22 maja 1991 roku[1432]. Była ona odpowiedzią na praktykę banków, które w uchwalanych przez siebie regulaminach gwarantowały sobie prawo do jednostronnej zmiany w dowolnym czasie

[1428] T. Dybowski, A. Przyrzyńska, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5…,* s. 230.
[1429] W. Czachórski, *Zobowiązania…*, s. 52-53; Z. Radwański, *Zobowiązania…*, s. 58-59.
[1430] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV…,* s. 118-119; T. Dybowski, A. Przyrzyńska, [w:] K. Osajda (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5…,* s. 230-232.
[1431] Tamże.
[1432] Uchwała SN z dnia 22 maja 1991 r., sygn. III CZP 15/91, LEX nr 3674.

tych regulaminów, a co za tym idzie – umów rachunków bankowych zawieranych z klientami. W ocenie Sądu Najwyższego takie klauzule umowne są nieskuteczne. Zdaniem SN, opisane postanowienia godzą w naturę umowy gospodarczej i zasady współżycia społecznego, gdyż pozwalają na realizację jedynie interesów jednej strony, z uszczerbkiem dla interesów drugiej. W konsekwencji SN uznał, że zmiana treści umowy rachunku bankowego wymaga wypowiedzenia. Te zachowawczą wykładnię SN zliberalizował w kolejnej uchwale, z dnia 6 marca 1992 roku[1433]. We wskazanym orzeczeniu SN odpowiedział na pytanie Rzecznika Praw Obywatelskich dotyczące ważności klauzul w umowach kredytu bankowego, przewidujących prawo banku do jednostronnej zmiany stawek oprocentowania. Sąd Najwyższy w pierwszej kolejności zaznaczył, że zmiana oprocentowania – czy to depozytów, czy kredytów, nie musi wymagać każdorazowego wypowiedzenia umowy przez bank. Z drugiej jednak strony SN przyjął, że klauzule umowne dające dowolność bankowi w ustaleniu oprocentowania kredytu są drastycznie sprzeczne z zasadą równości stron umowy. Ostatecznie SN uznał, że klauzula uprawniająca do zmiany przez bank w czasie trwania umowy wysokości stopy oprocentowania bez wypowiedzenia umowy, wymaga dla swej skuteczności określenia konkretnych okoliczności, od jakich zmiana ta jest uzależniona. Jak argumentował SN, takie „zastrzeżenie umowy da możność kontrahentowi banku skontrolowania, czy zastosowana przez bank zmiana wysokości oprocentowania i jej zakres odpowiadają zmienionym od chwili zawarcia umowy warunkom ekonomicznym". Takie same stanowisko zajął SN rozpoznając tożsamy problem w uchwale z dnia 19 maja 1992 roku[1434]. Sąd Najwyższy w przytoczony orzeczeniu podkreślił, że okoliczności umożliwiające bankowi jednostronną zmianę oprocentowania winny być precyzyjne określone, „by mogła być w przyszłości dokonana należyta ocena, czy rzeczywiście one wystąpiły i czy w związku z tym zmiana oprocentowania jest obiektywnie usprawiedliwiona".

Należy uznać, że przywołane wyżej orzeczenia odpowiadają co do zasady zarysowanemu wcześniej zapatrywaniu doktryny, hołdującemu tradycji kodeksu zobowiązań. W ocenie SN, strony umowy kredytu bankowego mogą umówić się, że świadczenie (w tym przypadku wysokość oprocentowania, która wprost przekłada się na wysokość świadczenia pieniężnego kredytobiorcy) zostanie zmienione lub dookreślone w przyszłości przez jedną ze stron (w tym wypadku przez bank). Konieczne jest jednak ustalenie kryteriów, według których taka zmiana może nastąpić. W przeciwnym razie bowiem doszłoby do naruszenia zasady

[1433] Uchwała SN z dnia 6 marca 1992 r., sygn. III CZP 141/91, LEX nr 3725.
[1434] Uchwała SN z dnia 19 maja 1992 r., sygn. III CZP 50/92, LEX nr 1929167.

swobody umów, przez nadmierne uprzywilejowanie jednej ze stron umowy – w analizowanym przypadku banku zawierającego umowę kredytu bankowego, który mógłby maksymalizować swoje zyski w sposób nieograniczony. W tym zakresie najistotniejszą kwestią jest jednak stopień uszczegółowienia kryteriów, według których jedna strona umowy oznaczałaby świadczenie drugiej. Wydaje się, że Sąd Najwyższy w omawianych wyżej orzeczeniach opowiedział się za koniecznością wskazania konkretnych okoliczności, które uzasadniałyby zmianę w oprocentowaniu udzielonego kredytu. Takie stanowisko spotkało się jednak z krytyką w piśmiennictwie. Jak wskazywał W. Pyzioł w glosie do ostatniego z przywołanych orzeczeń, podważa ono dotychczasowy dorobek doktryny, zgodnie z którym strony umowy mogą pozostawić określenie świadczenia jednej z nich wyłącznie według zasady słuszności[1435]. Przywołany autor argumentował, że w realiach niestabilnej gospodarki ograniczanie swobody kontraktowania przez konieczność wyliczenia z góry okoliczności, w których bank będzie mógł zmienić oprocentowanie kredytu, jest zbyt daleko idące. Proponował przy tym uznanie, że dopuszczalna jest klauzula umowna, zgodnie z którą bank będzie mógł zmienić wysokość oprocentowania kredytu „według słusznego uznania", co następnie podlegałoby kontroli w toku ewentualnego procesu sądowego[1436].

Bardziej restrykcyjną wykładnię Sąd Najwyższy przyjął w sprawach dotyczących oznaczenia świadczenia kupującego w umowie sprzedaży, tj. ceny. W tym zakresie trzeba przywołać wyrok SN z dnia 2 grudnia 2004 roku[1437]. Zapadł on na gruncie następującego stanu faktycznego: strony zawarły umowę zobowiązującą sprzedaży prawa użytkowania wieczystego gruntu oraz wzniesionych na nim budynków, a potem w jej wykonaniu umowę rozporządzającą. W ocenie powódki, żądającej ustalenia nieważności obu umów, strony nie dość precyzyjnie określiły cenę sprzedaży, gdyż cenę za przeniesienie własności budynków oznaczono jako wartość nakładów poniesionych przez sprzedawcę na ich wzniesienie, po potrąceniu z roszczeniem o zwrot tych nakładów, jakie będzie mu przysługiwało. Sąd Najwyższy uznał, że ocena, czy strony ustaliły podstawy do określenia ceny zgodnie z art. 536 § 1 k.c. wymaga wykładni oświadczeń woli, której nie przeprowadził sąd drugiej instancji i stąd uchylił wyrok tego sądu i przekazał sprawę do ponownego rozpoznania. Jednocześnie jednak SN poczynił uwagi o ogólniejszym charakterze, stając na stanowisku, że powierzenie osobie trzeciej lub jednej ze stron stosunku sprzedaży określenia ceny jest niedopuszczalne. SN argumentował, że taki sposób oznaczenia ceny „nie da się pogodzić z konstrukcją ceny, jako

[1435] W. Pyzioł, *Glosa do uchwały SN z dnia 19 maja 1992 r., sygn. III CZP 50/92*, OSP, 1993, nr 6, s. 278-279.
[1436] Tamże.
[1437] Wyrok SN z dnia 2 grudnia 2004 r., sygn. V CK 291/04, LEX nr 137335.

uzgodnionego przecież przez obie strony przedmiotowo istotnego elementu umowy sprzedaży. Kupujący nie może bowiem pozostawać w stanie niepewności co do tego, czy posiada wystarczające środki finansowe na dokonanie transakcji handlowej, a w konsekwencji należy uznać taką klauzulę za niedopuszczalną, a umowę za niezawartą". W przywołanym orzeczeniu zatem SN zakwestionował możliwość umownego przekazania jednej ze stron prawa do oznaczenia świadczenia – w tym przypadku ceny.

Podobne stanowisko SN wyraził w wyroku z 25 czerwca 2008 roku[1438]. W przywołanej sprawie strony zawarły umowę przedwstępną sprzedaży użytkowania wieczystego gruntu i położonego na nim hotelu. Cena została przez kontrahentów ustalona w sposób skomplikowany – w części zależała od wartości wykonanych prac dodatkowych. Z kolei ta wartość miała być ustalona na podstawie przedmiaru robót i określonych cen jednostkowych, a w braku odpowiedników – w drodze negocjacji stron. Przytoczona klauzula umowna została uznana przez Sąd Najwyższy za niewystarczająco precyzyjne określenie ceny. W ocenie SN, cenę można określić kwotowo lub przez przyjęcie podstaw dla jej oznaczenia w przyszłości, jednak muszą być to podstawy stabilne, konkretne, określone w sposób stanowczy i jednoznaczny. Sąd Najwyższy przyjął, że strony umowy sprzedaży mogą określić cenę pośrednio, lecz muszą istnieć dane w umowie stron lub przepisach prawa, które pozwolą cenę obliczyć[1439].

Bardziej liberalne stanowisko wyraził Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 10 lipca 2003 roku[1440]. Przytoczone orzeczenie zapadło na tle następującego stanu faktycznego: najemczyni lokalu mieszkalnego otrzymała z urzędu miasta pisemne zawiadomienie o przeznaczeniu lokalu do sprzedaży, w którym wskazano ogólne warunki zawarcia przyszłej umowy. Zgodnie w tymi warunkami, cena sprzedaży miała zostać ustalona po wycenie lokalu dokonanej przez biegłego. Następnie gminie anulowano zgodę na sprzedaż lokalu. Następca prawny najemczyni wystąpił z powództwem o zobowiązanie do złożenia oświadczenia woli, zgodnie z którym pozwana gmina ustanawia i sprzedaje mu prawo odrębnej własności lokalu mieszkalnego. Sąd pierwszej instancji oddalił powództwo wskazując, że pismo, które otrzymała najemczyni, nie stanowiło oferty, lecz zaproszenie do rokowań. Taką ocenę podzielił także sąd drugiej instancji. Sąd Najwyższy oddalił skargę kasacyjną wniesioną przez powoda, stwierdzając, że nawet gdyby uznać, że sporne pismo stanowiło ofertę sprzedaży, to i tak byłaby ona nieważna z uwagi na niezachowanie formy aktu notarialnego. Niezależnie od tego SN poczynił jednak uwagę istotną

[1438] Wyrok SN z dnia 25 czerwca 2008 r., sygn. III CSK 20/08, LEX nr 560575.
[1439] Podobnie: wyrok SN z dnia 25 czerwca 2010 r., sygn. I CSK 505/09, LEX nr 607239.
[1440] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 10 lipca 2003 r., sygn. I CKN 487/01, LEX nr 477645

z punktu widzenia niniejszych rozważań. Zgodził się bowiem z powodem, że dopuszczalne jest w ofercie ustalenie ceny przez odesłanie do wyceny, jakiej ma dokonać biegły. Taka możliwość, w ocenie SN, istniała pod rządami kodeksu zobowiązań i jest aktualna także po wejściu w życie kodeksu cywilnego.

Podsumowując zaprezentowany przegląd orzecznictwa należy uznać, że analiza wyroków SN dotyczących sposobu określenia świadczenia w umowie nie prowadzi do jednoznacznych wniosków. Rozstrzygnięcia Sądu Najwyższego są dość kazuistyczne i zależą od realiów konkretnej sprawy, a także typu umowy, która jest poddawana analizie. W przypadku oznaczenia świadczenia kupującego w umowie sprzedaży tj. wysokości ceny Sąd Najwyższy zwykle przyjmował dość restrykcyjne stanowisko, zgodnie z którym powierzenie jej oznaczenia osobie trzeciej lub stronie umowy jest niedopuszczalne. Natomiast w przypadku umów bankowych stanowisko SN było bardziej liberalne. Niezależnie od tego rozróżnienia trzeba zauważyć, że zapatrywania judykatury na możliwość oznaczenia świadczenia przez jedną ze stron umowy są bardziej powściągliwe niż poglądy wyrażane na ten temat w doktrynie.

2.5.Jednostronne kształtowanie tabeli kursowej przez banki w tzw. kredytach frankowych jako przykład określenia świadczenia przez jedną stronę umowy

Rozważając dopuszczalność określenia świadczenia przez jedną stronę umowy w prawie polskim osobno należy omówić problem jednostronnego kształtowania tabeli kursowej przez banki w tzw. kredytach frankowych. To bowiem na kanwie spraw związanych z tymi kredytami obecnie kwestia możliwości oznaczenia powinnego świadczenia przez jedną ze stron umowy jest najżywiej dyskutowana. Jednocześnie ogromna liczba postępowań sądowych dotyczących kredytów frankowych sprawia, że na tym tle wykształciło się bogate orzecznictwo sądowe, podejmujące różne kwestie związane z omawianymi kredytami, w tym także problem jednostronnego określania przez bank tabeli z kursami walut. Co więcej, wpływ określenia przez bank kursów walut na świadczenie kredytobiorcy jest zbliżony do mechanizmu oddziaływania kwotowania dokonywanego przez brokera Forex na świadczenie jego klienta – strony CFD. Stąd, konieczne jest w tym miejscu przybliżenie stanowiska orzecznictwa w odniesieniu do jednostronnego kształtowania tabel kursowych przez banki. Należy przy tym zaznaczyć, że poniższe rozważania będą dotyczyć wyłącznie wspomnianego problemu, a nie

wszystkich spornych kwestii dotyczących kredytów walutowych, których analiza nie jest konieczna z punktu widzenia tematu niniejszej pracy.

Przez kredyt frankowy rozumie się zwykle dwie jego postaci: kredyt indeksowany i denominowany[1441]. Kredyt indeksowany to kredyt, w którym suma kredytu jest wyrażana i wypłacana w walucie polskiej, lecz indeksowana do franka szwajcarskiego – w dniu wypłaty kredytu kwotę zadłużenia przeliczano na walutę obcą. Natomiast w przypadku rat dokonywano operacji odwrotnej – każdą ratę przeliczano z franka szwajcarskiego na polskiego złotego, według kursu z dnia płatności raty, zgodnie z tabelą banku[1442]. Konstrukcja kredytu denominowanego zakłada zaś, że bank udziela kredytobiorcy kredytu we frankach szwajcarskich w określonej wysokości, ale wskazana kwota jest wypłacana w złotych po kursie z dnia uruchomienia kredytu. Następnie wysokość rat zostaje określona w złotych jako równowartość określonej ilości franków szwajcarskich, po kursie z dnia płatności danej raty[1443]. W dalszej analizie oba typy kredytu nazywane będą kredytami frankowymi.

Kredyty frankowe oferowane przez polskie banki były dla klientów korzystne finansowo w chwili ich zaciągnięcia. Jednakże wraz ze wzrostem ceny franka w stosunku do złotego, raty kredytów frankowych znacznie wzrosły. W efekcie tego, „frankowicze" po wielu latach spłaty kredytu mogą mieć większe zadłużenie, niż w chwili uruchomienia kredytu[1444]. Ten proces spowodował, że do sądów zaczęły lawinowo wpływać powództwa kwestionujące ważność zawieranych umów kredytowych[1445].

Trzeba przy tym zaznaczyć, że problemy społeczne i ekonomiczne dotyczące kredytów frankowych wyniknęły z samego faktu zaciągania kredytów waloryzowanych do waluty obcej, w której kredytobiorca nie zarabiał. Wzrost kursu waluty obcej spowodował znaczne zwiększenie obciążenia finansowego dla kredytodawcy. Natomiast z prawnego punktu widzenia waloryzacja świadczenia kursem waluty obcej jest dopuszczalna[1446]. Prawna wadliwość kredytów frankowych, powszechnie uznana w orzecznictwie, wynikała z treści szczegółowych postanowień tych umów, a nie z samej istoty indeksacji zobowiązania do

[1441] Wskazane konstrukcje mogą być stosowane z użyciem różnych walut, jednak dalsze rozważania będą odnosiły się wyłącznie do kredytów indeksowanych lub denominowanych do franka szwajcarskiego, z uwagi na powszechność zawierania takich transakcji w Polsce.
[1442] H. Ciepła, *Dochodzenie roszczeń z umów kredytów frankowych. Praktyka, orzecznictwo, pytania i odpowiedzi*, LEX.
[1443] B. Bajor, [w:] B. Bajor i in., *Prawo bankowe…,* s. 471-472.
[1444] E. Łętowska, *Co ujawnia dyskurs o kredytach frankowych, czyli o świadomym i nieświadomym uwikłaniu prawników*, „Europejski Przegląd Sądowy", 2020, nr 4, s. 5.
[1445] https://www.prawo.pl/biznes/duza-ilosc-spraw-frankowych,512556.html
[1446] M. Gutowski, *Wadliwość umów kredytów frankowych*, Warszawa 2022, s. 6.

waluty obcej. Spośród wadliwych klauzul umownych typowych dla kredytów frankowych należy wymienić w pierwszej kolejności możliwość jednostronnego kształtowania kursu waluty, według którego następowało obliczenie należnego od kredytobiorcy świadczenia, klauzula *spreadu* walutowego, a niekiedy też powiadomienie kredytobiorcy o ryzyku kursowym lub jego brak[1447].

Jak już powyżej wskazano, celem niniejszego fragmentu pracy jest przedstawienie oceny, jaką wyrażono w judykaturze w odniesieniu do postanowień umownych dających uprawnienie bankom do jednostronnego ustalania kursów walut, po których następuje przeliczenie zobowiązania kredytobiorcy. Wskazana klauzula umowna jest bodaj najczęstszą przyczyną uznania w orzecznictwie kredytów frankowych za wadliwe. Analiza orzecznictwa daje podstawy do stwierdzenia, że najczęściej sądy kwalifikują je jako niedozwolone postanowienia umowne w rozumieniu art. 385 [1] k.c. lub za klauzule wykraczające poza granice swobody umów, a przez to bezwzględnie nieważne. Pierwsza ze wskazanych kwalifikacji prawnych zostanie omówiona w dalszej części pracy. W tym miejscu należy zaś zająć się postrzeganiem kredytu frankowego jako wykraczającego poza granice swobody umów z uwagi na uprawnienie banku do określania tzw. tabeli kursowych, a w konsekwencji do jednostronnego wpływania na wysokość świadczenia kredytobiorcy.

W ostatnim czasie zapadło kilka orzeczeń, w których do przywołanego problemu odnosił się Sąd Najwyższy i które w tym miejscu wymagają przytoczenia. Ich omówienie będzie ograniczało się wyłącznie do przywołania uzasadnienia prawnego i nie będzie zawierało opisów stanów faktycznych, które stały się kanwą dla cytowanych orzeczeń, z uwagi na ich powtarzalność i brak znaczenia dla zasadniczego przedmiotu niniejszych rozważań.

Przedstawienie orzeczeń ilustrujących podejście judykatury do wzmiankowanej kwestii należy rozpocząć od uchwały Sądu Najwyższego z 28 kwietnia 2022 roku[1448]. Zgodnie z tezą przywołanej uchwały, „sprzeczne z naturą stosunku prawnego kredytu indeksowanego do waluty obcej są postanowienia, w których kredytodawca jest upoważniony do jednostronnego oznaczenia kursu waluty właściwej do wyliczenia wysokości zobowiązania kredytobiorcy oraz ustalenia wysokości rat kredytu, jeżeli z treści stosunku prawnego nie wynikają obiektywne i weryfikowalne kryteria oznaczenia tego kursu". W cytowanej uchwale Sąd Najwyższy zdecydowanie opowiedział się za sprzecznością omawianej klauzuli umownej z art. 353[1] k.c.

[1447] Tamże.
[1448] Uchwała Sądu Najwyższego z dnia 28 kwietnia 2022 r., sygn. III CZP 40/22, LEX nr 3337513.

Jak wskazał SN, gdyby dłużnik mógł zdecydować jednostronnie o wysokości swojego świadczenia, to stawiałoby to pod znakiem zapytania jego wolę zaciągnięcia zobowiązania, natomiast jeśli to wierzyciel mógłby określać świadczenie dłużnika, wówczas stawiałoby go to w pozycji nadrzędnej, co pozostawałoby w sprzeczności z naturą stosunków zobowiązaniowych. Jednocześnie SN zaznaczył, że do wykroczenia poza granice swobody umów nie doszłoby, gdyby bank mógł określać kurs waluty, a przez to wysokość powinnego świadczenia kredytobiorcy, według ustalonych w umowie obiektywnych i weryfikowalnych kryteriów. Takim miernikiem, według SN, mogłyby być zasady słuszności, jak o tym stanowił art. 297 k.z. W ocenie SN jednak, wskazane kryterium musi być składnikiem treści umowy i nie można go domniemywać, gdyż w prawie polskim nie obowiązuje przepis podobny do art. 315 ust. 1 niemieckiego kodeksu cywilnego, zgodnie z którym jeżeli strona ma określić świadczenie pozostające do spełnienia, w razie wątpliwości przyjmuje się, że określenie to powinno nastąpić według rozsądnego uznania. Wobec powyższego SN uznał, że postanowienia umowy kredytu, dające możliwość bankowi do dowolnego ustalania kursu walut, a przez to wpływania na wysokość obciążenia kredytowego swojego kontrahenta, wykraczają poza swobodę umów jako klauzule sprzeczne z właściwością (naturą) stosunku prawnego.

Podobny pogląd wyraził Sąd Najwyższy w wyroku z 27 maja 2022 roku[1449]. Sąd Najwyższy uznał, że pozostawienie w rękach banku możliwości dowolnego wpływania na wysokość powinnego świadczenia kredytobiorcy przez ustalanie tzw. tabel kursowych jest nie do pogodzenia z zasadą słuszności kontraktowej i jest nieważne z uwagi na sprzeczność z zasadami współżycia społecznego. Sąd Najwyższy zauważył przy tym, że w przypadku jednorazowych transakcji niekiedy wyjątkowo pozostawia się możliwość ustalenia świadczenia jednej ze stron umowy (tak zakłada art. 74 ust. 1 projektu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wspólnych europejskich przepisów dotyczących sprzedaży (CESL), KOM/2011/0635 i pkt 6.105 Draft Common Frame of Reference), natomiast nie powinno być to dopuszczalne w przypadku umowy kredytu. Wskazany kontrakt bowiem z założenia wiąże strony wiele lat, a w związku z tym, w ocenie SN, klauzula przyznająca bankowi w możliwości jednostronnego określania rat kredytu wystawia klienta banku na dużo poważniejsze ryzyko, niż analogiczna klauzula w umowie sprzedaży. Nadto SN zauważył, że jednostronne ustalenia kursu waluty przy przeliczeniu salda kredytu oraz rat kredytowych pozwalają na dowolne kształtowanie *spreadu* walutowego, stanowiącego dodatkową, ukrytą wobec kredytobiorcy, korzyść banku. Ostatecznie zatem, w przywołanym wyroku, podobnie

[1449] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 maja 2022 r., sygn. II CSKP 314/22, LEX nr 3350313.

jak w uchwale z 28 kwietnia 2022 roku, SN przyjął, że omawiana klauzula stanowiła wykroczenie poza granice swobody umów. Analogiczne stanowisko zajmował Sąd Najwyższy także w wielu innych orzeczeniach, nie prezentując przy tym szerszej argumentacji, najczęściej tylko odwołując się do skomentowanych wyżej orzeczeń[1450].

Nieco odmienne stanowisko zajął Sąd Najwyższy w wyroku z 12 kwietnia 2023 roku[1451]. W przywołanym orzeczeniu SN nie wypowiedział się kategorycznie co do zgodności postanowień dających bankom prawo do jednostronnego ustalania kursów walut, przy pomocy których dochodzi do ustalania wysokości świadczenia kredytobiorców z zasadą swobody umów. Wskazał jednak argumenty przemawiające za dopuszczalnością zamieszczania omawianych klauzul w umowach kredytowych. Sąd Najwyższy podkreślił bowiem, że banki określają kurs waluty dla obliczenia obciążenia kredytowego swojego klienta przez odwołanie się do tzw. tabel kursowych, które bank wykorzystuje do różnych celów. Ustalenie zaś konkretnych kwot kupna i sprzedaży danej waluty odbywa się, jak wskazał SN, także z uwzględnieniem oferty konkurencyjnych banków. Podobne stanowisko zajął Sąd Apelacyjny w Warszawie w wyroku z dnia 13 listopada 2019 roku[1452]. We wzmiankowanym wyroku Sąd Apelacyjny argumentował, że jednostronne ustalanie kursów walut przez bank, wpływające pośrednio na wysokość obciążenia kredytowego jego klienta, jest dopuszczalne, o ile bank odsyła do tabeli kursowej, w oparciu o którą bank kupuje i sprzedaje walutę w relacjach z innymi klientami. Nic zaś w rozstrzyganej sprawie nie wskazywało, by bank formułował tabelę z kursami walut wyłącznie na potrzeby jednej umowy kredytowej, zawartej ze stroną tego postępowania. Sąd Apelacyjny przyjął, że tabela kursowa pełni taką samą funkcję jak cenniki, powszechnie stosowane w obrocie gospodarczym. Przywołane argumenty doprowadziły Sąd do konkluzji, że zawieranie w umowach kredytu omawianej klauzuli umownej jest dopuszczalne, chyba że kurs ten kształtowany byłby nieuczciwie lub w oderwaniu od realiów rynkowych[1453].

[1450] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 13 maja 2022 r., sygn. II CSKP 464/22, LEX nr 3350095; Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 września 2022 r., sygn. II CSKP 794/22, LEX nr 3410346; Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 kwietnia 2023 r., sygn. II CSKP 914/22, LEX nr 3569424; Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 czerwca 2023 r., sygn. II CSKP 1476/22, LEX nr 3571887; Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 31 sierpnia 2023 r., sygn. I CSK 5891/22, LEX nr 3600003; Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 27 września 2023 r., sygn. I CSK 5338/22, LEX nr 3608113;

[1451] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 kwietnia 2023 r., sygn. II CNPP 11/22, LEX nr 3592359.

[1452] Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 listopada 2019 r., sygn. I ACa 674/18, LEX nr 2809495.

[1453] Podobnie: wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 sierpnia 2020 r., sygn. VI ACa 315/19, LEX nr 3455740.

Przeprowadzona wyżej analiza dotychczasowego dorobku judykatury pozwala zatem na wyróżnienie dwóch stanowisk. Zgodnie z pierwszym, omawiane postanowienia umowne wykraczają poza swobodę umów, gdyż są sprzeczne z właściwością (naturą) stosunku prawnego oraz zasadami współżycia społecznego. Według tego zapatrywania, możliwe jest powierzenie drugiej stronie stosunku prawnego określenie wysokości powinnego świadczenia, jednak w umowie należy odwołać się do weryfikowalnych kryteriów, według których nastąpi określenie wysokości zobowiązania, a zwykle takich kryteriów w umowach kredytów frankowych nie wskazywano. Natomiast według drugiego poglądu, umożliwienie bankowi możliwości ustalania kursów walut, które pośrednio wpływają na wysokość świadczenia kredytobiorców nie jest sprzeczne z właściwością (naturą) stosunku prawnego ani z zasadami współżycia społecznego. Zgodnie z tym stanowiskiem, powierzenie jednej stronie umowy określenia świadczenia drugiej jest co do zasady dopuszczalne, a do sprzeczności z art. 353^1 k.p.c. w rozpatrywanym zakresie nie dochodzi, gdyż banki ustalały wysokość obciążenia kredytowego swoich klientów przy pomocy tabel kursowych, które miały zastosowanie także do kupowania i sprzedawania waluty w danym banku także w innych transakcjach z innymi klientami. Należy jednak wyraźnie zaznaczyć, że w orzecznictwie zdecydowanie przeważa pierwszy z opisanych poglądów.

2.6. Kwotowanie w kontrakcie na różnicę a zasada swobody umów

Po dokonaniu analizy dotychczasowego dorobku doktryny i orzecznictwa w zakresie możliwości powierzenia określenia świadczenia umownego jednej ze stron umowy lub osobie trzeciej możliwe jest odniesienie tych uwag do problematyki kontraktów na różnicę. Jak już wyżej wspominano, najpoważniejszą wątpliwość co do zgodności konstrukcji kontraktu na różnicę z granicami swobody umów wiązać należy z uprawnieniem jednej ze stron tej umowy do tzw. kwotowania, czyli określania kursów instrumentów bazowych, po których dochodzi do zawarcia umowy i jej wykonania. Zawarcie umowy po cenie z tabeli kursowej tworzonej przez firmę inwestycyjną lub dostawcę płynności nie budzi wątpliwości prawnych – klient firmy inwestycyjnej może przed zawarciem umowy przeanalizować ceny instrumentów bazowych na różnych rynkach i swobodnie zdecydować, czy kwotowanie danej firmy inwestycyjnej jest dla niego odpowiednie. Natomiast problematyczne staje się dokonywanie kwotowania w trakcie trwania stosunku umownego. To bowiem, która strona będzie musiała spełnić świadczenie w

wykonaniu umowy i w jakim rozmiarze, zależy od relacji między ceną instrumentu bazowego, po której doszło do zawarcia umowy, a ceną tego aktywu z chwili wykonania kontraktu. Skoro tak, to jedna ze stron CFD, ustalając ceny instrumentów bazowych w trakcie trwania umowy ma wpływ na to, czy druga strona umowy będzie zobowiązana do zapłaty i w jakiej wysokości. Jeszcze raz trzeba zatem postawić pytanie, czy wyżej opisana konstrukcja CFD, dająca możliwość jednej stronie umowy do kształtowania świadczenia, jakie ma spełnić druga strona, a nawet określenia, która w ogóle ze stron umowy będzie świadczyć, mieści się w granicach swobody umów, w szczególności, czy jest zgodna z naturą stosunku prawnego oraz zasadami współżycia społecznego.

W tym miejscu należy przypomnieć wyniki badań empirycznych dotyczących regulaminów firm inwestycyjnych, które zamieszczone zostały w rozdziale III. Wynika z nich, że firmy inwestycyjne zastrzegają, że podawane przez nie ceny instrumentów bazowych mogą różnić się od cen na innych rynkach. Firmy inwestycyjne funkcjonujące w modelu *market maker* wskazywały, że dane do kwotowań pozyskują od podmiotów określanych mianem „dostawców kwotowań", jedna z nich nadto przyjmowała, że kwotowań może też dokonywać samodzielnie, „przetwarzając" dane dostarczane przez dostawcę kwotowań. Podobnie regulowane jest kwotowanie, gdy firma inwestycyjna działa jako pośrednik, z tą różnicą, że kwotowania, zgodnie z treścią badanych regulaminów, dokonuje dostawca płynności. Wciąż jednak czynione jest to w oparciu o dane dostarczane przez dostawców kwotowań. W obu przypadkach regulaminy firm inwestycyjnych przewidywały, że na żądanie klienta udostępnia się dane dostawcy kwotowań, które służyły do rozliczenia określonej transakcji. Klient może dowiedzieć się zatem dopiero *ex post*, od jakiego podmiotu zaczerpnięto dane dotyczące kwotowania. Dostawca kwotowań przy tym nie ma obowiązku publikowania swoich kwotowań na bieżąco. Co więcej, niekiedy podmioty będące dostawcami kwotowań są powiązane kapitałowo z firmami inwestycyjnymi. Każdy z analizowanych regulaminów firm inwestycyjnych przewidywał też sytuacje „błędnego kwotowania", tzn. wypadki, w których kwotowanie danego instrumentu bazowego odbiegało o pewną ustaloną wielkość od kwotowania, jakiego dokonała określona instytucja, nazywana podmiotem referencyjnym. W razie „błędnego kwotowania", zgodnie z postanowieniami wszystkich badanych regulaminów, każda ze stron CFD może odstąpić od umowy.

Powyższe skłania do następujących wniosków. Jeśli firma inwestycyjna (lub dostawca płynności) dokonuje kwotowania w oparciu o dane od dostawców kwotowań bez żadnych zmian, wówczas należy przyjąć, że strony w kontrakcie na różnicę powierzyły uprawnienie do

określenia przyszłej ceny instrumentu bazowego (co przekładania się na określenie świadczenia) osobie trzeciej – dostawcy kwotowań, z tym że wybór osoby trzeciej pozostawiony jest także w rękach firmy inwestycyjnej. Natomiast jeśli firma inwestycyjna w regulaminie zastrzega, że dokonuje przetworzenia danych otrzymywanych od dostawcy kwotowań, wówczas należy uznać, że strony CFD powierzyły jednej z nich uprawnienie do określenia tabeli kwotowań, a w konsekwencji do oznaczenia świadczenia.

W świetle szeroko przywołanych wcześniej ustaleń doktryny i orzecznictwa należy przyjąć, że takie klauzule co do zasady mieszczą się w granicach swobody umów. Po pierwsze, w doktrynie dopuszcza się możliwość powierzenia jednej stronie umowy lub osobie trzeciej określenie świadczenia, hołdując tym samym tradycji kodeksu zobowiązań. Po drugie natomiast, dokonując oceny tych postanowień trzeba wziąć pod uwagę charakter kontraktu na różnicę – jest to umowa zawierana w celach inwestycyjnych, w założeniu przeznaczona dla podmiotów posiadających odpowiednią wiedzę i doświadczenie w obrocie na rynku kapitałowym. Nie stanowi ona umowy zawieranej powszechnie, w bieżących sprawach życia codziennego. Tym samym, stronom CFD można przyznać większą swobodę w kształtowaniu treści wiążącej ich umowy, w porównaniu ze swobodą stron umów zaspokajających zwykłe potrzeby konsumpcyjne uczestników obrotu.

Powyższa, ogólna konstatacja, nie zamyka jednak możliwości uznania omawianych postanowień CFDs za wadliwe. Najpoważniejszym zarzutem, jaki można postawić wobec opisanych wyżej klauzul umownych jest to, że powierzając osobie trzeciej (dostawcom kwotowań) lub drugiej stronie umowy (firmie inwestycyjnej/dostawcy płynności) dokonywanie kwotowań instrumentów bazowych, a więc pośrednio ustalanie rozmiaru świadczenia drugiej strony, nie wskazują wprost żadnych kryteriów, którymi te podmioty musiałyby się kierować w bieżącym określaniu kursów aktywów bazowych. Jak zaś wskazano wyżej, w doktrynie i orzecznictwie nie ma wątpliwości, że przy zastrzeżeniu prawa do oznaczenia świadczenia dla drugiej strony umowy lub osoby trzeciej konieczne jest określenie miernika, według którego ma być to świadczenie określone. Natomiast klauzule, które powierzają stronie umowy lub osobie trzeciej określenie świadczenia według jej uznania są zwykle traktowane jako wykraczające poza granice swobody umów i w związku z tym uznawane za nieważne.

Rozumując w ten sposób należałoby dojść do wniosku, że opisywane klauzule umowne dotyczące ustalenia cen instrumentów bazowych, stanowiące typowe składniki treści

kontraktów na różnice, są nieważne, gdyż żaden z badanych regulaminów nie wskazywał wprost kryteriów, według których sporządzane jest kwotowanie. Ocena poprawności tego wnioskowania wymaga jednak uprzedniej interpretacji analizowanych postanowień umownych, w myśl zasady *omnia sunt interpretanda*, powszechnie przyjmowanej we współczesnej doktrynie i orzecznictwie[1454]. To z kolei prowadzi do konieczności odniesienia się do zasad wykładni oświadczeń woli.

Zgodnie z art. 65 § 1 k.c. oświadczenie woli należy tak tłumaczyć, jak tego wymagają ze względu na okoliczności, w których złożone zostało, zasady współżycia społecznego oraz ustalone zwyczaje. Natomiast stosownie do treści § 2 zacytowanego przepisu, w umowach należy raczej badać, jaki był zgodny zamiar stron i cel umowy, aniżeli opierać się na jej dosłownym brzmieniu. W oparciu o ten przepis w judykaturze i piśmiennictwie wypracowano tzw. kombinowaną metodę wykładni[1455]. Polega ona na tym, że w pierwszej kolejności ustala się rzeczywiste rozumienie oświadczenia woli przez obie strony umowy. Jeśli zaś okaże się, że strony nie rozumiały oświadczenia w ten sam sposób, wówczas trzeba przejść do obiektywnej fazy wykładni, w której bada się, w jaki sposób adresat rozumiał sens oświadczenia i rozumieć powinien przy założeniu starannych z jego strony zabiegów interpretacyjnych[1456].

Z uwagi na fakt, że niniejsze rozważania mają charakter abstrakcyjny, ustalenie właściwej wykładni postanowień umownych kontraktu na różnicę możliwe jest wyłącznie przy pomocy interpretacji o charakterze obiektywnym. W doktrynie wymienia się różne dyrektywy tej wykładni, które należy mieć na uwadze w procesie interpretacji złożonych oświadczeń woli, takie jak: językowe znaczenie poszczególnych wyrażeń, kontekst językowy, kontekst sytuacyjny, cel oświadczenia, zasady współżycia społecznego, zwyczaje[1457]. Biorąc pod uwagę powyższe oraz treść badanych wzorców umownych, należy uznać, że strony kontraktu na różnicę umawiają się, iż jedna z nich będzie dokonywała „kwotowania", ale nie w sposób dowolny, lecz według cen rynkowych. Takie zastrzeżenie nie wynika wprost z treści żadnego z badanych regulaminów, należy je jednak wywieść przy pomocy wzmiankowanych wyżej dyrektyw obiektywnej wykładni oświadczeń woli. Skoro bowiem wszystkie badane wzorce

[1454] Zob. A. Janas, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna (art. 1 -125),* Warszawa 2018, s. 570-571; B. Kowalczyk, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…,* s. 153-154 i cytowane tam orzecznictwo.
[1455] W. Robaczyński, [w:] M. Pyziak-Szafnicka, P. Księżak (red.), *Kodeks…* s. 754.
[1456] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz, Tom I. Część ogólna. Cz. 2…,* s. 422-423.
[1457] J. Grykiel, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I., Komentarz. Art. 1-352*, Warszawa 2021, s. 707-717, P. Machnikowski, [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks…*, s. 200-202.

umowne przewidują możliwość odstąpienia przez strony CFD od zawartej umowy, gdy kontrakt zostanie wykonany po cenie odbiegającej o pewną wartość od cen podanych przez tzw. instytucję referencyjną, to należy uznać, że istnieje założenie, iż kwotowanie będzie dokonywane według cen rynkowych. Zasadą jest bowiem, że kwotowanie w ramach transakcji CFD nie może za nadto odbiegać od cen wskazywanych przez podmioty referencyjne, czyli zwykle renomowane instytucje finansowe, a w konsekwencji – od cen rynkowych. Kontekst językowy i wzięcie pod uwagę całości postanowień regulaminów firm inwestycyjnych przemawiają zatem za uznaniem, że strony CFD umawiają się na dokonywanie kwotowania po cenach rynkowych.

Przyjętą interpretację wzmacnia także wzgląd na cel kontraktu na różnicę. Jak już wielokrotnie wskazano w niniejszej pracy, dwoma głównymi celami zawarcia CFD są spekulacja i *hedging*. Obie te funkcje jednak mogą być pełnione przez CFD wyłącznie wówczas, gdy ceny, po których dochodzi do zawarcia i wykonania umowy są cenami rynkowymi. Co więcej, takie rozumienie analizowanych klauzul umownych odpowiada zasadom współżycia społecznego oraz ustalonym zwyczajom – nie ulega bowiem wątpliwości, że zawieranie umów stanowiących instrumenty pochodne ma sens wyłącznie wówczas, gdy ceny instrumentów bazowych stanowiących podstawę ich rozliczenia mają charakter rynkowy. Na takich zasadach dokonywano obrotu derywatami od wieków – wystarczy wspomnieć, że początek historii derywatów nierzeczywistych zbiegł się z założeniem pierwszych giełd – dopiero bowiem dzięki funkcjonowaniu giełdy w łatwy sposób można było określić cenę rynkową danego instrumentu bazowego, a tym samym rozliczyć pieniężnie umowę stanowiącą instrument pochodny. Gdyby przyjąć, że kwotowanie mogłoby być dokonywane całkowicie dowolnie, to trudno byłoby mówić o realnym oznaczeniu w umowie instrumentu bazowego. Przykładowo: gdyby strony zawarły kontrakt na różnicę opiewający na cenę srebra, zaś jedna ze stron dokonała kwotowania po cenie zupełnie abstrahującej od rynkowej ceny srebra, wówczas równie dobrze można by przyjąć, że strony przyjęły za instrument bazowy złoto lub jakikolwiek inny towar lub wskaźnik. Przyjęcie więc takiego założenia przeczyłoby samej istocie CFD, polegającej na uzależnieniu finansowego wyniku stron umowy od ceny określonego aktywu bazowego.

Nadto, za przedstawioną wykładnią przemawia zasada *favor contratus*, zgodnie z którą należy przyjmować raczej takie rozumienie oświadczenia woli, jakie zapewni utrzymanie

ważności czynności prawnej[1458]. Gdyby bowiem przyjąć, że strony CFD nie wskazują żadnego probierza dla kwotowania, a w konsekwencji dla ustalenia przez firmę inwestycyjną (dostawcę płynności) świadczenia stron CFD, trzeba byłoby uznać tę czynność prawną za nieważną.

Zaproponowane powyżej wyprowadzenie miernika, według którego ma nastąpić kwotowanie, z treści i celu kontraktów na różnicę, nie jest przy tym pomysłem nowym – jak wskazano powyżej, już w doktrynie międzywojennej wyrażono pogląd, na gruncie art. 297 k.z., że kryterium słuszności nie musi być wprost wyrażone w umowie, a wystarczy, że można je wywnioskować z treści kontraktu lub z okoliczności towarzyszących jego zawarciu. Jak się wydaje, zbliżone stanowisko zaprezentował SN w omawianej wyżej uchwale z 28 kwietnia 2022 roku, dotyczącej problemu tzw. kredytów frankowych[1459]. Sąd Najwyższy wprawdzie wskazał, że w prawie polskim nie ma normy, „która pozwalałaby na uzupełnienie stosunku prawnego o kryteria określenia treści świadczenia, gdyby strony powierzyły takie uprawnienie jednej z nich, a same tych kryteriów nie ustaliły" i wobec tego uznał konstrukcję tzw. kredytu frankowego za sprzeczną z naturą stosunku prawnego kredytu indeksowanego do waluty obcej. Z drugiej jednak strony zastrzegł, że takie kryterium może wynikać w szczególnych sytuacjach nie tylko „z treści samych oświadczeń woli stron, a z innych czynników, które na podstawie art. 56 k.c. współkształtują treść stosunku prawnego, tj. z zasad współżycia społecznego lub ustalonych zwyczajów". W omawianym zaś w niniejszej pracy przypadku kryterium określenia świadczenia przez drugą stronę umowy lub osobę trzecią można wywnioskować wprost z treści umowy, a jedynie dodatkowo, dla wzmocnienia argumentacji, skorzystać przy konstruowaniu tego miernika z zasad współżycia społecznego i ustalonych zwyczajów.

Nadto, przy ocenie omawianych postanowień kontraktów na różnicę należy brać pod uwagę szczególny typ umowy, jakim jest kontrakt na różnicę. Wskazana umowa jest zawierana na rynku kapitałowym, przez inwestorów, którzy chcą albo zarobić na wahaniach kursów instrumentów bazowych (spekulacja) albo zabezpieczyć się przed tymi wahaniami (hedging). Zawarcie kontraktu na różnicę wiąże się z dużym ryzykiem – jest to umowa losowa, stanowiąca rodzaj zakładu. Siłą rzeczy zatem nie jest zawierana powszechnie, lecz wyłącznie przez osoby zainteresowane „grą giełdową". Nie można więc wprost odnosić uwag orzecznictwa i doktryny wyrażonych na gruncie innych umów (sprzedaży, kredytu bankowego) do jednostronnego ustalania wysokości świadczenia w kontraktach na różnicę. Ocena konstrukcji tego kontraktu

[1458] Z. Radwański, K. Mularski, [w:] Z. Radwański, A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2…,* s. 129-130.
[1459] uchwała Sądu Najwyższego z dnia 28 kwietnia 2022 r., sygn. III CZP 40/22, LEX nr 3337513.

przez pryzmat zasad współżycia społecznego i natury (właściwości) stosunku prawnego musi być dostosowana do charakteru prawnego tej umowy. Należy zaznaczyć, że inaczej niż w przypadku innych umów (takich jak sprzedaż lub kredyt bankowy), CFDs nie stanowią umów zaspokajających zwykłe konsumpcyjne potrzeby członków społeczeństwa. W przypadku instrumentów pochodnych, takich jak CFDs, zakres swobody w kształtowaniu ich treści przez strony umowy powinien być więc szerszy – nie jest bowiem konieczny taki poziom ochrony stron, jak w przypadku umów zawieranych w sprawach codziennych.

Oczywiście, przyjęte w powyższych rozważaniach pojęcie „ceny rynkowej" jest nieostre, w zależności bowiem od rynku, cena danego aktywu może być różna. Należy jednak pamiętać, że w analizowanych przypadkach świadczenie w umowie CFD nie jest określane przez precyzyjne ustalenie sposobu jego obliczenia w umowie, tylko określane samodzielnie przez jedną ze stron umowy lub osobę trzecią (poprzez dokonywanie kwotowania). Miernik „ceny rynkowej" jest jedynie wskazówką dla podmiotu oznaczającego świadczenie, którą powinien kierować się dokonując tej czynności. Wystarczy zatem, że kwotowanie będzie zbliżone do cen aktywów na rynkach światowych, nie musi zaś odpowiadać cenom obowiązującym na konkretnych rynkach (np. na GPW w Warszawie). Trzeba przy tym przypomnieć, że w doktryna i orzecznictwo, kontynuując tradycję kodeksu zobowiązań, uznaje za ważne umowy powierzające jednej stronie lub osobie trzeciej oznaczenie świadczenia według zasady słuszności, zatem kryterium jeszcze bardziej nieostrego, niż „cena rynkowa".

Za przyjęciem, że charakteryzowana konstrukcja kontraktu na różnicę mieści się w granicach swobody umów przemawia także fakt, że firma inwestycyjna (dostawca płynności), dokonując kwotowania, określa tabelę z wartościami instrumentów bazowych, która ma zastosowanie do relacji kontraktowych ze wszystkimi klientami tej firmy inwestycyjnej. Tabela z kursami instrumentów bazowych pełni zatem rolę swoistego cennika. W doktrynie wyrażono zaś na gruncie art. 536 k.c. pogląd, że jeśli strony umowy sprzedaży ustaliły cenę jako cenę z cennika sprzedawcy z chwili wykonania umowy, to nie można rozumieć tego jako umówienie się na cenę określoną według swobodnego uznania sprzedawcy. Należy bowiem wziąć pod uwagę, że cennik obowiązuje wszystkich klientów sprzedawcy, zatem mechanizm rynkowy sprawia, że sprzedawca nie może zawyżyć swoich cen, gdyż straci klientelę[1460]. Podobne stanowisko wyrażano niekiedy w judykaturze odnośnie do problemu jednostronnego ustalania przez bank tabel walutowych, mających wpływ na wysokość obciążenia kredytowego w

[1460] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV…,* s. 125.

kredytach frankowych, o czym wcześniej wspominano[1461]. Przedstawiona argumentacja ma zastosowanie także w przypadku kontraktów na różnicę. Firma inwestycyjna, dokonując kwotowania, nie może zupełnie dowolnie ustalić ceny bieżącej danego instrumentu bazowego, gdyż ogranicza ją w sposób obiektywny mechanizm rynkowy. Ilustracją powyższej sytuacji może być następujący przykład. Firma inwestycyjna, funkcjonująca w formule *market maker*, zawiera CFD opiewające na cenę ropy ze swoim klientem, który zajmuje w tym kontrakcie „długą pozycję" (czyli „kupuje na termin"). W związku z powyższym, firmie inwestycyjnej opłaca się zaniżać bieżącą cenę ropy, gdyż jeżeli spadnie ona poniżej ceny po której doszło do zawarcia transakcji, wówczas, w chwili „zamknięcia pozycji" to klient będzie zobowiązany do spełnienia świadczenia na rzecz firmy inwestycyjnej. Firmy inwestycyjne zawierają jednak setki kontraktów na różnicę ze swoimi klientami i jest wielce prawdopodobne, że w innych kontraktach na różnicę na cenę ropy ta sama firma inwestycyjna zajmuje odwrotną pozycję. Wówczas, jeśli chciałaby manipulować kwotowaniem, zyskałaby na jednej transakcji, ale automatycznie straciłaby na innej. Nadto, oderwanie ceny ropy, którą „kwotuje" dana firma inwestycyjna od realiów rynkowych odstręczałaby potencjalnych klientów, którzy chcieliby zawrzeć kontrakt na różnicę z daną firmą inwestycyjną. Wreszcie, umożliwiałoby to zawarcie kontraktu na różnicę przez klienta po cenie zaniżonej – w takiej sytuacji mógłby on zająć długą pozycję wiedząc, że cena w przyszłości musi być podwyższona dla wyrównania z cenami rynkowymi – wówczas taki klient odnotowałby zysk kosztem firmy inwestycyjnej.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty należy uznać, że konstrukcja kontraktów na różnicę mieści się w granicach zasady swobody umów, o ile z treści tych umów można wywieść kryteria, według których dokonywane jest kwotowanie. Trzeba bowiem stwierdzić, że w CFDs na wysokość świadczenia, a także fakt, która strona w ogóle będzie zobowiązana do jego spełnienia, wpływ ma jedna ze stron tej umowy (ew. współpracująca z nią osoba trzecia – tzw. dostawca kwotowań), poprzez bieżące ustalanie cen instrumentów bazowych (tj. kwotowanie). Pozostawienie dowolności firmie inwestycyjnej (lub osobie trzeciej) w sposobie dokonywania kwotowania oznaczałoby, że kontrakt na różnicę jest sprzeczny z naturą stosunku zobowiązaniowego, gdyż w żadnym stosunku zobowiązaniowym dłużnik nie może zobowiązać się do zapłaty kwoty, którą w przyszłości dowolnie wskaże wierzyciel (lub osoba trzecia). Taka konstrukcja byłaby również sprzeczna z zasadami współżycia społecznego, gdyż rażąco godziłaby w słuszność kontraktową. Trudno byłoby bowiem o bardziej jaskrawy przykład

[1461] Zob. wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 kwietnia 2023 r., sygn. II CNPP 11/22, LEX nr 3592359; wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 listopada 2019 r., sygn. I ACa 674/18, LEX nr 2809495.

nierównomiernego rozłożenia korzyści i ciężarów między stronami umowy. W takim przypadku zawarta umowa byłaby bezwzględnie nieważna.

Jednocześnie trzeba stwierdzić, że kryterium, według którego druga strona CFD ma dokonywać kwotowania, nie musi być określone wprost w umowie. Wystarczy, by można było wywnioskować je z innych klauzul umownych. Przeprowadzona w rozdziale III analiza dowodzi, że żadna z firm inwestycyjnych, podlegająca badaniu, nie zastrzega wprost w swoim regulaminie, że będzie dokonywała kwotowania według określonego kryterium. Można to kryterium jednak wyprowadzić z pozostałych postanowień tych regulaminów. W związku z tym trzeba uznać, że badane regulaminy firm inwestycyjnych nie dają zupełnej swobody w oznaczaniu bieżącej ceny instrumentów bazowych – druga strona CFD lub osoba trzecia (dostawca kwotowań) jest bowiem ograniczona kryterium cen rynkowych. Drugim, równie ważnym, ograniczeniem w swobodnym kwotowaniu jest mechanizm rynkowy, który nie pozwala na ustalanie cen aktywów bazowych w oderwaniu od realiów ekonomicznych – ceny instrumentów bazowych są bowiem ustalane nie dla pojedynczej transakcji, lecz obowiązują wszystkich klientów firmy inwestycyjnej.

3. Potencjalnie niedozwolone klauzule umowne w kontraktach na różnicę

3.1. Uwagi wprowadzające

Po omówieniu kwestii zgodności konstrukcji kontraktu na różnicę z granicami swobody umów, trzeba przejść do drugiego rodzaju wadliwości czynności prawnej analizowanego w niniejszym rozdziale, tj. zagadnienia niedozwolonych postanowień umownych. Jak stwierdzono w rozdziale IV, klient firmy inwestycyjnej, zawierając kontrakt na różnicę, może mieć status konsumenta. Powyższe ustalenie sprawia, że klientom firm inwestycyjnych przysługuje cały wachlarz instrumentów prawnych służących ochronie ich interesu wynikających z tzw. prawa konsumenckiego. Jednym z tych instrumentów jest możliwość uznania postanowienia umownego za niedozwolone, a w konsekwencji za bezskuteczne. W związku z tym, celowe w tym miejscu jest rozważenie, czy typowe postanowienia umowne kontraktu na różnicę, jakie zostały zidentyfikowane w rozdziale III, mogą być uznane za niedozwolone. Żeby odpowiedzieć na tak postawione pytanie, w pierwszej kolejności trzeba

omówić ogólne przesłanki uznania danej klauzuli za niedozwoloną, a następnie, przez pryzmat tych ustaleń, ocenić poszczególne klauzule umowne, o których mowa była w rozdziale III. Analizie będą poddane przy tym wyłącznie te typowe klauzule CFDs, które już *prima facie* budzą wątpliwości co do ich uczciwości.

3.2. Przesłanki uznania postanowienia umownego za niedozwolone

Pojęcie „niedozwolonego postanowienia umownego" zostało zdefiniowane w art. 385^1 § 1 k.c., zgodnie z którym „postanowienia umowy zawieranej z konsumentem nieuzgodnione indywidualnie nie wiążą go, jeżeli kształtują jego prawa i obowiązki w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, rażąco naruszając jego interesy (niedozwolone postanowienia umowne). Nie dotyczy to postanowień określających główne świadczenia stron, w tym cenę lub wynagrodzenie, jeżeli zostały sformułowane w sposób jednoznaczny". Powyższy przepis należy odczytywać łącznie z art. 385^1 § 3 k.c., według którego „nieuzgodnione indywidualnie są te postanowienia umowy, na których treść konsument nie miał rzeczywistego wpływu. W szczególności odnosi się to do postanowień umowy przejętych z wzorca umowy zaproponowanego konsumentowi przez kontrahenta".

Przywołane przepisy stanowią implementację dyrektywy Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich[1462], a w szczególności art. 3 ust. 1 tego aktu, zgodnie z którym „warunki umowy, które nie były indywidualnie negocjowane, uznaje się za nieuczciwe, jeśli stojąc w sprzeczności z wymogami dobrej wiary, powodują znaczącą nierównowagę wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta". Jak wielokrotnie podkreślał TSUE, wspomniana dyrektywa opiera się na założeniu, że konsument zwykle stanowi słabszą stroną stosunku prawnego, łączącego go z przedsiębiorcą, a nadto posiada od niego mniejszą wiedzę, stąd często godzi się na takie klauzule umowne, które są dla niego niekorzystne[1463]. W związku z powyższym, celem wymienionej dyrektywy jest wzmocnienie prawnej ochrony konsumenta przez eliminację nieuczciwych warunków z umów zawieranych w obrocie konsumenckim. Co więcej, TSUE w swoich orzeczeniach podkreślał, że omawiana regulacja ma również charakter prewencyjny i

[1462] Dz.Urz. UE L z 1993 r. Nr 95, s. 29. Dalej: dyrektywa Rady 93/13/EWG.
[1463] Zob. P. Ruchała, R. Sikorski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II*…, s. 272-273 i wskazane tam orzecznictwo TSUE.

sankcyjny – ma bowiem spowodować zaprzestanie stosowania przez przedsiębiorców nieuczciwych warunków umownych[1464].

Konsekwencją faktu, że przepisy art. 385^1 kc. i nast. stanowią implementację prawa unijnego, jest to, że w procesie wykładni tych przepisów należy brać pod uwagę zasadę prounijnej wykładni prawa. Zgodnie z tą regułą, interpretacja norm prawa krajowego powinna odpowiadać treści i celom dyrektywy, by w ten sposób realizować rezultat zamierzony normą unijną[1465]. Co więcej, w procesie wykładni prawa polskiego należy brać pod uwagę także orzecznictwo Trybunału Sprawiedliwości UE. Jeśli bowiem treść dyrektywy była interpretowana przez TSUE, wówczas sądy polskie są związane nie tylko treścią i celami dyrektywy, ale również jej wykładnią dokonaną przez unijny trybunał[1466].

W doktrynie, w oparciu o art. 385^1 k.c., wymieniane są następujące przesłanki uznania postanowienia umownego za niedozwolone: zawarcie umowy z konsumentem, brak „indywidualnego uzgodnienia" postanowienia umownego, kształtowanie przez postanowienie praw i obowiązków konsumenta w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami i rażąco naruszający jego interesy. Postanowienie nie może także dotyczyć „głównych świadczeń stron", chyba że zostało ono sformułowane niejednoznacznie[1467]. W tym miejscu należy krótko opisać wymienione przesłanki. Oczywiście, przedstawiona charakterystyka, z uwagi na przedmiot niniejszej pracy, będzie jedynie skrótowym zarysem tego zagadnienia. Jej celem jest jedynie ustalenie generalnego rozumienia przywołanego przepisu, by w dalszej kolejności można było przez ten pryzmat ocenić poszczególne, typowe klauzule umowne CFDs.

Jak wynika z pierwszej z wymienionych przesłanek, mechanizm przewidziany w art. 385^1 k.c. dotyczy, co do zasady, umów zawieranych w obrocie konsumenckim. Ma on zatem zastosowanie w każdej sytuacji, gdy osoba fizyczna dokonuje czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową (art. 22^1 k.c.). Nie są istotne przy tym żadne osobiste cechy konsumenta, takie jak: wykształcenie, zawód, stan majątkowy, stan wiedzy[1468]. Dla zastosowania art. 385^1 k.c. irrelewantne jest także to, czy konsument dochował w zawarciu umowy standardu należytej staranności, tj. czy przystaje on do normatywnego

[1464] Wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2012 r., C-618/10, pkt 69, LEX nr 1164386; wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, pkt 83, LEX nr 1455098.
[1465] . P. Ruchała, R. Sikorski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II*…, s. 273-274.
[1466]Zob. uchwała Sądu Najwyższego z dnia 19 listopada 2010 r., sygn. III CZP 79/10; B. Gliniecki, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…,* s. 681.
[1467] W. Popiołek, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I*..., s. 1324.
[1468] P. Ruchała, R. Sikorski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II*..., s. 276-277.

wzorca "właściwie poinformowanego oraz dostatecznie uważnego i rozsądnego przeciętnego konsumenta"[1469].

Trzeba jednak zaznaczyć, że obecnie zakres zastosowania omawianego przepisu został znacząco rozszerzony przez art. 385^5 k.c., dodany do k.c. ustawą z 31 lipca 2019 roku o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia obciążeń regulacyjnych[1470]. Zgodnie ze wspomnianym przepisem, przepisy dotyczące konsumenta, zawarte w art. 385^1–385^3, stosuje się do osoby fizycznej zawierającej umowę bezpośrednio związaną z jej działalnością gospodarczą, gdy z treści tej umowy wynika, że nie posiada ona dla niej charakteru zawodowego, wynikającego w szczególności z przedmiotu wykonywanej przez nią działalności gospodarczej, udostępnionego na podstawie przepisów o Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej (§ 1). Przepisy dotyczące konsumenta, zawarte w art. 385^1–385^3, stosuje się do osoby fizycznej prowadzącej gospodarstwo rolne w rozumieniu art. 6 pkt 4 ustawy z dnia 20 grudnia 1990 r. o ubezpieczeniu społecznym rolników (§ 2). Innymi słowy, z mocy przepisu krajowego, ochrona przysługująca konsumentom na mocy art. 385^1–385^3 k.c. została rozciągnięta również na przedsiębiorców jednoosobowych zawierających umowę w ramach prowadzonej działalności gospodarczej, która nie ma dla nich charakteru zawodowego oraz na rolników indywidualnych.

Drugą przesłanką zastosowania art. 385^1 k.c. jest brak „indywidualnego uzgodnienia" postanowienia umownego. Zgodnie z art. 385^1 § 3 k.c., „nieuzgodnione indywidualnie są te postanowienia umowy, na których treść konsument nie miał rzeczywistego wpływu. W szczególności odnosi się to do postanowień umowy przejętych z wzorca umowy zaproponowanego konsumentowi przez kontrahenta". Dla rozumienia omawianej przesłanki kluczowe znaczenie ma zatem wyjaśnienie pojęcia rzeczywistego wpływu na treść postanowienia umownego przez konsumenta. Można je rozumieć na dwa sposoby. W węższym ujęciu chodzi o te klauzule umowne, na których treść faktycznie wpłynął konsument, np. zaproponował ją, zmodyfikował albo przynajmniej zgodził się na jej pozostawienie bez zmian w toku swobodnych negocjacji. Natomiast w szerszym znaczeniu „rzeczywisty wpływ" obejmowałby każdą sytuację, w której konsument miał możliwość wpływu na klauzulę umowną, nawet jeśli z niej nie skorzystał, z przyczyn, za które odpowiada[1471]. Dla rozstrzygnięcia tego zagadnienia należy odwołać się do art. 3 ust. 1 dyrektywy Rady 93/13/EWG, który zamiast sformułowania „postanowienie indywidualnie uzgodnione"

[1469] Tamże, s. 277.
[1470] Dz.U. z 2019 r. poz. 1495.
[1471] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 273.

posługuje się zwrotem „postanowienie indywidualnie negocjowane". Niewątpliwie zatem postanowienie indywidualnie uzgodnione to taka klauzula, która była przedmiotem negocjacji - zasadne jest więc węższe rozumienie omawianego zwrotu[1472]. Istotne jest przy tym, by konsument miał „rzeczywisty" wpływ na treść postanowienia umownego, zatem by konsument negocjował treść danego postanowienia umownego, miał wpływ na jego brzmienie i zdawał sobie z tego wpływu sprawę[1473].

Zwykle postanowieniami, które nie są uzgodnione indywidualnie, będą zatem: postanowienia wzorców umownych oraz przejęte z wzorca do umowy, klauzule umowy zawieranej przy użyciu formularza, wreszcie – postanowienia indywidualnie narzucone przez przedsiębiorcę[1474]. Należy także podnieść, że drugie zdanie cytowanego wyżej art. 385^1 § 3 k.c., wskazuje, że w szczególności postanowieniami, które nie są uzgodnione indywidualnie, są postanowienia przejęte z wzorców umownych. W ocenie większości doktryny, ustawodawca wprowadził tym przepisem wzruszalne domniemanie prawne nieuzgodnienia indywidualnego postanowień przejętych z wzorca[1475]. Natomiast stosownie do art. 385^1 § 4 k.c., ciężar dowodu, że postanowienie zostało uzgodnione indywidualnie, spoczywa na tym, kto się na to powołuje. Najczęściej powoływać się na to będzie zaś przedsiębiorca, który będzie chciał wyłączyć zastosowanie art. 385^1 k.c.

Kolejną przesłanką, którą należy omówić, jest kształtowanie praw i obowiązków konsumenta w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, rażąco naruszając jego interesy. W zasadzie jest to połączenie ze sobą dwóch odrębnych przesłanek, ściśle się ze sobą powiązanych. Nie ulega wątpliwości, że dla zastosowania art. 385^1 k.c. konieczne jest, by klauzula umowna zarówno była sprzeczna z dobrymi obyczajami, jak i rażąco naruszała interesy konsumenta[1476]. W piśmiennictwie wskazuje się, że pojęcie „dobrych obyczajów" odwołuje się do powszechnie uznanych w społeczeństwie wartości, takich jak: szacunek wobec kontrahenta, lojalność, uczciwość fachowość. Postanowienia umowne godzące w te wartości muszą być uznane za sprzeczne z dobrymi obyczajami[1477]. W orzecznictwie SN uznaje się zwykle za sprzeczne z dobrymi obyczajami te klauzule, które godzą w równowagę kontraktową

[1472] Tamże, s. 273-274.
[1473] P. Ruchała, R. Sikorski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II…,* s. 277.
[1474] A. Kubiak-Cyrul, [w:] M. Załucki (red.), *Kodeks...*, s. 841.
[1475] Zob. W. Popiołek, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I…*, s. 1325-1326 i przywołaną tam literaturę.
[1476] K. Zagrobelny, [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks…*, s. 853.
[1477] A. Olejniczak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna…*, s. 260-261.

stron[1478]. Należy przy tym podkreślić, że wykładnia omawianej przesłanki winna uwzględniać treść implementowanej do prawa polskiego dyrektywy oraz stanowisko zajęte w tej kwestii przez TSUE. Odpowiednikiem „dobrych obyczajów" w dyrektywie Rady 93/13/EWG jest dobra wiara w rozumieniu obiektywnym. Jak wskazywał TSUE, dla oceny, czy doszło do naruszenia dobrej wiary (dobrych obyczajów) istotne jest, „czy przedsiębiorca traktujący konsumenta w sposób sprawiedliwy i słuszny mógłby racjonalnie spodziewać się, iż konsument zgodziłby się na sporne postanowienie wzorca w drodze negocjacji indywidualnych"[1479]. Trzeba stwierdzić, że między stanowiskiem przyjętym w polskiej doktrynie i orzecznictwie, a poglądem wyrażonym przez TSUE nie ma sprzeczności. Formuła zastosowana przez TSUE służy bowiem zbadaniu, czy dane postanowienie jest sprzeczne z dobrymi obyczajami, natomiast kryterium używane przez SN kładzie nacisk na skutek wprowadzenia do umowy takiego postanowienia[1480]. Ostatecznie, jeśli przedsiębiorca nie może się spodziewać, że konsument zgodziłby się na sporne postanowienie wzorca w drodze negocjacji indywidualnych, to taka klauzula z pewnością godzi w równowagę kontraktową stron. Rozważając kwestię zgodności klauzuli umownej z dobrymi obyczajami, nie można przy tym poprzestać jedynie na ocenie jej treści. Stosownie bowiem do art. 385^2 k.c., oceny zgodności postanowienia umowy z dobrymi obyczajami dokonuje się według stanu z chwili zawarcia umowy, biorąc pod uwagę jej treść, okoliczności zawarcia oraz uwzględniając umowy pozostające w związku z umową obejmującą postanowienie będące przedmiotem oceny.

Przesłanka naruszenia interesów konsumenta jest rozumiana w doktrynie i orzecznictwie szeroko. Naruszeniem tym będzie bowiem nie tylko godzenie w sferę majątkową konsumenta, ale także wywołanie innych, negatywnych konsekwencji, takich jak: strata czasu, niewygoda organizacyjna, nierzetelne traktowanie itp[1481]. W literaturze przy tym niekiedy podkreśla się, że naruszenie interesów konsumenta powinno być rażące, tzn. wyraźne, bezsporne, oczywiste, co wynika z językowego brzmienia art. 385^1 k.c[1482]. Takie ujęcie jednak nie jest koherentne z prawem UE. Odpowiednikiem omawianego pojęcia na gruncie dyrektywy Rady 93/13/EWG jest „znacząca nierównowaga wynikających z umowy praw i obowiązków

[1478] Zob. R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 294-295 i przywołane tam orzecznictwo.
[1479] Zob. P. Mikłaszewicz, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 264 i przywołane tam orzecznictwo.
[1480] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 294-295.
[1481] Zob. K. Skubisz-Kępka, [w:] M. Habdas, M. Fras (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 212; W. Popiołek, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I…*, s. 1329-1330 i cytowane tam orzecznictwo oraz literaturę.
[1482] Tak np. P. Ruchała, R. Sikorski, [w:] M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom II*…, s. 280-281.

stron ze szkodą dla konsumenta". Z uwagi na zasadę prounijnej wykładni prawa, przesłankę „rażącego naruszenia interesów" należy zatem rozumieć jako znaczącą nierównowagę na niekorzyść konsumenta rozkładu praw i obowiązków umownych, nie wymagając przy tym szczególnej doniosłości tego naruszenia[1483]. Jak wskazuje przy tym TSUE, punktem odniesienia dla oceny naruszenia równowagi praw i obowiązków między stronami umowy powinny być przepisy dyspozytywne, które miałyby zastosowanie w braku innego uzgodnienia między stronami umowy[1484]. W piśmiennictwie dodaje się, że w braku przepisów dyspozytywnych, należy wziąć pod uwagę ogólne zasady prawa umów i naturę poszczególnych typów umów – tak nazwanych, jak i nienazwanych[1485]. Trzeba przy tym wskazać, że dla oceny sprzeczności z dobrymi obyczajami, jak i rażącego naruszenia interesu konsumenta, istotne znaczenie ma nie tylko treść umowy, ale także okoliczności jej zawarcia. W szczególności, niski stopień transparentności postanowienia umownego może przemawiać za jego niedozwolonym charakterem[1486].

Ostatnią z wymienionych przesłanek zastosowania art. 385^1 k.c. ma charakter negatywny – analizowane postanowienie umowne nie może określać „głównych świadczeń stron", chyba że zostałoby sformułowane w sposób niejednoznaczny. Wymieniona przesłanka implementuje art. 4 ust. 2 dyrektywy Rady 93/13/EWG, zgodnie z którym ocena nieuczciwego charakteru warunków nie dotyczy ani określenia głównego przedmiotu umowy, ani relacji ceny i wynagrodzenia do dostarczonych w zamian towarów lub usług, o ile warunki te zostały wyrażone prostym i zrozumiałym językiem. Zdaniem TSUE, „za warunki umowy, które mieszczą się w pojęciu określenia głównego przedmiotu umowy w rozumieniu tego przepisu, należy uważać te, które określają podstawowe świadczenia w ramach danej umowy i które z tego względu charakteryzują tę umowę. Natomiast warunki, które wykazują charakter posiłkowy względem warunków definiujących samą istotę stosunku umownego, nie mogą być objęte pojęciem określenia głównego przedmiotu umowy w rozumieniu art. 4 ust. 2 dyrektywy 93/13"[1487]. W związku z powyższym w doktrynie zwykle wskazuje się, że postanowieniami określającymi „główne świadczenia stron" będą *essentialia negotii* umów nazwanych oraz

[1483] Zob. R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 301-302 i przywołane tam orzecznictwo i literaturę.
[1484] P. Mikłaszewicz, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 264-265 i przywołane tam orzecznictwo.
[1485] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 304; podobnie wyrok Sądu Najwyższego z dnia 11 października 2007 r., sygn. III SK 19/07, LEX nr 496411, w którym SN postuluje odwołanie się w takiej sytuacji do „dobrych obyczajów w gospodarce rynkowej".
[1486] P. Mikłaszewicz, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 265.
[1487] Wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, pkt 49-50, LEX nr 1455098.

istotne postanowienia umów nienazwanych[1488]. Natomiast w zakresie tego pojęcia nie znajdują się klauzule dotyczące m.in. kosztów transportu, miejsca i czasu wykonania świadczenia, zasad odpowiedzialności lub zakresu obowiązku naprawienia szkody[1489]. Zgodnie ze stanowiskiem TSUE, omawiane sformułowanie należy interpretować zawężająco, gdyż stanowi ono wyjątek od ogólnej zasady kontroli treści nieuczciwych warunków umownych[1490]. Takie założenie przyjmowane jest także w polskim orzecznictwie, czego wyrazem jest choćby ocena, że klauzule waloryzacyjne nie stanowią postanowień określających główne świadczenia stron[1491].

Opisane wyżej wyłączenie opiera się na założeniu, że konsument ma świadomość treści postanowień określających główne świadczenia stron. Jednak założenie to jest zasadne tylko wówczas, gdy wskazane postanowienia są sformułowane w sposób prosty i zrozumiały. Stąd, omawiane przepisy przewidują, że badanie niedozwolonego charakteru postanowienia określającego główne świadczenia stron nie jest wyłączone, jeśli jest ono sformułowane niejednoznacznie. Jak przy tym wskazał TSUE, wymóg transparentności nie może być ograniczony wyłącznie do zrozumiałości pod względem formalnym i gramatycznym, powinien natomiast podlegać wykładni rozszerzającej. W ocenie TSUE, postanowienia umowne mogą być uznane za jednoznaczne, jeżeli na ich podstawie konsument mógł przewidzieć, w oparciu o jednoznaczne i zrozumiałe kryteria, wypływające dla niego z tego faktu konsekwencje ekonomiczne[1492].

Przedstawione powyżej przesłanki zastosowania art. 385^1 mają często bardzo złożony i ocenny charakter. W związku z powyższym, dla ułatwienia ustalenia, czy dane postanowienie ma charakter niedozwolony oraz dla ujednolicenia praktyki orzeczniczej, w art. 385^3 k.c. wprowadzono listę tzw. szarych klauzul umownych[1493]. Wymieniony przepis wskazuje listę 23 klauzul umownych, które, w razie wątpliwości, należy uznawać za niedozwolone. Podobną rolę odgrywa załącznik do dyrektywy Rady 93/13/EWG. Zgodnie z art. 3 ust. 3 przywołanego aktu, załącznik zawiera przykładowy i niewyczerpujący wykaz warunków, które mogą być uznane za nieuczciwe. W ocenie TSUE, wskazany załącznik nie przesądza automatycznie o

[1488] B. Gliniecki, [w:] M. Balwicka-Szczyrba, A. Sylwestrzak (red.), *Kodeks…,* s. 683; A. Olejniczak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna…*, s. 258; W. Popiołek, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I…*, s. 1330.
[1489] A. Olejniczak, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna…*, s. 299.
[1490] Wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, pkt 49, LEX nr 1455098.
[1491] Zob. R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 280 i przywołane tam orzecznictwo; W. Popiołek, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I…*, s. 1330.
[1492] Wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, pkt 71-73, LEX nr 1455098.
[1493] R. Trzaskowski, [w:] J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III…*, s. 308.

niedozwolonym charakterze danej klauzuli, jednak „stanowi istotną przesłankę, na jakiej właściwy sąd może oprzeć swą ocenę nieuczciwego charakteru takiego postanowienia”[1494].

Jeśli spełnione zostaną przesłanki pozytywne zastosowania art. 385[1] k.c., wówczas postanowienie umowne będzie bezskuteczne *ex lege* w stosunku do konsumenta. Nie będzie więc wywoływało dla konsumenta skutków prawnych, o ile powoła się on na tę bezskuteczność. Natomiast strony są związane umową w pozostałym zakresie (art. 385[1] § 2 k.c.), chyba że byłoby to niemożliwe w świetle prawa krajowego (art. 6 ust. 1 dyrektywy Rady 93/13/EWG).

3.3 Jednostronne określenie cen instrumentów bazowych jako niedozwolone postanowienie umowne

W rozdziale III niniejszej pracy, na podstawie przeprowadzonych badań, wyróżniono typowe postanowienia umowne stosowane na polskim rynku kapitałowym przez firmy inwestycyjne oferujące możliwość zawierania kontraktów na różnicę. W tym miejscu należy odpowiedzieć na pytanie, czy mogą być one kwalifikowane jako niedozwolone postanowienia umowne. W tym celu należy wybrane postanowienia umowne ocenić przez pryzmat przesłanek z 385[1] k.c., opisanych we wcześniejszym fragmencie pracy[1495]. Oczywiście, rozważając problem w sposób abstrakcyjny, nie jest możliwe ustalenie, czy umowę zawarto z konsumentem – pierwszą z wymienionych wyżej przesłanek należy pominąć. Do oceny pozostaje zatem, czy postanowienie umowne określało „główne świadczenie stron”, a jeśli tak, to czy zostało sformułowane niejednoznacznie, a także czy było ono uzgodnione indywidualnie oraz czy kształtowało prawo i obowiązki konsumenta w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, rażąco naruszając jego interesy. Tym zagadnieniom poświęcone będą poniższe uwagi.

Wskazaną analizę trzeba rozpocząć od klauzuli mogącej potencjalnie wywoływać najwięcej kontrowersji, tj. przyznającej jednej stronie kontraktu na różnicę lub osobie trzeciej prawo do tzw. kwotowania, a przez to pośrednio określania, która strona umowy będzie

[1494] Wyrok TSUE z dnia 26 kwietnia 2012 r., C-472/10, pkt 26, LEX nr 1135426.
[1495] Zaznaczyć należy, że omówione zostaną wyłącznie wybrane, typowe postanowienia umowne, które mają największe znaczenie praktyczne dla wyniku finansowego klienta i które już *prima facie* budzą wątpliwości, co do ich uczciwości. Dokonany wybór nie przesądza jednocześnie, że inne postanowienia CFD nie mogą być traktowane jako niedozwolone postanowienia umowne.

zobowiązana do spełnienia świadczenia i w jakiej wysokości. Wspomniane postanowienie umowne było już oceniane w niniejszym rozdziale przez pryzmat art. 353^1 k.c. Przeprowadzone rozważania doprowadziły do wniosku, że wzmiankowana konstrukcja mieści się w granicach swobody umów. Powyższa konstatacja nie przesądza jednak, że omawiane postanowienie nie może być uznane za niedozwolone w rozumieniu art. 385^1 k.c. Konsument jest bowiem w sposób szczególny chroniony przed nadużyciem swobody kontraktowania. Postanowienie umowne, które w obrocie gospodarczym traktuje się jako dopuszczalne z uwagi na profesjonalizm obu stron umowy, w obrocie konsumenckim może być uznane za niedozwolone[1496]. Stąd przedstawiony problem należy w tym miejscu rozważyć.

W pierwszej kolejności trzeba odpowiedzieć na pytanie, czy klauzule umowne, które zastrzegają, że kwotowania (czyli określania kursów instrumentów bazowych, po których można otworzyć lub zamknąć pozycję) dokonuje jednostronnie druga strona umowy CFD lub osoba trzecia (dostawca kwotowań), współpracująca z firmą inwestycyjną, określają „główne świadczenia stron". Jak powyżej wskazano, główne świadczenia stron rozumiane są przez TSUE jako „podstawowe świadczenia w ramach danej umowy i które z tego względu charakteryzują tę umowę". W polskiej doktrynie i orzecznictwie wskazana przesłanka najczęściej utożsamiana jest z *essentialia negotii* umów nazwanych lub postanowieniami istotnymi umów nienazwanych. Jak zaś ustalono w rozdziale V, rozliczenie pieniężne między stronami CFD wynikające z różnicy między kursem instrumentu bazowego w chwili zawarcia kontraktu na różnicę i w chwili jej wykonania, stanowi istotne postanowienie umowy nienazwanej, jaką jest kontrakt na różnicę. Wskazywałoby na to konieczność uznania omawianej klauzuli za postanowienie określające główne świadczenie stron. Z drugiej jednak strony, analizowane postanowienie umowne ustala jedynie, w jaki sposób określany jest kurs instrumentu bazowego (tzw. kwotowanie), nie statuując zasady rozliczenia pieniężnego, stanowiącej istotę konstrukcji CFDs. Wobec powyższego, postawiona kwestia może być postrzegana niejednoznacznie.

W tym miejscu trzeba odwołać się do dotychczasowych ustaleń judykatury dotyczących tzw. klauzul przeliczeniowych w kredytach frankowych. Jak już wcześniej wskazano, klauzule zawarte w umowach kredytów walutowych, przewidujące przeliczenie walut według kursów określanych jednostronnie przez bank, są w swym charakterze bardzo zbliżone do postanowień CFDs, które dają prawo jednej stronie kontraktu na różnicę lub osobie trzeciej (dostawcy

[1496] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 maja 2022 r., sygn. II CSKP 314/22, LEX nr 3350313.

kwotowań) do dokonywania kwotowania, czyli ustalania kursów instrumentów bazowych. W obu przypadkach jednostronne określenie kursów ma bezspośrednie przełożenie na wysokość świadczenia drugiej strony umowy.

W orzecznictwie Sądu Najwyższego początkowo dominowało przekonanie, że klauzule przeliczeniowe w kredytach walutowych nie określają „głównych świadczeń stron”[1497]. Sąd Najwyższy bowiem przyjmował, że głównymi świadczeniami stron w tej umowie są: oddanie określonej sumy kredytobiorcy i jej zwrot, zaś omawiana klauzula przeliczeniowa stanowi jedynie dodatkowy mechanizm indeksacyjny[1498]. Sąd Najwyższy zwracał także uwagę na konieczność zawężającej interpretacji pojęcia „głównych świadczeń stron”[1499]. Zmiana tej linii orzeczniczej nastąpiła pod wpływem orzecznictwa TSUE. Trybunał Sprawiedliwości UE w swoich kolejnych wyrokach precyzował, że klauzule dotyczące ryzyka wymiany walutowej określają główny przedmiot umowy tzw. kredytu frankowego[1500]. Wobec powyższego Sąd Najwyższy zmienił swoje zapatrywanie, wychodząc z trafnego założenia, że skoro klauzule kształtujące mechanizm indeksacji określają główne świadczenie kredytobiorcy, to w taki sam sposób należy ocenić również część tej klauzuli, określającej sposób oznaczenia kursu miarodajnego dla przeliczenia walutowego[1501]. Obecnie pogląd, że klauzule kształtujące mechanizm indeksacji (denominacji) w kredytach frankowych określają „główne świadczenia stron” jest w orzecznictwie przyjmowany jednolicie[1502].

Skoro za klauzule określające „główne świadczenia stron” uznano postanowienia określające sposób ustalania kursów walut w tzw. kredytach walutowych, to należy uznać, że tym bardziej takimi klauzulami są postanowienia CFDs ustalające sposób dokonywania

[1497] Zob. wyrok Sądu Najwyższego z dnia 22 stycznia 2016 r., sygn. I CSK 1049/14, LEX nr 2008735; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 1 marca 2017 r., sygn. IV CSK 285/16, LEX nr 2308321; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 14 lipca 2017 r., sygn. II CSK 803/16, LEX nr 2369626; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 24 października 2018 r., sygn. II CSK 632/17, LEX nr 2567917; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 13 grudnia 2018 r., sygn. V CSK 559/17, LEX nr 2618543; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 lutego 2019 r., sygn. II CSK 19/18, LEX nr 2626330; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 29 października 2019 r., sygn. IV CSK 309/18, LEX nr 2732285.
[1498] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 22 stycznia 2016 r., sygn. I CSK 1049/14, LEX nr 2008735; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 1 marca 2017 r., sygn. IV CSK 285/16, LEX nr 2308321.
[1499]Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 1 marca 2017 r., sygn. IV CSK 285/16, LEX nr 2308321; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 14 lipca 2017 r., sygn. II CSK 803/16, LEX nr 2369626.
[1500] Wyrok TSUE z dnia 20 września 2017 r., C-186/16, LEX nr 2355193, pkt 37; wyrok TSUE z dnia 20 września 2018 r., C-51/17, LEX nr 2600174, pkt 68; wyrok TSUE z dnia 14 marca 2019 r., C-118/17, LEX nr 2631770, pkt 48; wyrok TSUE z dnia 3 października 2019 r., sygn. C-260/18, pkt 44, LEX nr wyrok TSUE z dnia 3 października 2019 r., sygn. C-260/18, LEX nr 2723333.
[1501] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 11 grudnia 2019 r., sygn. V CSK 382/18, LEX nr 2771344, podobnie: wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 maja 2019 r., sygn. I CSK 242/18, LEX nr 2690299; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 listopada 2019 r., II CSK 483/18, LEX nr 2744159; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 3 lutego 2022 r., sygn. II CSKP 459/22, LEX nr 3303544.
[1502] P. Asłanowicz, *Kredyty waloryzowane do waluty obcej w praktyce orzeczniczej*, Warszawa 2023, s. 164.

kwotowania (kształtowania kursów instrumentów bazowych). O ile bowiem można rozważać, czy w umowie kredytu frankowego wymiana walutowa stanowi element dodatkowy w stosunku do oddania sumy pieniężnej kredytobiorcy i jej zwrotu, o tyle w kontrakcie na różnicę element różnicy kursowej instrumentów bazowych jest dla tej umowy charakterystyczny i świadczy o jej istocie. W związku z tym, także część tego postanowienia dotycząca określania wysokości kursów instrumentów bazowych (tzw. kwotowanie) musi być uznana za klauzulę określającą „główne świadczenia stron" - w tym wypadku bowiem nie da się jej odseparować od pozostałej części postanowienia ustalającej świadczenie w umowie CFD. Powierzenie bowiem jednej stronie umowy lub osobie trzeciej oznaczenia świadczenia jest niczym innym, jak sposobem oznaczenia świadczenia w umowie. Skoro zatem postanowienie wprost określające świadczenie (np. zapłata danej kwoty) jest klauzulą określającą główne świadczenie strony, to tak samo należy kwalifikować klauzulę oznaczającą świadczenie przez powierzenie jego ustalenia osobie trzeciej lub drugiej stronie umowy.

Uznanie omawianego postanowienia umownego za określające „główne świadczenia stron" nie przekreśla możliwości zastosowania art. 385^1 k.c., o ile to postanowienie zostanie sformułowane w sposób niejednoznaczny. Wobec powyższego konieczne jest zbadanie, czy analizowane postanowienie umowne kontraktów na różnicę ma charakter transparentny. W tym względzie również należy odnieść się w pierwszej kolejności do orzecznictwa wypracowanego na kanwie kredytów walutowych. Klauzule przeliczeniowe w kredytach frankowych zwykle odsyłały wyłącznie do tabeli kursowej banku, nie wskazując kryteriów, jakie miały służyć do określania kursu walut. Podobnie zaś skonstruowane są postanowienia CFD – również powierzają kwotowanie jednej stronie umowy lub osobie trzeciej (dostawcy kwotowań), jednocześnie nie precyzując, w jaki sposób te podmioty mają określić kursy instrumentów bazowych.

Należy przy tym przypomnieć, że zgodnie z wyżej cytowanym orzecznictwem TSUE, wymóg jednoznaczności nie może być ograniczony wyłącznie do zrozumiałości pod względem formalnym i gramatycznym. W ocenie TSUE, postanowienia umowne mogą być uznane za jednoznaczne, jeżeli na ich podstawie konsument mógł przewidzieć, w oparciu o jednoznaczne i zrozumiałe kryteria, wypływające dla niego z tego faktu konsekwencje ekonomiczne[1503]. Z powyższej konstatacji TSUE wywiódł, że „treść klauzuli umowy kredytu zawartej między przedsiębiorcą a konsumentem ustalającej cenę zakupu i sprzedaży waluty obcej, do której

[1503] Wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, pkt 71-73, LEX nr 1455098.

kredyt jest indeksowany, powinna, na podstawie jasnych i zrozumiałych kryteriów, umożliwić właściwie poinformowanemu oraz dostatecznie uważnemu i racjonalnemu konsumentowi zrozumienie sposobu ustalania kursu wymiany waluty obcej stosowanego w celu obliczenia kwoty rat kredytu, w taki sposób, aby konsument miał możliwość w każdej chwili samodzielnie ustalić kurs wymiany stosowany przez przedsiębiorcę”[1504]. Trybunał argumentował, że konsument jest stroną słabszą niż przedsiębiorca, w związku z czym powinien zostać poinformowany prostym i zrozumiałym językiem, jest są kryteria ustalania przez bank tabeli z kursami walut. W przeciwnym razie bowiem konsument, w ocenie TSUE, nie rozumiałby dostatecznie, do czego się zobowiązuje w umowie[1505]. Z tą oceną koresponduje także jednolite w tej mierze orzecznictwo Sądu Najwyższego, z którego wynika, że klauzule przeliczeniowe w umowach kredytów walutowych nie spełniają kryterium przejrzystości[1506].

Poczynione uwagi jednoznacznie przemawiają za uznaniem, że klauzule w kontraktach na różnicę, zgodnie z którymi druga strona CFD lub osoba trzecia (dostawca kwotowań) ma prawo do określania kursów instrumentów bazowych, są sformułowane niejednoznacznie. Nie informują bowiem konsumenta „prostym i zrozumiałem językiem”, jakie są kryteria kwotowania, a nawet więcej – w ogóle takich kryteriów nie wskazują. W związku z tym, mimo że omawiane klauzule określają „główne świadczenia stron”, to nie jest wykluczone uznanie ich za niedozwolone postanowienia umowne, z uwagi na fakt, że nie są one formułowane jednoznacznie.

Powyższe sprawia, że w tym miejscu konieczne jest rozważenie pozostałych przesłanek zastosowania art. 385^1 k.c. Z pewnością należy przyjąć, że omawiane klauzule nie są uzgodnione indywidualnie. Są one bowiem zawarte w regulaminach przyjmowanych przez firmy inwestycyjne, które mają charakter wzorców umów w rozumieniu art. 384 k.c. Jak zaś wcześniej wskazano, takie postanowienia są sztandarowym przykładem klauzul, które nie są „uzgodnione indywidualnie”.

Pozostaje więc do rozważenia, czy analizowane postanowienia umowne są sprzeczne z dobrymi obyczajami i rażąco naruszają interes konsumenta, mając w pamięci, że przytoczone sformułowania należy interpretować w zgodzie z odpowiadającymi im przesłankami z art. 3 ust. 1 dyrektywy Rady 93/13/EWG, tj. sprzeczności z wymogami dobrej wiary, powodującej

[1504] Wyrok TSUE z dnia 18 listopada 2021 r., C-212/20, LEX nr 3256973, pkt 55.
[1505] Wyrok TSUE z dnia 18 listopada 2021 r., C-212/20, LEX nr 3256973, pkt 53-54.
[1506] Zob. przykładowo: wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 maja 2019 r., sygn. I CSK 242/18, LEX nr 2690299; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 listopada 2019 r., II CSK 483/18, LEX nr 2744159; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 3 lutego 2022 r., sygn. II CSKP 459/22, LEX nr 3303544.

znaczącą nierównowagę wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta.

Po raz kolejny w pierwszej kolejności trzeba odwołać się do dorobku orzeczniczego TSUE i Sądu Najwyższego, wypracowanego na kanwie tzw. klauzul przeliczeniowych w kredytach walutowych. Trybunał Sprawiedliwości UE przesądził, że przy wykładni obu pojęć użytych art. 3 ust. 1 dyrektywy Rady 93/13/EWG, tj. „dobrej wiary" oraz „równowagi stron", należy brać pod uwagę, czy spełnione zostało kryterium przejrzystości postanowienia umownego[1507]. To z kolei doprowadziło TSUE do uznania, że, co do zasady, postanowienie umowne, zgodnie z którym bank samodzielnie ustala kurs waluty, według którego zostaje przeliczone zadłużenie kredytobiorcy, stanowi nieuczciwy warunek umowny, ponieważ konsument nie może ustalić samodzielnie w każdej chwili kursu wymiany stosowanego przez bank[1508]. Podobnie ta klauzula oceniana jest w orzecznictwie Sądu Najwyższego[1509]. W swoich judykatach SN podkreślał, że analizowana klauzula, pozwalająca na arbitralne ustalenie przez bank tabeli kursowej, prowadzi do „naruszenia równorzędności stron umowy przez nierównomierne rozłożenie uprawnień i obowiązków między partnerami stosunku obligacyjnego"[1510]. W części orzeczeń stwierdzono także, że takiej oceny nie zmienia fakt, że „swoboda banku w ustaleniu wysokości kursu jest w jakiś sposób ograniczona, przez wprowadzenie pewnych elementów obiektywnych przy jego określaniu, jeżeli nie precyzuje ona wszystkich czynników ustalanych przez bank w celu oznaczenia kursu wymiany"[1511]. Zatem, zgodnie z przywołanym dorobkiem judykatury, postanowienia umowne, dające prawo bankom do określania tabel kursowych mających wpływ na wysokość zadłużenia kredytobiorców, stanowią niedozwolone klauzule umowne, chyba że wskazują wszystkie kryteria, przy pomocy których bank określa wysokość kursu danej waluty.

Analogicznie trzeba ocenić klauzule zawarte w kontraktach na różnicę, przewidujące, że kursy instrumentów bazowych określane będą przez drugą stronę CFD lub osobę trzecią (dostawcę kwotowań). Są one sprzeczne z dobrymi obyczajami, gdyż firma inwestycyjna, traktująca swojego klienta w sposób sprawiedliwy i słuszny, nie mogłaby się spodziewać, że

[1507] Wyrok TSUE z dnia 3 października 2019 r., C-621/17, LEX nr 2723797, pkt 49; wyrok TSUE z dnia 10 czerwca 2021 r., sygn. C-609/19, LEX nr 3183142, pkt 62.
[1508] Wyrok TSUE z dnia 18 listopada 2021 r., C-212/20, LEX nr 3256973, pkt 64.
[1509] Zob. P. Asłanowicz, *Kredyty…*, s. 175 i wskazane tam orzecznictwo.
[1510] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 29 października 2019 r., sygn. IV CSK 309/18, LEX nr 2732285; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 listopada 2019 r., sygn. II CSK 483/18, LEX nr 2744159.
[1511] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 8 listopada 2022 r., sygn. II CSKP 1153/22, LEX nr 3437885; wyrok Sądu Najwyższego z dnia 8 listopada 2022 r., sygn. II CSKP 674/22, LEX nr 3437886, postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 29 września 2023 r., sygn. I CSK 130/23, LEX nr 3612252.

konsument zgodziłby się na takie postanowienie w drodze indywidualnych negocjacji. Jest bowiem oczywiste, że przeciętny klient firmy inwestycyjnej wolałby, by kurs instrumentu bazowego, od którego zależy, która strona CFD będzie świadczyć i w jakiej wysokości, określany był w sposób obiektywny, np. przez odniesienie się do cen na określonej giełdzie. Natomiast przyznanie prawa do dokonywania kwotowania drugiej stronie transakcji CFD lub tzw. dostawcy kwotowań, bez określenia kryteriów, które mają stosować przy ustalaniu kursów, musiałoby w toku indywidualnych negocjacji budzić sprzeciw „właściwie poinformowanego oraz dostatecznie uważnego i rozsądnego przeciętnego konsumenta".

Omawiane postanowienia umowne CFDs prowadzą także do „rażącego naruszenia interesów konsumenta" rozumianego jako „znacząca nierównowaga wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta". Jak wskazano powyżej, punktem odniesienia dla oceny tej przesłanki winny być przepisy dyspozytywne, a w ich braku - ogólne zasady prawa. W związku z powyższym trzeba uznać, że każde powierzenie określenia świadczenia drugiej stronie umowy, nawet jeśli dokonywane jest ono pośrednio – przez ustalanie kursów instrumentów bazowych, powoduje znaczącą nierównowagę praw i obowiązków stron. Podobnie należy ocenić postanowienie przewidujące, że świadczenie ma określić osoba trzecia, wybrana zasadniczo przez jedną ze stron umowy. Taka sytuacja ma miejsce, gdy strony CFD powierzają kwotowanie osobie trzeciej – dostawcy kwotowań, która jest podmiotem wybieranym, co do zasady, przez firmę inwestycyjną. Należy przy tym wskazać, że jakkolwiek przyznanie prawa jednej stronie umowy lub osobie trzeciej jest dopuszczalne na gruncie prawa polskiego i mieści się w granicach swobody umów z art. 353^1 k.c., co stwierdzono we wcześniejszej części niniejszego rozdziału, o tyle należy określić ten sposób za wyjątek od zasady, że świadczenie winno być określone wprost lub przez wskazanie obiektywnych podstaw jego wyliczenia. Dowodzi tego brak w obowiązujących przepisach odpowiedników art. 59 k.z. oraz 297 k.z., a także wynikająca z tego braku powściągliwość nowszego orzecznictwa w stosunku do tego rodzaju sposobu oznaczenia świadczenia, opisana we wcześniejszym fragmencie niniejszego rozdziału. Skoro tak, to omawiana typowa klauzula umowna CFD jest mniej korzystna, niż postanowienie, które wynikałoby z ogólnych zasad prawa (podstawowych sposobów określania świadczenia w umowie), stąd należy uznać ją za wywołującą znaczącą nierównowagę praw i obowiązków na niekorzyść konsumenta.

Prezentowaną argumentację wzmacnia ustalona wcześniej niejednoznaczność analizowanego postanowienia umownego, która wynika z braku wskazania kryteriów, według których następuje określenie kursów instrumentów bazowych. Jak zaś wyżej zaznaczono,

według TSUE, brak spełnienia kryterium przejrzystości przez klauzulę umowną ma wpływ na ocenę, czy jest ono sprzeczne zarówno z dobrą wiarą, jak i równowagą stron. Wyrażonej oceny nie może łagodzić fakt, że wszystkie analizowane w rozdziale III regulaminy firm inwestycyjnych przewidywały, że strony CFD mogą odstąpić od umowy, jeśli kwotowanie różni się o określoną wielkość od kwotowania dokonanego przez wskazany podmiot, zwany „instytucją referencyjną". Nie jest to bowiem równoznaczne z ustaleniem kryterium kwotowania. Taka klauzula bowiem nie przewiduje, że określenie kursów instrumentów bazowych będzie następowało po cenach wskazanych przez daną instytucję referencyjną. Nadto, nie oznacza ona również, że kwotowanie nie może różnić się o określoną wielkość od kwotowania danej instytucji referencyjnej, a zapewnia jedynie prawo do odstąpienia w takiej sytuacji od umowy. To w oczywisty sposób jest mniej korzystne dla konsumenta, gdyż w konkretnej sprawie może się on nie zorientować, że doszło do błędnego kwotowania i nie skorzystać z prawa do odstąpienia od umowy. Nic nie stoi przy tym na przeszkodzie, by regulaminy firm inwestycyjnych, zamiast powierzać kwotowanie jednej ze stron CFD lub osobie trzeciej (dostawcy kwotowań), określały oznaczenie kursów instrumentów bazowych przez odwołanie się do kwotowania określonej instytucji referencyjnej (np. GPW w Warszawie) z ewentualnym doliczeniem stałego *spreadu*. W ten sposób świadczenie byłoby określone w taki sposób, że konsument mógłby w każdej chwili ustalić kurs stosowany przez drugą stroną CFD i ocenić potencjalne skutki ekonomiczne zawartej przez niego umowy. Byłoby to zatem zgodne z wymogami stawianymi przez TSUE. Taki kształt klauzuli umownej uniemożliwiłby uznanie jej za niedozwolone postanowienie umowne.

Wreszcie, za przyjętą wyżej oceną przemawia treść art. 385^3 pkt 20 k.c., zgodnie z którym w razie wątpliwości uważa się, że niedozwolonymi postanowieniami umownymi są te, które w szczególności przewidują uprawnienie kontrahenta konsumenta do określenia lub podwyższenia ceny lub wynagrodzenia po zawarciu umowy bez przyznania konsumentowi prawa odstąpienia od umowy. Za takie postanowienie należy uznać omawianą klauzulę CFD, gdyż pozwala firmie inwestycyjnej na określenie świadczenia przypadającego od klienta poprzez kształtowanie tabeli kursowej, zaś prawo do odstąpienia od umowy przyznaje jedynie wówczas, gdy kwotowanie będzie niezgodne o określoną wielkość w stosunku do kursów przyjętych przez daną instytucję referencyjną. Uznanie omawianego postanowienia za „szarą klauzulę" o której mowa w art. 385^3 k.c. również przemawia za stwierdzeniem, że stanowi ono niedozwolone postanowienie umowne.

Wyrażone w tym miejscu stanowisko nie pozostaje w sprzeczności z wcześniej przyjętym poglądem, w myśl którego analizowane postanowienie umowne mieści się w granicach swobody umów. Należy bowiem pamiętać, że zgodność z zasadą swobody umów, mającą zastosowanie do wszelkich zobowiązaniowych stosunków prawnych nie oznacza, że dane postanowienie nie może być uznane za wadliwe według przepisów tzw. prawa konsumenckiego. Powyższe wynika z faktu, że konsument jest stroną szczególnie chronioną w systemie prawa cywilnego, stąd instrumenty prawne służące tej ochronie są dalej idące, niż te, które mają zastosowanie do wszystkich rodzajów obrotu cywilnoprawnego. Ponadto, wykładnia art. 385^1 k.c. musi uwzględniać orzecznictwo TSUE, które formułuje szczególne zasady ochrony konsumenta. We wcześniejszym fragmencie niniejszego rozdziału uznano, że analizowane postanowienie umowne kontraktów na różnicę mieści się w granicach swobody umów, gdyż wykładnia tych umów pozwala na uznanie, że strony powierzają dokonanie kwotowania jednej ze stron CFD lub osobie trzeciej (dostawcy kwotowań) według kryterium „cen rynkowych". Takie rozumowanie w odniesieniu do oceny niedozwolonego charakteru postanowienia umownego nie byłoby jednak prawidłowe. Po pierwsze, nie jest to kryterium wystarczająco precyzyjne. Po drugie, TSUE zakwestionował możliwość dokonywania zmiany nieuczciwego warunku umownego poprzez jego wykładnię, w celu wykluczenia jego nieuczciwego charakteru[1512]. Takie stanowisko Trybunał wyraził w wyroku stanowiącym odpowiedź na pytanie, czy możliwa jest interpretacja postanowienia umowy kredytu walutowego, zgodnie z którą nieuczciwa klauzula indeksacyjna, odwołująca się do tabeli kursowej banku, mogłaby być rozumiana jako przewidująca przeliczanie waluty obcej według jej „wartości rynkowej". Na tak postawione pytanie Trybunał odpowiedział przecząco, argumentując, że osłabiłoby to odstraszający cel dyrektywy Rady 93/13/EWG. Zatem, z uwagi na sankcyjny charakter dyrektywy Rady 93/13/EWG, w przypadku CFDs nie można przy pomocy zasad wykładni umów ustalić kryteriów kwotowania, które wykluczyłyby nieuczciwość omawianego postanowienia umownego. Z powyższego można wyprowadzić także wniosek o charakterze generalnym. O ile na gruncie ogólnych regulacji prawa cywilnego dyrektywą wykładni oświadczeń woli jest zasada *favor contratus*, dająca prymat autonomii woli stron umowy, pozwalająca niekiedy na utrzymanie umowy w mocy, o tyle w stosunkach konsumenckich pierwszeństwo przed tą zasadą ma cel dyrektywy Rady 93/13/EWG, który polega na zniechęcaniu przedsiębiorców do stosowania nieuczciwych warunków umownych przez uznawanie ich za bezskuteczne wobec konsumentów.

[1512] Wyrok TSUE z dnia 18 listopada 2021 r., C-212/20, LEX nr 3256973, pkt 68-70.

Na ocenę niedozwolonego charakteru omawianego postanowienia nie ma także wpływu fakt, że podmiot dokonujący kwotowania, wykonując zawartą umowę, może czynić to rzetelnie, zgodnie z cenami rynkowymi. Zarówno bowiem w orzecznictwie TSUE, jak i Sądu Najwyższego utrwalony jest pogląd, że oceny, czy postanowienie umowne jest niedozwolone dokonuje się według stanu z chwili zawarcia umowy[1513]. Nie ma zatem znaczenia, w jaki sposób faktycznie zawarta umowa była wykonywana. Przywołany pogląd ma oparcie zarówno w treści odnośnych przepisów (art. 4 ust. 1 dyrektywy Rady 93/13/EWG, art. 385^2 k.p.c.), jak i w ich celu, tj. zniechęcaniu przedsiębiorców do stosowania nieuczciwych warunków umownych.

Wobec powyższego trzeba uznać, że klauzule zawarte w regulaminach firm inwestycyjnych, przewidujące, że kwotowania dokonuje druga strona CFD lub osoba trzecia (dostawca kwotowań) są niedozwolonymi postanowieniami umownymi. Z uwagi na konieczność ochrony konsumentów oraz pewność obrotu trzeba postulować, by firmy inwestycyjne zaprzestały ich stosowania. Ustalenie kursu instrumentu bazowego powinno polegać na odwołaniu się do obiektywnego wzorca – np. ceny na określonej giełdzie. Wówczas konsument mógłby w każdym czasie ustalić kurs danego instrumentu bazowego oraz porównać kurs podawany przez firmę inwestycyjną z kursem, który został określony przez podmiot zewnętrzny, niepowiązany z firmą inwestycyjną.

3.4 Klauzule dotyczące *spreadu* jako niedozwolone postanowienia umowne

Po omówieniu najważniejszego problemu dotyczącego treści kontraktów na różnice, tj. sposobu kwotowania, można przejść do rozważenia niedozwolonego charakteru innych postanowień umownych. Choć mają one mniej fundamentalne znaczenie z punktu widzenia konstrukcji CFD, to jednak w konkretnych przypadkach mogą decydować o wyniku finansowym konsumenta. Stąd w tym miejscu wybrane klauzule należy przeanalizować.

Jak wynika z ustaleń poczynionych w rozdziale III, wszystkie firmy inwestycyjne, w przyjmowanych przez siebie regulaminach, regulują kwestie *spreadu,* tj. różnicy między ceną sprzedaży a ceną kupna danego aktywu. Wskazana różnica stanowi dodatkowe wynagrodzenie

[1513] Wyrok TSUE z dnia 26 stycznia 2017 r. C-421/14, LEX nr 2192557, pkt 73-75; wyrok TSUE z dnia 18 listopada 2021 r., C-212/20, LEX nr 3256973, pkt 76-77; uchwała Sądu Najwyższego z dnia 20 czerwca 2018 r. III CZP 29/17, LEX nr 2504739.

firmy inwestycyjnej. Postanowienia umowne dotyczące tej kwestii *prima facie* mogą wydawać się kontrowersyjne, należy więc zbadać, czy mogą być one uznane za niedozwolone postanowienia umowne.

Przeprowadzona w rozdziale III analiza doprowadziła do wniosku, że uregulowanie *spreadu* w regulaminach firm inwestycyjnych różni się, w zależności od modelu, w jakim funkcjonuje firma inwestycyjna. Jeśli działa jako *market maker*, wówczas zwykle regulaminy przewidują, że *spread* może mieć charakter stały lub zmienny. W pierwszej kolejności trzeba rozważyć klauzule dotyczące *spreadu* zmiennego. Ten rodzaj *spreadu* jedna z firm inwestycyjnych zdefiniowała jako odzwierciedlający panujące warunki rynkowe oraz zmienność cen instrumentów bazowych, z zaznaczeniem, że podlega on ciągłym zmianom[1514]. Trzeba zatem wskazać, że wzmiankowany rodzaj *spreadu* umożliwia firmie inwestycyjnej jego jednostronne rozszerzenie, co jest równoznaczne z możliwością jednostronnego powiększenia swojego wynagrodzenia kosztem klienta. Z kolei *spread* stały to określona wartość, którą dolicza firma inwestycyjna do kursu instrumentu bazowego. Nawet jednak przy stałym *spreadzie*, badane regulaminy zastrzegały katalog okoliczności, w których może być zmieniony przez firmę inwestycyjną. Wśród takich okoliczności wymieniane są np. „ponadprzeciętna zmienność cen instrumentów bazowych", „niska płynność instrumentów bazowych", „nieoczekiwane zdarzenia polityczne i gospodarcze". Wreszcie, gdy firma inwestycyjna działa jako pośrednik, wówczas w swoich regulaminach najczęściej wskazuje, że przekazuje ona *spready* ustalane od dostawcy płynności. W tej sytuacji regulaminy zwykle w ogóle bliżej nie określają, w jaki sposób określana jest wysokość *spreadu.*

Trzeba przy tym przypomnieć, że na wynik finansowy klienta zawierającego kontrakt na różnicę wpływ ma różnica między ceną, po której dochodzi do zawarcia umowy (otwarcie pozycji), a ceną z chwili jej wykonania (zamknięcie pozycji). Zwiększenie przez firmę inwestycyjną w trakcie trwania kontraktu na różnicę *spreadu* może wywołać różne skutki. Jeśli cena instrumentu bazowego wzrasta/spada zgodnie z przewidywaniami klienta, powiększenie *spreadu* zmniejszy zysk klienta, natomiast gdy klient nietrafnie przewidział trend rynkowy, wówczas taka operacja zwiększy jego stratę. W pewnych okolicznościach zwiększenie *spreadu* może także zdecydować nie tylko o tym, jak wysokie świadczenie należy spełnić w wykonaniu CFD, ale która ze stron kontraktu na różnicę w ogóle będzie zobowiązana do spełnienia świadczenia.

[1514] 6.51-6.52 regulaminu XTB.

Wymienione klauzule należy ocenić przez pryzmat wymienionych wyżej przesłanek zastosowania art. 385^1 k.c. Analizę wypada rozpocząć od stwierdzenia, że klauzule dotyczące *spreadu* nie określają „głównych świadczeń stron". Nie są to bowiem postanowienia istotne tej umowy. W kontrakcie na różnicę strony zobowiązują się do zapłaty różnicy między ceną instrumentu bazowego z dnia zawarcia umowy, a ceną z chwili jej wykonania. Natomiast *spread* jest wyłącznie dodatkowym wynagrodzeniem firmy inwestycyjnej. Jak wskazano wcześniej, w ocenie TSUE, „warunki, które wykazują charakter posiłkowy względem warunków definiujących samą istotę stosunku umownego, nie mogą być objęte pojęciem określenia głównego przedmiotu umowy w rozumieniu art. 4 ust. 2 dyrektywy 93/13"[1515]. Trybunał Sprawiedliwości UE podkreślał także, że wskazane pojęcie należy wykładać zawężająco[1516]. Wobec powyższego, klauzule dotyczące *spreadu*, mimo że wpływają na ostateczny wynik finansowy klienta, nie powinny być uznane, w przypadku kontraktów na różnicę, za określające „główne świadczenia stron".

Nawet jeśliby jednak ocenić tę kwestię odmiennie, nie wyłączałoby to kontroli abuzywności omawianych klauzul. Trzeba bowiem uznać, że wskazane powyżej postanowienia nie są sformułowane jednoznacznie. Przypomnieć należy, że TSUE przyjmuje, iż wymóg przejrzystości nie oznacza tylko obowiązku formułowania postanowień zrozumiałych pod względem gramatycznym, ale takie ich ukształtowanie, by „na ich podstawie konsument mógł przewidzieć, w oparciu o jednoznaczne i zrozumiałe kryteria, wypływające dla niego z tego faktu konsekwencje ekonomiczne"[1517]. Przywołane kryterium z pewnością nie jest spełnione w przypadku klauzul wprowadzających *spread* zmienny. Samo określenie, że odpowiada on „warunkom rynkowym" nie może być uznane za transparentne, gdyż jest to sformułowanie niedookreślone, mogące być rozmaicie interpretowane i dające zasadniczo dowolność firmie inwestycyjnej. Konsument, na podstawie analizowanego postanowienia, nie jest w stanie oszacować wyniku ekonomicznego, jaki może osiągnąć, zawierając CFD. Podobnie należy ocenić te postanowienia, które w ogóle nie precyzują, w jaki sposób ustalany jest *spread*. Sformułowanie, że *spread* określa dostawca płynności, zasadniczo w ogóle nie ustanawia kryteriów jego oznaczenia. Za niejednoznaczne można uznać także niektóre z warunków podwyższenia *spreadu* stałego, jak np. „ponadprzeciętna zmienność cen instrumentów bazowych", „niska płynność instrumentów bazowych", „nieoczekiwane zdarzenia polityczne i

[1515] Wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, pkt 49-50, LEX nr 1455098.
[1516] Wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, pkt 49, LEX nr 1455098.
[1517] Wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, pkt 71-73, LEX nr 1455098.

gospodarcze". Przywołane przesłanki przyznają bowiem zbyt dużą dowolność firmie inwestycyjnej w ich stosowaniu – z pewnością nie są one „jednoznaczne i zrozumiałe".

Wszystkie omawiane powyżej klauzule są zaczerpnięte z wzorców umownych – regulaminów firm inwestycyjnych. Nie ulega więc wątpliwości, że nie są one „indywidualnie uzgodnione". Wobec powyższego, trzeba przejść do rozważenia, czy są one sprzeczne dobrymi obyczajami (dobrą wiarą według dyrektywy Rady 93/13/EWG) i rażąco naruszają interes konsumenta (czy powodują znaczącą nierównowagę praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta jak stanowi dyrektywa Rady 93/13/EWG). Wskazana ocena wypada podobnie jak w przypadku analizy klauzuli dotyczącej kwotowania, omówionej powyżej. Gdy chodzi o ocenę sprzeczności z dobrymi obyczajami, ponownie trzeba wykonać swoisty test zaproponowany przez TSUE, czyli ocenić, czy przedsiębiorca traktujący konsumenta w sposób sprawiedliwy i słuszny mógłby racjonalnie spodziewać się, iż konsument zgodziłby się na sporne postanowienie wzorca w drodze negocjacji indywidualnych"[1518]. W odniesieniu do *spreadu* zmiennego trzeba uznać, że przeciętny konsument nie zgodziłby się w toku negocjacji indywidualnych na taką klauzulę. Przewiduje ona bowiem, że firma inwestycyjna może dowolnie zwiększyć swoje dodatkowe wynagrodzenie (*spread*), przemożnie wpływając tym na wynik finansowy klienta. Podobnie trzeba ocenić te postanowienia, które w ogóle nie precyzują sposobu wyliczenia *spreadu*, wskazując, że określany jest on przez dostawcę płynności. Sprzeczne z dobrymi obyczajami są również klauzule określające w sposób nieostry wypadki, w których firma inwestycyjna może zmienić wysokość spreadu stałego. Nie można bowiem sądzić, by "właściwie poinformowany oraz dostatecznie uważny i rozsądny przeciętny konsument" zgodził się w toku negocjacji na postanowienia, dające tak szeroki zakres uznaniowości przy zmianie *spreadu* stałego. Wszystkie powyższe klauzule wywołują także znaczącą nierównowagę praw i obowiązków stron na niekorzyść konsumenta. Tylko bowiem jednej stronie (firmie inwestycyjnej) przyznają prawo do modyfikacji swojego wynagrodzenia. Strony CFD powinny być obciążone takim samym ryzykiem. Tymczasem, gdy firma inwestycyjna odnotowuje stratę na danej transakcji, może ją zmniejszyć przez podwyższenie *spreadu*, czyli swojego wynagrodzenia dodatkowego. Takiego uprawnienia nie ma zaś konsument-inwestor. Za wskazaną oceną przemawia także, stwierdzony powyżej, brak transparentności tych postanowień.

[1518] P. Mikłaszewicz, [w:] K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA…,* s. 264.

Wobec powyższego należy stwierdzić, że analizowane postanowienia umowne mają charakter niedozwolony. W związku z tym, firmy inwestycyjne powinny wyeliminować je ze stosowanych przez siebie wzorców umownych. Po pierwsze, firma inwestycyjna winna stosować jedynie stały *spread,* gdyż klauzule *spreadu* zmiennego są nieuczciwe w rozumieniu art. 3 ust. 1 dyrektywy Rady 93/13/EWG. Po drugie, firma inwestycyjna może określić katalog wypadków, w których ma prawo do zmiany *spreadu,* jednak muszą być one oznaczone precyzyjnie oraz przewidywać maksymalną wielkość, o jaką może być on zmieniony w danym okresie. Przykładowo, warunek „ponadprzeciętnej zmienności cen instrumentów bazowych" należałoby doprecyzować przez wskazanie wymaganych rozmiarów zmiany w danym czasie na danych rynkach, a nadto przewidzieć maksymalne odchylenie zmienionego *spreadu* względem *spreadu* z chwili zawarcia umowy. Po trzecie, również w sytuacji, gdy firma inwestycyjna funkcjonuje jako pośrednik, winna określać, w jaki sposób dostawca płynności (druga strona CFD) określa *spread.* Konsument nie może być bowiem w gorszej sytuacji przez to, że przy inwestowaniu w CFDs korzysta z usług pośrednika – firmy inwestycyjnej. Omawiane postanowienie umowne dowodzi, że korzystanie przez klientów z usług firm inwestycyjnych działających na rynku Forex w roli pośrednika może stawiać ich w gorszej sytuacji w porównaniu z inwestorami zawierającymi kontrakty na różnicę bezpośrednio z firmą inwestycyjną. Powyższa uwaga może zdawać się paradoksalna, gdyż często firmy inwestycyjne, reklamując sobie usługi, wskazują, że ich zaletą jest funkcjonowanie jako pośrednik, a nie jako druga strona transakcji[1519]. W ten sposób miałoby bowiem dojść do wyeliminowania konfliktu interesów między firmą inwestycyjną a jej klientem. W rzeczywistości jednak konflikt interesów nadal istnieje, tylko przenosi się na płaszczyznę klient-dostawca płynności (często powiązany z firmą inwestycyjną)[1520]. Taki model działania może zaś utrudniać ustalenie obowiązków poszczególnych podmiotów zaangażowanych w transakcję CFD oraz zakresu ich odpowiedzialności, czego przykładem jest niejasna klauzula dotycząca *spreadu* określanego przez dostawcę płynności.

[1519] J. Bąk, W. Pietrzyk*, Rynek…,* s. 33-34.
[1520] Tamże.

3.5. Jednostronne podwyższenie depozytu zabezpieczającego jako niedozwolone postanowienie umowne

Jak ustalono w rozdziale V, depozyt zabezpieczający, powszechnie stosowany w kontraktach na różnicę, jak i innych instrumentach pochodnych, stanowi rodzaj zabezpieczenia roszczenia warunkowego firmy inwestycyjnej, polegający na zablokowaniu określonej ilości pieniędzy klienta na rachunku pieniężnym prowadzonym przez firmę inwestycyjną. Firma inwestycyjna oznacza wysokość należnego depozytu zabezpieczającego w stosunku do każdego z oferowanych kontraktów na różnicę, jako określony ułamek wartości całej transakcji. Zwykle wysokość depozytów zabezpieczających dla określonych transakcji określona jest w osobnym dokumencie, stanowiącym wzorzec umowy z art. 384 k.c.

Analiza przeprowadzona w rozdziale III dowodzi, że każdy z regulaminów firm inwestycyjnych podlegających badaniu przewidywał możliwość jednostronnego podwyższenia wymaganego depozytu zabezpieczającego przez firmę inwestycyjną. Nadto, w każdym z tych regulaminów przewidziano dwa tryby tej zmiany, które można określić jako: zwyczajny i nadzwyczajny. W trybie zwyczajnym, wprowadzona zmiana wchodzi w życie po upływie określonego okresu od jej podjęcia (zwykle 7 dni). Niektóre firmy nie zastrzegają przy tym, w jakich sytuacjach może dojść do zmiany, natomiast inne wskazują katalog takich zdarzeń. Są to jednak często wypadki opisane bardzo ogólnie, np. „zmiany kosztów świadczenia usług" lub „zmiana sposobu wykonywania tych usług". Z kolei w trybie nadzwyczajnym, zmiana wysokości depozytu wchodzi w życie natychmiast po jej wprowadzeniu. Firmy inwestycyjne przy tym zastrzegają katalog wypadków, kiedy mają prawo do takiej zmiany. Zwykle takimi przesłankami są: „nadzwyczajna zmienność cen instrumentów bazowych", „utrata/istotne obniżenie płynności na rynku instrumentów bazowych" lub „inne nadzwyczajne zdarzenie na tym rynku". Podwyższenie wysokości wymaganego depozytu może mieć bardzo poważne skutki dla inwestora – jeśli nie uzupełni depozytu zabezpieczającego, wówczas dojdzie do tzw. przymusowego zamknięcia pozycji, czyli rozliczenia transakcji z mocy decyzji firmy inwestycyjnej.

Przytoczone postanowienia umowne stanowią tzw. klauzule modyfikacyjne, tj. postanowienia umowne, które dają prawo jednej ze stron do zmiany określonych warunków umowy. Samo założenie, że jedna ze stron umowy ma możność jednostronnej zmiany istniejącego stosunku zobowiązaniowego może budzić wątpliwości co do zgodności tej klauzuli z pojęciem słuszności kontraktowej. Stosowanie tych postanowień stanowi bowiem

pewne odstępstwo od zasady *pacta sunt servanda*. Stąd, do przywołanych klauzul należy podchodzić z ostrożnością. Powyższe sprawia, że istotna staje się odpowiedź na pytanie, czy postanowienia przewidujące, że firma inwestycyjna może jednostronnie zmienić wysokość depozytu zabezpieczającego, stanowią niedozwolone klauzule umowne w rozumieniu art. 385^1 k.c. Rozważenie tej kwestii będzie przedmiotem poniższych uwag.

Odwołując się do omawianego wyżej katalogu przesłanek zastosowania art. 385^1 k.c. trzeba stwierdzić, że analizowane klauzule nie są uzgodnione indywidualnie, ponieważ są zawarte we wzorcach umowy – regulaminach firm inwestycyjnych. Ponadto, nie określają one „głównych świadczeń stron" – dotyczą bowiem kwestii sposobu zabezpieczenia roszczenia warunkowego firmy inwestycyjnej. Nie odnoszą się zatem do istotnych elementów umowy, stanowiących o jej charakterze. Wobec powyższego, by ustalić, czy omawiane postanowienia mają charakter niedozwolony pozostaje jedynie zbadać, czy są one sprzeczne z dobrymi obyczajami i rażąco naruszają interes konsumenta.

W celu rozstrzygnięcia tej ostatniej kwestii odnieść się trzeba do orzecznictwa TSUE dotyczącego problemu klauzul modyfikacyjnych. Trybunał Sprawiedliwości, interpretując przepisy dyrektywy Rady 93/13/EWG i jej załącznik[1521], formułował bowiem kryteria, jakie powinny spełniać te klauzule. Analizę należy rozpocząć od wyroku TSUE z dnia 26 kwietnia 2012 roku[1522]. Przywołane orzeczenie dotyczyło postanowienia wzorca umownego stosowanego przez przedsiębiorcę telekomunikacyjnego, zgodnie z którym mógł on obciążyć swoich klientów dodatkowymi kosztami, jeśli płacą oni rachunki przy pomocy przekazu pocztowego. Trybunał uznał, że taka klauzula winna zawierać sposób podwyższenia opłat lub jej powody, a także gwarantować klientowi prawo do wypowiedzenia umowy (pkt 24-26 wyroku). Podobne stanowisko Trybunał zajął w wyroku z dnia 21 marca 2013 roku[1523], w którym musiał ocenić klauzulę zawartą w umowach o dostarczanie gazu, według której przedsiębiorca może podwyższyć cenę gazu, pod warunkiem wcześniejszego powiadomienia klientów i przyznania im prawa do rozwiązania umowy. Trybunał stwierdził, że klauzula umowna pozwalająca na jednostronną zmianę umowy musi spełniać wymogi dobrej wiary, równowagi i przejrzystości (pkt 47). Istotne jest przy tym, w ocenie Trybunału, czy umowa wskazuje „w sposób przejrzysty powody i sposób zmiany opłat związanych ze świadczoną usługą, tak że konsument może przewidzieć, w oparciu o jasne i zrozumiałe kryteria,

[1521] Zwłaszcza pkt 1 lit. j i l oraz pkt 2 lit. b.
[1522] Wyrok TSUE z dnia 26 kwietnia 2012 r., C-472/10, LEX nr 1135426.
[1523] Wyrok TSUE z dnia 21 marca 2013 r., C-92/11, LEX nr 1292122.

ewentualne zmiany tych opłat" (pkt 49). W rozstrzyganej sprawie TSUE zaś uznał, że przywołane postanowienie umowne takich powodów nie zawierało. Kontynuację tej linii orzeczniczej stanowi wyrok TSUE z 26 lutego 2015 roku[1524]. W przywołanej sprawie TSUE oceniał klauzulę z umowy kredytu bankowego, zgodnie z którą bank był uprawniony do zmiany wysokości bieżącej stopy oprocentowania w przypadku wystąpienia „istotnych zmian na rynku finansowym". Trybunał, odwołując się do wcześniej cytowanego orzecznictwa, nakazał sądowi odsyłającemu zbadanie, „czy umowa o kredyt wskazuje w sposób przejrzysty powody i specyfikę mechanizmu zmiany stopy procentowej i związek między tym warunkiem a innymi warunkami dotyczącymi wynagrodzenia kredytodawcy, tak by poinformowany konsument mógł przewidzieć, w oparciu o jednoznaczne i zrozumiałe kryteria, wypływające dla niego z tego faktu konsekwencje ekonomiczne". Jednocześnie jednak Trybunał zasugerował, że kryterium „istotnych zmian na rynku finansowym" jest „mało przejrzyste". Jak się wydaje zatem, Trybunał opowiedział się za uznaniem tej klauzuli nietransparentną.

Z powyższego przeglądu orzecznictwa wynika, że TSUE, co do zasady, dopuszcza możliwość zawierania w umowach klauzul modyfikacyjnych[1525], jednocześnie formułując warunki, którym powinny te klauzule odpowiadać. Po pierwsze, w omawianych postanowieniach konieczne jest zastrzeżenie powodu zmiany umowy, który powinien być oparty o „jednoznaczne i zrozumiałe kryteria". Nie odpowiadają temu warunkowi klauzule zastrzegające możliwość jednostronnej zmiany umowy w razie wypadku określonego w sposób ogólny, np. w razie istotnych zmian na rynku finansowym. Po drugie, analizowane klauzule powinny przewidywać sposób zmiany umowy, np. przez maksymalny zakres zmiany. Po trzecie, konieczne jest, w przypadku jednostronnej modyfikacji umowy, zagwarantowanie konsumentowi prawa do wypowiedzenia umowy. Zasadniczo te same kryteria dopuszczalności zastrzegania klauzul modyfikacyjnych są wskazywane w krajowym orzecznictwie i piśmiennictwie[1526].

W tym miejscu przywołane wyżej uwagi o charakterze ogólnym należy odnieść do analizowanych postanowień umownych, przyznających prawo firmie inwestycyjnej do jednostronnego podwyższenia depozytu zabezpieczającego. Trzeba uznać, że te klauzule nie spełniają kryterium przejrzystości. Część z nich w ogóle nie zawiera powodów, z uwagi na

[1524] Wyrok TSUE z dnia 26 lutego 2015 r., sygn. C-143/13, LEX nr 1649364.
[1525] Trzeba jednak zaznaczyć, że TSUE w przywołanych wyrokach oceniał wyłącznie klauzule modyfikacyjne z umów o charakterze ciągłym (umowa o świadczenie usług telekomunikacyjnych, o dostawę gazu, kredytu bankowego).
[1526] Zob. W. Popiołek, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I*..., s. 1317-1318 i przywołane tam orzecznictwo oraz literaturę.

które zmieniana jest wysokość depozytu, natomiast inne wymieniają takie powody, jednak w sposób zbyt ogólny, np. nadzwyczajna zmienność cen instrumentów bazowych" lub „inne nadzwyczajne zdarzenie na rynku". Przywołane kryteria są wprawdzie zrozumiałe w sensie gramatycznym, jednak w oparciu o nie konsument nie jest w stanie przewidzieć wypływających dla niego konsekwencji ekonomicznych. Brak przejrzystości omawianych klauzul przekłada się na ocenę przesłanek z art. 3 ust. 1 dyrektywy Rady 93/13/EWG. Należy uznać, że są one sprzeczne z dobrymi obyczajami, gdyż przedsiębiorca nie może przewidywać, że konsument zgodziłby się na takie postanowienia w drodze swobodnych negocjacji. Trudno bowiem wyobrazić sobie, by należycie poinformowany klient firmy inwestycyjnej godziłby się w toku negocjacji na postanowienie umowne, które daje duży margines swobody firmie inwestycyjnej w dokonywaniu zmian tak istotnych warunków umowy, jak wysokość depozytu zabezpieczającego. Nadto, omawiane klauzule prowadzą do znaczącej nierównowagi praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta. Stanowią bowiem odstąpienie od generalnej zasady, zgodnie z którą umowa wiąże strony w takim kształcie, w jakim została zawarta, a wszelkie jej zmiany wymagają zgody obu stron.

Podobną ocenę omawianej klauzuli wyraził Sąd Apelacyjny w Gdańsku w wyroku z dnia 31 stycznia 2018 roku[1527]. Przywołana sprawa dotyczyła wprawdzie umów *forward,* lecz, jak wskazano w rozdziale VI, są to umowy podobne do kontraktów na różnicę, stąd w tym miejscu przytoczone orzeczenie należy poddać analizie. Wyrok zapadł na tle następującego stanu faktycznego: powód zawierał z pozwanym bankiem umowy typu *forward.* Regulamin wiążący strony przewidywał, że bank może podwyższyć depozyt gwarancyjny w sytuacji „istotnych zmian na rynku finansowym". Bank skorzystał z przytoczonej klauzuli i wezwał powoda do uzupełnienia depozytu, uznając, że doszło do istotnych zmian na rynku finansowym. Powód odmówił, wskutek czego bank zamknął pozycje klienta i doprowadził do przymusowego rozliczenia transakcji. Sąd Apelacyjny uznał, że przytoczone postanowienie ma charakter niedozwolony. Jak podkreślił Sąd, omawiana klauzula posługiwała się niedookreślonym zwrotem „istotnych zmian na rynku finansowym", a także nie przewidywała jasnego mechanizmu wyliczającego sposób podwyższenia wymaganego depozytu. W ocenie Sądu, takie postanowienie godzi w równowagę kontraktową i prowadzi do nieusprawiedliwionej dysproporcji praw i obowiązków na niekorzyść konsumenta.

[1527] Wyrok Sądu Apelacyjnego w Gdańsku z dnia 31 stycznia 2018 r., sygn. I ACa 869/17, LEX nr 2658758.

Z przywołanym orzeczeniem należy się zgodzić. Omawiane klauzule pozwalające na jednostronne podwyższenie depozytu zabezpieczającego należy uznać za niedozwolone postanowienia umowne. Nie wskazują bowiem w sposób wystarczająco konkretny powodu, który może uzasadniać zmianę wysokości depozytu, jak i wysokości tej zmiany (mechanizmu jej wyliczenia). Nadto, nie przewidują one możliwości odstąpienia od umowy, a często także wystarczającego czasu dla klienta na uzupełnienie depozytu zabezpieczającego. Wobec powyższego, należy postulować usunięcie takich postanowień z wzorców umowy stosowanych przez firmy inwestycyjne.

4. Wnioski

Z poczynionych w tym rozdziale rozważań można wyprowadzić szereg wniosków. W pierwszej kolejności trzeba zauważyć, że kontrakty na różnicę przewidują zwykle, że oznaczenie świadczenia pośrednio powierza się drugiej stronie umowy lub osobie trzeciej (dostawcy kwotowań). Te podmioty bowiem dokonują kwotowania, czyli ustalania kursów instrumentów bazowych, które z kolei są podstawą do określenia, która strona CFD ma spełnić świadczenie i w jakiej wysokości. Taka treść kontraktu na różnicę może budzić wątpliwości co do jej prawnej dopuszczalności. Ostatecznie trzeba jednak stwierdzić, że nie wykracza ona poza granicę swobody umów. Strony umowy mogą bowiem powierzyć jednej z nich lub osobie trzeciej oznaczenie świadczenia w przyszłości, jeżeli jednocześnie określą kryterium, według którego to określenie ma nastąpić. Tymczasem z analizowanych regulaminów firm inwestycyjnych można wyprowadzić wniosek, że kwotowanie ma być dokonywane po cenach rynkowych, choć nie jest to wyrażone wprost w treści tych postanowień.

Nie oznacza to jednak, że kontrakty na różnicę nie są dotknięte wadliwością. Należy bowiem uznać, że powyższa klauzula umowna stanowi niedozwolone postanowienie umowne w rozumieniu art. 385^1 k.c. Taki wniosek jest uprawniony, mimo uznania tej klauzuli za niesprzeczną z granicami swobody umów, gdyż konsument jest objęty intensywniejszą ochroną prawną niż inni uczestnicy obrotu. Przywołane postanowienie nie jest jednoznaczne, a nadto przeczy dobrym obyczajom i rażąco narusza interesy konsumenta. Powierza bowiem ustalenie powinnego świadczenia drugiej stronie umowy lub osobie trzeciej nie wskazując precyzyjnych kryteriów określenia tego świadczenia.

Za niedozwolone postanowienia umowne można uznać także inne, typowe postanowienia kontraktów na różnicę. Będą nimi klauzule dotyczące *spreadu*, jeśli przewidują *spread* zmienny, nie określają precyzyjnie warunków zmiany *spreadu* stałego lub w ogóle nie określają kryteriów ustalania *spreadów*. Podobnie, niedozwolonymi postanowieniami umownymi będą klauzule przewidujące możliwość jednostronnego zwiększenia wymaganego depozytu zabezpieczającego w razie zajścia okoliczności, które są zbyt ogólnie sformułowane. Ostatecznie należy więc postawić wniosek, że typowa treść kontraktów na różnicę zawieranych na polskim rynku kapitałowym w obrocie konsumenckim, jest obarczona znaczną, prawną wadliwością.

Bibliografia

Wykaz literatury

Adamowicz T., *Przyczyny i skutki I fazy kryzysu finansowego lat 2007-2009 w wybranych krajach na świecie*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing", 2013, nr 9

Allerhand M., Glosa do orzeczenia SN z 6.06.1935r., sygn. II C 2685/34, OSP, t. 14, Warszawa 1935

Allerhand M., *Kodeks handlowy. Komentarz,* Lwów 1935

Arystoteles, *Polityka,* tłum. L. Piotrowicz, [w:] Tenże, *Dzieła wszystkie. Tom I*, Warszawa 2003

Asłanowicz P., *Kredyty waloryzowane do waluty obcej w praktyce orzeczniczej*, Warszawa 2023

Awrey D., *The FSA, Integrated Regulation, and the Curious Case of OTC Derivatives,* "13 University ofPennsylvania Journal of Business Law", 2010

Babbie E., *Badania społeczne w praktyce*, Warszawa 2004

Bagińska L., *Prawo wekslowe i czekowe,* Warszawa 2013

Bajor B. i in., *Prawo bankowe. Komentarz do przepisów cywilnoprawnych*, Warszawa 2020

Balwicka-Szczyrba M., Sylwestrzak A. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2022

Barciński A., *O giełdzie paryzkiej. Z wyszczególnieniem i opisem wszystkich spekulacyi na papiery długów publicznych*, Warszawa 1832

Bartkowiak M., Echaust K., *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie do inżynierii finansowej*, Poznań 2019

Barcz J., Górka M., Wyrozumska A., *Instytucje i prawo Unii Europejskiej. Podręcznik dla kierunków prawa, zarządzania i administracji*, Warszawa 2012

Bączyk M. i in., *Papiery wartościowe*, Zakamycze 2000

Bąk J., Pietrzyk W., *Rynek Forex. Zagrożenia i prawa uczestników nieprofesjonalnych*, Warszawa 2008

Blachowski D., *Ryzyko pogodowe i pogodowe instrumenty pochodne w przedsiębiorstwach energetycznych,* „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia", nr 38/2011, s. 642-643.

Bliźniak D., Gontarski L., *Giełda towarowa*, Warszawa 1998

Bogucka M., *Żyć w dawnym Gdańsku. Wiek XVI-XVII*, Warszawa 1997

Bogucka M., *Handel zagraniczny Gdańska w pierwszej połowie XVII wieku*, Wrocław – Warszawa – Kraków 1970

Borowski A., *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Warszawa 2005

Bratkowski S., *Nieco inna historia cywilizacji. Dzieje banków bankierów i obrotu pieniężnego*, Warszawa 2003

Braudel F., *Gry wymiany. Kultura materialna, gospodarka i kapitalizm. XV-XVIII wiek,* Warszawa 2019

Braudel F., *Struktury codzienności. Kultura materialna, gospodarka i kapitalizm. XV-XVIII wiek*, Warszawa 2019

Brol J. *Zastaw rejestrowy na tle innych form zabezpieczenia wierzytelności*, „Bezpieczny Bank", 1998, nr 2

Brudziński T., *Zagadnienie handlu terminowego zbożem,* „Rolnictwo. Czasopismo miesięczne poświęcone zagadnieniom polityki rolnej, agrarnej, leśnej i weterynaryjnej", 1933, tom 3, zeszyt 2

Brzozowski A. i in, *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa 2021

Byczko Sz., *Interes ubezpieczeniowy. Aspekty prawne*, Warszawa 2013

Byczko Sz., *Prawo ubezpieczeń gospodarczych. Zarys wykładu,* Warszawa 2013

Cameron R., Neal L., *Historia gospodarcza świata. Od paleolitu do czasów najnowszych*, Warszawa 2004

Chancellor E., *Historia spekulacji finansowych*, Warszawa 2001

Chłopecki A., *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji"),* PPH, 2009, nr 7

Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001

Chłopecki A., Dyl M. (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2019

Ciepła H., *Dochodzenie roszczeń z umów kredytów frankowych. Praktyka, orzecznictwo, pytania i odpowiedzi*, LEX.

Ciszewski J., Nazaruk P. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2019

Cooper D., Donaldson R., *A Strategic Analysis of Corners and Squeezes*, "The Journal of Financial and Quantitative Analysis", 1998, Vol. 33, No. 1

Cope S.R., *The Stock Exchange Revisited: A New Look at the Market in Securities in London in the Eighteenth Century*, "Economica", 1978, nr 45

Czech T., *Kwalifikacja prawna umowy opcji walutowej*, „Monitor Prawa Bankowego", 2014, nr 7-8

Czekaj J. (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Warszawa 2017

Czerniawski R. Wierzbowski M. (red.), *Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002

Dankowski K., *Korzyści i zagrożenia związane z rozwojem rynku Credit Default Swap*, „Zeszyty Naukowe. Szkoła Główna Handlowa. Kolegium Gospodarki Światowej", 2012, nr 33

Davies N., *Boże igrzysko*, Kraków 2010

Dębiński A., *Rzymskie prawo prywatne. Kompendium*, Warszawa 2011

Dillen J.G. van, *Isaac Le Maire and the early trading in Dutch East India Company shares*, tłum. G. Poitras, A. Majithia, [w:] G. Poitras (red.), *Pioneers of Financial Economics. Volume 1*, 2006

Domański G., *Umowa ramowa na tle prawa niektórych państw EWG i Polski*, Warszawa 1989

Domański L., *Instytucje kodeksu zobowiązań. Komentarz teoretyczno-praktyczny. Część ogólna. Tom 1,* Warszawa 1936

Domański L. *Instytucje kodeksu zobowiązań. Komentarz teoretyczno-praktyczny. Część szczególna*, Warszawa 1938

Drewiński M., *Giełdy towarowe*, Warszawa 1997

Dul M., Jastrzębski R., *Prawne regulacje działalności giełd towarowych w Polsce*, Warszawa 2013

Dybiński J., *Pojęcie konsumenta na rynku kapitałowym w prawie polskim i unijnym*, KPP, 2018, nr 2

Dybiński J. (red.), *Prawo bankowe. Komentarz,* Legalis

Dziadzio A., *Powszechna historia prawa*, Warszawa 2020

Dziawgo D., *Rynek finansowy. Istota-instrumenty-funkcjonowanie*, Warszawa 2012

Dziuba D., *Giełdy i ich archetypy na ziemiach polskich*, Warszawa 2006

Dziurzyński T., Fenichel Z., Honzatko M., *Kodeks handlowy. Komentarz. Tom II*, Kraków 1936

Echaust K., *Hipoteczne instrumenty pochodne na tle kryzysu kredytów subprime w USA,* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.) *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Warszawa 2012

Fagan N., *Enforcement of gaming debts in Great Britain*, "NYLS Journal of International and Comparative Law", 1986, Vol. 8, No. 1

Fałat-Kilijańska I. i in., *Instrumenty pochodne rozliczane w sposób scentralizowany*, Warszawa 2017

Gamersfelder S., *Księgowość przez dwie księgi włoską sztuką i sposobem zestawiona* [w:] A. Grodek, I. Surma, *Z historii rachunkowości w Polsce i Gdańsku w wieku XVI. Wybór tekstów*, Warszawa 1959

Garslian L., *Towards a Universal Regulatory Framework for Derivatives*, "University of Pennsylvania Journal of International Law", 2016, VOL. 37, NR 3

Gawlik B., *Umowy mieszane – konstrukcja i ocena prawna*, „Palestra", 1974, nr 5

Gnela B., *Wpływ pośredniej sprzedaży akcji na ich cenę z art. 79 ust. 2 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej oraz problem uznania inwestora - akcjonariusza mniejszościowego za konsumenta według art. 61 § 1 k.p.c. (obecnie art. 61 § 1 pkt 3 k.p.c.). Glosa do wyroku SN z dnia 18 lipca 2019 r*., I CSK 587/17, OSP, 2020, nr 6

Gniewek E. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 4. Prawo rzeczowe,* Warszawa 2021

Gniewek E., Machnikowski P. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2023

Golecki M., *Grecka geneza kontraktu opcyjnego? Arrha klasycznego prawa greckiego a współczesny giełdowy kontrakt opcyjny*, „Czasopismo Prawo-Historyczne", 2003, nr 1

Golecki M., *Kilka uwag na temat genezy giełdowego kontraktu opcyjnego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny", 2004, nr 4

Golecki M., *Three Models of Derivatives' Regulation. Some Thoughts on the Entanglement between Economic Theory and the Evolution of Law*, "Archiwum Filozofii Prawa i Filozofii Społecznej", 2012, nr 1

Gołaczyński J., Stangret A., *Zabezpieczenie o charakterze kaucyjnym*, „Rejent", 2001, nr 11

Gołębiowski P., *Kontrakty na różnice kursowe (CFDs),* PPH, 2012, nr 6

Gontarski W. *Toksyczne opcje walutowe: zarys teorii prawa na przykładzie polskich opcji walutowych*, Warszawa 2009.

Goral K., *Szaleństwo czy racjonalność? Analiza wybranych krachów giełdowych w świetle teorii finansów behawioralnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", 2015, nr 75

Górski M., *Rynkowy system finansowy*, Warszawa 2018

Grodek A., *Powstanie i rozwój nauki rachunkowości* [w:] A. Grodek, I. Surma, *Z historii rachunkowości w Polsce i Gdańsku w wieku XVI. Wybór tekstów*, Warszawa 1959

Grodzicki M., *Kredytowe instrumenty pochodne w dobie kryzysu finansowego* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.) *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Warszawa 2012

Gronkiewicz-Waltz H. (red.), *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013

Grzybowski S., *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 1978

Grzybowski S. (red.), *System Prawa Cywilnego. Tom 1. Część ogólna*, Warszawa 1985

Grzybowski S. (red.), *System Prawa Cywilnego, Prawo zobowiązań – część szczegółowa*, Wrocław 1976

Grzywacz J. (red.) *Finansowe instrumenty pochodne*, Warszawa 2009

Gudowski J. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna. Cz. 1. (art. 1-55[4]),* Warszawa 2021

Gudowski J. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna. Cz. 2. (art. 56-125),* Warszawa 2021

Gudowski J. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II, Własność i inne prawa rzeczowe,* Warszawa 2016,

Gudowski J. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna,* Warszawa 2018

Gudowski J. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV. Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa 2017

Gudowski J. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom V. Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa 2017

M. Gutowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I. Komentarz. Art. 1-352*, Warszawa 2021

Gutowski M. (red.), *Kodeks cywilny. Tom II. Komentarz. Art. 353-626*, Warszawa 2022

Gutowski M., *Umowa opcji,* Zakamycze 2003

Gutowski M., *Wadliwość umów kredytów frankowych*, Warszawa 2022

Habdas M., Fras M. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna (art. 1 -125),* Warszawa 2018

Habdas M., Fras M. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna (art. 353-534),* Warszawa 2018

Habdas M., Fras M. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV. Zobowiązania. Część szczególna (art. 535-764[9]),* Warszawa 2018

Hordejuk M., *Zawieranie transakcji na instrumentach pochodnych w świetle rozporządzenia EMIR*, PiP, 2018, nr 2.

Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, Warszawa 1997

Ignatowicz J., *Prawo rzeczowe*, Warszawa 1994

Jajuga K., *Elementy nauki o finansach*, Warszawa 2007

Jakubiec A., *Opcja jako instrument finansowy rynku kapitałowego. Analiza cywilnoprawna*, Łódź 2014

Jakubiec A., *Problem losowego charakteru umowy opcji*, PPH 2010, nr 7

Janczewski S., *Prawo handlowe, wekslowe i czekowe*, Warszawa 1946

Janiak A., *Charakter prawny kontraktów terminowych i opcyjnych nierzeczywistych*, PPH, 2002

Janiak A., *Kaucja jako zabezpieczenie wierzytelności*, [w:] Sokołowski T. (red.), *Współczesne tendencje w dziedzinie zabezpieczania wierzytelności*, Poznań 2013

Jasiński T., Wróbel D., *Prawo wekslowe,* Warszawa 2019

Jerzemowska M., *Kilka słów o tym, jak tulipany chciały zawładnąć światem*, „Acta Universitas Lodziensis. Folia Oeconomica", 2012, nr 262

Kaczanowski K., Wiaderek G., *Przenoszenie praw z opcji*, „Glosa", 1997, nr 3

Kalus S. (red.), *Ochrona prawna obrotu gospodarczego*, Warszawa 2011

Kamiński I., *Kontrowersje wokół pojęcia europejskiej kultury prawa prywatnego*, PiP, 2002, nr 1

Kamiński T., *Nowacja rozliczeniowa - sposób rozliczania transakcji przez kontrahentów centralnych*, PPH, 2017, nr 10

Katner W.J. (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe*, Warszawa 2020

Katner W.J. (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe*, Warszawa 2023

Katner W.J. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9. Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, Warszawa 2018

Katner W.J. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 9. Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, Warszawa 2023

Kawulski A., *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013

Kędzierska-Cieślak A., *Komis. Zagadnienia cywilnoprawne*, Warszawa 1973

Kidyba A. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom I. Część ogólna,* Warszawa 2012

Kidyba A. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna*, Warszawa 2014

Kidyba A. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz LEX. Tom III. Zobowiązania. Część szczególna,* Warszawa 2014

Kidyba A. (red.), *Pozakodeksowe umowy handlowe*, Warszawa 2018

Klein A., *Elementy stosunku zobowiązaniowego*, Wrocław 2005

Kochan K., *Forex w praktyce. Vademecum inwestora walutowego*, Gliwice 2019

Kocot W., *Odpowiedzialność przedkontraktowa*, Warszawa 2013

Kodeks Hammurabiego, tłum. Marek Stępień, Warszawa 1996

Kolańczyk K., *Prawo rzymskie*, Warszawa 2007

Kon A., *Kodeks handlowy. Komentarz*, Warszawa 1934

Konic H., *Prawo o zobowiązaniach. Zobowiązania szczególne*, Warszawa 1930

Korzonek J., Rosenblüth I., *Kodeks zobowiązań. Komentarz. Tom I*, Kraków 1936
Korzonek J., Rosenblüth I., *Kodeks zobowiązań. Komentarz. Tom II*, Kraków 1935
Koziński M., *Prawo wekslowe,* Toruń 2005
Koziorowski L., *Umowa opcji kupna i sprzedaży jako gra lub zakład*, PPH, 1996, nr 5
Kozłowski J., Szawłowski W., *Prawo cywilne obowiązujące na ziemiach wschodnich Rzeczpospolitej Polskiej, tom 1*, Wilno 1930
Krajewski M., *Umowa przedwstępna*, Warszawa 2002
Krawiec M., *Zastosowania instrumentów pochodnych do ograniczania ryzyka rynkowego*, Warszawa 2007
Kucharski B., *Świadczenie ubezpieczyciela w umowie ubezpieczenia mienia*, Warszawa-Łódź 2019
Kunderewicz M., *Najstarsze prawa świata. Zbiór studiów,* Łódź 1990
Kunhibava S., Shanmugam B., *Sharī'ah and Conventional Law Objections to Derivatives: A Comparison, Arab Law Quarterly*, 2010, Vol. 24, No. 4
Kuliszer J., *Dzieje gospodarcze Europy Zachodniej. Tom II*, Warszawa 1926
Kuryłowicz M., *Alea i kontrakty aleatoryjne w prawie rzymskim*, „Czasopismo Prawno-Historyczne", 1984, nr 2
Kuryłowicz M., Wiliński A., *Rzymskie prawo prywatne. Zarys wykładu*, Warszawa 2016
Kurzajewski M., *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014
Kurzajewski M., Nowalińska D., *Zysk a ryzyko na rynku FOREX. Poradnik klienta usług finansowych*, Warszawa 2017
Lemkowski M., *Wykonanie i skutki niewykonania zobowiązań z umów wzajemnych. Komentarz do art. 487-497 Kodeksu cywilnego*, Warszawa 2012
Lemmonier M., *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011
Leszczyńska E., *Rynek kontraktów swap w Polsce,* Warszawa 2002
Lewaszkiewicz-Petrykowska B., *Wady oświadczenia woli w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1973
Longchamps de Berier R., *Zobowiązania*, Lwów 1938
Łagowski P., *Geneza rynku papierów wartościowych w Polsce*, „Ekonomia. Wrocław Economic Review", 2013, tom 19, nr 4
Łazowski J., *Wstęp do nauki o ubezpieczeniach*, Sopot 1998
Łętowska E., *Co ujawnia dyskurs o kredytach frankowych, czyli o świadomym i nieświadomym uwikłaniu prawników*, „Europejski Przegląd Sądowy", 2020, nr 4

Machnikowski P., *Prawo wekslowe,* Warszawa 2009
Machnikowski P., *Swoboda umów według art. 353[1] k.c. Konstrukcja prawna*, Warszawa 2005
Maciejewski M., Sadowski M., *Powszechna historia gospodarcza od XV do XX wieku*
Maciejewski T., *Historia administracji*, Warszawa 2006
Maciejewski T., *Historia powszechna ustroju i prawa*, Warszawa 2011
Malarewicz-Jakubów A. (red.), *Prawo handlowe. Zagadnienia wybrane*, Warszawa 2023
Marks B., *Z historii ustawodawstwa i prawodawstwa giełdowego (1817-1921),* [w:] J. Skodlarski (red.), *Księga jubileuszowa poświęcona 50-leciupracy naukowo-dydaktycznej prof. dr. hab. Wiesława Piątkowskiego*, Łódź 2006
Matera R., Skodlarski J., *Gospodarka światowa. Geneza i ewolucja do czasów pandemii,* Warszawa 2021
Mączak A. (red.), *Encyklopedia historii gospodarczej Polski do 1945 roku, tom 2*
Mejszutowicz K*., Podstawy inwestowania w kontrakty terminowe i opcje. Poradnik dla początkujących inwestorów,* Warszawa 2014
Mikos-Sitek A., Zapadka P. (red.), *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2022
Mojak J., *Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu*, Warszawa 2021
Murphy A., *Trading Options before Black-Scholes: A Study of the Market in Late Seventeenth-Century London*, "The Economic History Review", 2009, Vol. 62, No. S1
Namitkiewicz J., *Kodeks handlowy. Komentarz. Tom II. Czynności handlowe. Art. 498-697*, Warszawa 1935
Namitkiewicz J., *Kodeks zobowiązań. Komentarz dla praktyki. T. 2, Część szczegółowa art. 294-645, przepisy wprowadzające kod. zob. oraz projekt kodeksu cywilnego*, Łódź 1949
Namitkiewicz J., *Obecny stan prawodawstwa handlowego w b. Królestwie Kongresowem*, „Ruch Prawniczy i Ekonomiczny", 1921, z. 3
Namitkiewicz J., *Przemysł i handel a prawo. Popularny zarys prawa handlowego, wekslowego, czekowego i przemysłowego,* Łódź 1948
Neal L., *Efficient Markets in the Eighteenth Century? Stock Exchanges in Amsterdam and London*, "Business and Economic History", 1982, Vol. 11
Neal L., *Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, "Duke Law Journal", 1999, Vol. 48, No. 4
Nieborak T., *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004
Oczko P., *Tulipanowa gorączka – choroba, której tak naprawdę nie było…,* źródło: https://ruj.uj.edu.pl/xmlui/bitstream/handle/item/25433/oczko_tulipanowa_goraczka_choroba.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Dostęp: 26.10.2021r.

Ofiarski Z., *Prawo bankowe. Komentarz LEX*, Warszawa 2013
Ohanowicz A., Górski J., *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Poznań 1956
Ohanowicz A., Górski J., *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa-Poznań 1964
Okolski J., Modrzejewska M., *Prawo handlowe dla studentów i praktyków*, Warszawa 2022
Orgelbrand S., *Encyklopedia handlowa Orgelbranda, t. 1*, Warszawa 1914
Orłowski W., *Świat po kryzysie. Dylematy nowego ładu gospodarczego* [w:] G. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?,* Warszawa 2010
Osajda K. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IIIA. Zobowiązania. Część ogólna,* Warszawa 2017
Osajda K.*, Ochrona inwestora – konsumenta na rynku instrumentów finansowych (rynku kapitałowym),* PiP 2021, nr 4
Osajda K. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 5. Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2020
Panowicz-Lipska J. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 8. Prawo zobowiązań – część szczegółowa*, Warszawa 2011
Patterson E., *Hedging and Wagering on Produce Exchanges*, "The Yale Law Journal", 1931, Vol. 40, No. 6
Piątkowski M., *Źródła światowego kryzysu. Wnioski na przyszłość*, „MBA", 2009, nr 5
Pietrzak E., Markiewicz M. (red.), *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Gdańsk 2009
Pietrzykowski K. (red.), *Kodeks cywilny. Tom I. Komentarz. Art. 1-449[10]*, Warszawa 2020
Pietrzykowski K. (red.), *Kodeks cywilny. Tom II. Komentarz. Art. 450-1088. Przepisy wprowadzające*, Warszawa 2021
Piętak L., *Miscellanea z prawa handlowego i wekslowego. O giełdzie i czynnościach giełdowych ze stanowiska prawa austryackiego*, Lwów, 1877
Planiol M., *O zobowiązaniach. Dowody. Nauka ogólna o zobowiązaniach. Umowy*, Warszawa 1928
Platon, *Prawa,* tłum. Maria Maykowska, Warszawa 1997
Posthumus N., *The Tulip Mania in Holland in the Years 1636 and 1637*, "Journal of Economic and Business History", 1929, nr 3
Powierża A., *Transakcja terminowa jako umowa gwarancyjna*, PPH, 2004, nr 1
Poznański J., *Gra i zakład,* [w:] H. Konic (red.), *Encyklopedja podręczna prawa prywatnego, t. 1,* Warszawa 1931
Preś J., *Zarządzanie ryzykiem pogodowym*, Warszawa 2007

Puławski M., *Dwieście lat minęło. Krótkie opisanie dziejów giełd papierów wartościowych w Polsce*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" 2017, nr 5

Pyziak-Szafnicka M., Księżak P. (red.), Kodeks cywilny. *Część ogólna. Komentarz LEX*, Warszawa 2014

Pyzioł W., *Glosa do uchwały SN z dnia 19 maja 1992 r., sygn. III CZP 50/92*, OSP, 1993, nr 6.

Radwański Z., *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 1997

Radwański Z. (red.), *System Prawa Cywilnego, Prawo zobowiązań – część ogólna*, Wrocław 1981

Radwański Z., *Teoria umów*, Warszawa 1977

Radwański Z., *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 1995

Radwański Z., Olejniczak A., *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2019

Radwański Z., Olejniczak A. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 2. Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2019

Radziszewski H., *Podręcznik ekonomji politycznej do użytku szkół średnich w Polsce*, Warszawa 1919

Rajski J. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 7. Prawo zobowiązań – część szczegółowa*, Warszawa 2018

Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003

Sadowski M., *Islam. Religia i prawo*, Warszawa 2017

Safjan M. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 1. Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2012

Sartorius W., *Księgowość z dwoma księgami według pruskich monet, miar i wag* [w:] A. Grodek, I. Surma, *Z historii rachunkowości w Polsce i Gdańsku w wieku XVI. Wybór tekstów*, Warszawa 1959

Schwark E., Zimmer D. (red.), *Kapitalmarktrechts - Kommentar. Wertpapierhandelsgesetz*, wyd. 2020, Beck–Online

Semczuk K., *Charakter prawny kontraktu swap*, „e-Finanse. Finansowy kwartalnik internetowy", źródło: https://www.pbc.rzeszow.pl/Content/4268/PDF/2005_3_wszystko.pdf

Siciński R., *Wykorzystanie derywatów kredytowych do zabezpieczeń ryzyka kredytowego na polskim rynku*, „Zarządzanie i Finanse", 2013, nr 2

Sieveking H., *Witschaftsgeschichte*, Berlin 1935

Sikorski G., *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2015

Siwica D., *Rola Credit Default Swaps w powstaniu, rozwoju i transmisji zjawisk kryzysowych zapoczątkowanych na rynku kredytów hipotecznych subprime Stanów Zjednoczonych*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu", 2014, t. 54, nr 3

Smith C.F., *The Early History of the London Stock Exchange*, "The American Economic Review", 1929, vol. 19, no. 2

Smykla B., *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2011

Sławiński A., *Rynki finansowe*, Warszawa 2006

Sobolewski L. (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999

Sobolewski P., *Instrumenty pochodne na współczesnych rynkach finansowych* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska, *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Warszawa 2012

Sołtysik P., *Podmioty systematycznie internalizujące transakcje na rynku finansowym*, „Monitor Prawa Bankowego", 2020, nr 2

Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2010

Sójka T. (red.), *Cywilnoprawna ochrona inwestorów korzystających z usług maklerskich na rynku kapitałowym,* Warszawa 2016

Sójka T. (red.), *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, Warszawa 2022

Sójka T. (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2015

Staszewska P., *Analiza porównawcza regulacji Dodd-Frank i EMIR oraz ich wpływ na pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych*, „Bezpieczny Bank", 2014, nr 3

Stec M. (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, Warszawa 2016

Stec M. (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5. Prawo umów handlowych*, Warszawa 2017

Stec M. (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 5C. Prawo umów handlowych*, Warszawa 2020

Stępień N., Kawa P., *Rola instrumentów pochodnych w wywołaniu i przebiegu kryzysu finansowego*, „Zeszyt Naukowy. Wyższa Szkoła Zarządzania i Bankowości w Krakowie, 2015, nr 38

Stout L., *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-Regulating Them Can Prevent Another*, Cornell Law Faculty Publications, 2009, paper 723

Stout L., *Risk, Speculation, and OTC Derivatives: An Inaugural Essay for Convivium*, "Accounting, Economics, and Law. A Convivium", 2011, vol. 1, issue 1

Swan E., *Building the global marker. A 4000 years history of derivatives*, Hague-London-Boston 2000

Stradomski M., *Wykorzystanie opcji menedżerskich w programach motywacyjnych* [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy. Debiuty ekonomiczne*, Poznań 2000

Sulimierski A., *Podręcznik handlowy zawierający teoryę handlu i krótki zarys korespondencyi handlowéj*, Warszawa 1872

Surma I., *Gdańska i polska technika handlu w świetle szesnastowiecznych podręczników arytmetyki i księgowości* [w:] A. Grodek, I. Surma, *Z historii rachunkowości w Polsce i Gdańsku w wieku XVI. Wybór tekstów*, Warszawa 1959

Szarecka B., *Z problematyki umów aleatoryjnych w prawie rzymskim: emptio rei spreatae i emptio spei*, „Studia Iuridica Lublinensia", 2003, nr 2

Szczaniecki M., *Powszechna historia państwa i prawa*, Warszawa 2016

Szumański A. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006

Szewczyk J., *Nowacja rozliczeniowa transakcji derywatowych*, PPH, 2014, nr 1

Szymańska J., *Rola instrumentów pochodnych w kryzysie finansowym 2008/2009*, „Ekonomia XXI Wieku", 2014, nr 2

Śliwa J., Pawlicki R., *Wprowadzenie do finansów*, Warszawa 2013

Świderski A., *Kryzys finansowy 2007-2009 jako efekt dysfunkcji legislacyjnych w systemie prawa*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego, 2009, nr 2

Tarczyński W., *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, Warszawa 2003

Taylor T., *Trading in Commodity Futures. A New Standard of Legality?,* "The Yale Law Journal", 1933, vol. 43, no. 1

Tenenbaum M., *Instytucja zadatku w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 2008

Till E., Longchamps de Bérier R., *Polskie prawo zobowiązań. Część szczegółowa. Projekt wstępny z motywami*, Lwów 1928

Truszkowski J., *Niepowodzenia w wykorzystaniu instrumentów pochodnych na rynkach finansowych*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.) *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Warszawa 2012

Trzaskowski R., *Granice swobody kształtowania treści i celu umów obligacyjnych. Art. 353[1] k.c.*, Kraków 2005

Vega J. de la, *Confusion de Confusiones,* tłum. H. Kellenbenz, Boston 1957

Walkowski M., *Przyczyny powstania globalnego kryzysu finansowego 2008+. Analiza i porównanie wybranych opinii*, „Przegląd Strategiczny", 2013, nr 2

Waschke S., Olszewicz B. (red.), *Podręczna encyklopedja handlowa,* Poznań 1931

Weron A., Weron R., *Inżynieria finansowa. Wycena instrumentów pochodnych. Symulacje komputerowe. Statystyka rynku*, Warszawa 2018

Węgrzynowski Ł., *Ekwiwalentność świadczeń w umowie wzajemnej*, Warszawa 2011

Wierzbowski M., *Ochrona inwestora a ochrona konsumenta na rynku kapitałowym*, PPH, 2022, nr 5

M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012

M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2014

M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2019

Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Tom I,* Warszawa 2023

Winiarz J. (red.), *Kodeks cywilny z komentarzem*, Warszawa 1980

Wiśniewska E., *Giełdowe instrumenty pochodne*, Warszawa 2007

Wiśniewski A. *Umowy losowe w prawie polskim*, Warszawa 2009

Włodyka S. (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004

Wojciechowski I., *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, Zakamycze 1999

Wojnarowski D., *Powszechna historia gospodarcza*, Warszawa 2004

Wolter A., *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 1977

Wolter A, Ignatowicz J., Stefaniuk K., *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 1996

Wołodkiewicz W., Zabłocka M., *Prawo rzymskie. Instytucje*, Warszawa 2014

Woyzbyn S., *Giełda: przeszłość, organizacja obecna, obroty*, Warszawa 1928

Wyciślak S., *Efekt zarażania w mechanizmie rozprzestrzeniania się kryzysu*, „Ekonomista", 2012, nr 2

Wrzołek-Romańczuk M., *Umowa przedwstępna*, Warszawa 1998

Zachariasiewicz M.A., *Procedura zawierania umów według znowelizowanych przepisów kodeksu cywilnego*, KPP, 2004, z. 4

Zacharzewski K., *Prawo giełdowe*, Warszawa 2019

Zadora H. (red.), *Finanse. Kategorie-zjawiska i procesy-podmioty*, Warszawa 2015

Zagajewska A., *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, LEX.

Zalewski G., *Kontrakty terminowe i forex. Teoria i praktyka*, Warszawa 2010
Załucki M. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2023
Ziembiński Z., *Logika praktyczna*, Warszawa 2007
Zienowicz T.A., *Problematyka związana z brakiem definicji legalnej pojęcia „swap" w polskim systemie prawa – uwagi de lege ferenda*, „Palestra", 2021, nr 7-8
Zoll F. (red.), *Prawo bankowe. Komentarz. Tom I. Komentarz do art. 1-92*, Zakamycze 2005
Zoll F. (red.) *Prawo bankowe. Komentarz. Tom II,* Zakamycze 2005
Zoll F., (starszy) *Zobowiązania w zarysie według polskiego kodeksu zobowiązań*, Warszawa 1948
Zubelowicz F., *O papierach publicznych w ogólności ze szczegółowym opisem papierów krajowych, ważniejszych zagranicznych i instytucyj, które na ich handel wpływają*, Warszawa 1843
Zubelowicz F., *Przewodnik giełdy czyli opisanie wszelkich czynności giełdy w handlu papierów publicznych*, Warszawa, 1833
Żabicki A.*, Polskie prawo handlowe, t. 2*, Łódź 1948

Wykaz orzecznictwa

Orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości UE:

wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 9 marca 1978 r., sygn. 106/77, LEX nr 133698
wyrok TSUE z dnia 26 kwietnia 2012 r., C-472/10, LEX nr 1135426
wyrok TSUE z dnia 14 czerwca 2012 r., C-618/10, LEX nr 1164386
wyrok TSUE z dnia 21 marca 2013 r., C-92/11, LEX nr 1292122
wyrok TSUE z dnia 30 kwietnia 2014 r., C-26/13, LEX nr 1455098
wyrok TSUE z dnia 26 lutego 2015 r., C-143/13, LEX nr 1649364
wyrok TSUE z dnia 3 grudnia 2015 r, C-312/14, LEX nr 1927981
wyrok TSUE z dnia 26 stycznia 2017 r. C-421/14, LEX nr 2192557
wyrok TSUE z dnia 20 września 2017 r., C-186/16, LEX nr 2355193
wyrok TSUE z dnia 20 września 2018 r., C-51/17, LEX nr 2600174

wyrok TSUE z dnia 14 marca 2019 r., C-118/17, LEX nr 2631770
wyrok TSUE z dnia 3 października 2019 r., C-621/17, LEX nr 2723797
wyrok TSUE z dnia 3 października 2019 r., C-260/18, LEX nr 2723333
wyrok TSUE z dnia 3 października 2019 r., C-208/18, LEX nr 2732288
wyrok TSUE z dnia 2 kwietnia 2020 r., C-500/18, LEX nr 2891841.
wyrok TSUE z dnia 10 czerwca 2021 r., C-609/19, LEX nr 3183142
wyrok TSUE z dnia 18 listopada 2021 r., C-212/20, LEX nr 3256973

Orzeczenia Sądu Najwyższego

wyrok Sądu Najwyższego z dnia 31 października 1927r., sygn. Rw. 2300/26, OSP, 1928, t. 7
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 maja 1928 roku, sygn. Rw. 863/28, OSP, 1928, t. 7
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 maja 1930r., sygn. N.I.C. 437/29, Zbiór Orzeczeń Sąd Najwyższego Izby Pierwszej (Cywilnej), 1930, półrocze pierwsze
orzeczenie Sądu Najwyższego z dnia 11 maja 1934r., sygn. C III 253/33, Zbiór Orzeczeń Sądu Najwyższego, Orzeczenia Izby Cywilnej, 1934, z. 12
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 czerwca 1935r., sygn. C. II. 2685/34, OSP, 1935, t. 14
orzeczenie Sądu Najwyższego z dnia 11 maja 1959 r., sygn. 4 CR 776/58, LEX nr 1633012
orzeczenie Sądu Najwyższego z dnia 22 września 1961 r., sygn. IV CR 915/60, LEX nr 105643
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 kwietnia 1963 r., sygn. I CR 119/62, LEX nr 105285
uchwała 7 sędziów Sądu Najwyższego – zasada prawna z dnia 30 maja 1990 r., sygn. III CZP 8/90, LEX nr 3573
uchwała Sądu Najwyższego z dnia 22 maja 1991 r., sygn. III CZP 15/91, LEX nr 3674
uchwała Sądu Najwyższego z dnia 6 marca 1992 r., sygn. III CZP 141/91, LEX nr 3725
uchwała Sądu Najwyższego z dnia 19 maja 1992 r., sygn. III CZP 50/92, LEX nr 1929167
uchwała 7 sędziów Sądu Najwyższego z dnia 16 kwietnia 1993 r., sygn. III CZP 16/93, LEX nr 3900
uchwała całej Izby Cywilnej Sądu Najwyższego z dnia 28 kwietnia 1995 r., sygn. III CZP 166/94, LEX nr 4232
uchwała Sądu Najwyższego z dnia 24 października 2001 r., sygn. III CZP 58/01, LEX nr 49108
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 10 lipca 2003 r., sygn. I CKN 487/01, LEX nr 477645
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 listopada 2003 r., sygn. II CK 177/02, LEX nr 457755
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 marca 2004 roku, sygn. II CK 116/03, LEX nr 453645
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 2 grudnia 2004 r., sygn. V CK 291/04, LEX nr 137335

wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 maja 2005 roku, sygn. V CK 577/04, LEX nr 1511067
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 2 grudnia 2005 r., sygn. II CK 287/05, LEX nr 181251
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 października 2006 r., sygn. IV CSK 125/06, LEX nr 357585
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 11 października 2007 r., sygn. III SK 19/07, LEX nr 496411
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 czerwca 2008 r., sygn. III CSK 20/08, LEX nr 560575
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 czerwca 2010 r., sygn. I CSK 505/09, LEX nr 607239
uchwała Sądu Najwyższego z dnia 19 listopada 2010 r., sygn. III CZP 79/10;
wyrok Sądu Najwyższego z 19 września 2013 r., I CSK 651/12, LEX nr 1396293
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 23 stycznia 2014 r., sygn. II CSK 264/13, LEX nr 1458820
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 22 stycznia 2016 r., sygn. I CSK 1049/14, LEX nr 2008735
wyrok Sądu Najwyższego z dnia z 10 marca 2016r., sygn. III CSK 167/15, LEX nr 2023161
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 1 marca 2017 r., sygn. IV CSK 285/16, LEX nr 2308321
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 28 czerwca 2017 r., sygn. IV CSK 483/16, LEX nr 2332320
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 14 lipca 2017 r., sygn. II CSK 803/16, LEX nr 2369626
postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 12 grudnia 2017 r., sygn. IV CSK 667/16, LEX nr 2467078.
uchwała Sądu Najwyższego z dnia 20 czerwca 2018 r. III CZP 29/17, LEX nr 2504739
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 24 października 2018 r., sygn. II CSK 632/17, LEX nr 2567917
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 13 grudnia 2018 r., sygn. V CSK 559/17, LEX nr 2618543
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 lutego 2019 r., sygn. II CSK 19/18, LEX nr 2626330
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 maja 2019 r., sygn. I CSK 242/18, LEX nr 2690299
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 lipca 2019 r., sygn. I CSK 587/17, LEX nr 2727474
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 września 2019 r., sygn. IV CSK 334/18, LEX nr 2745525
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 29 października 2019 r., sygn. IV CSK 309/18, LEX nr 2732285
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 listopada 2019 r., II CSK 483/18, LEX nr 2744159
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 11 grudnia 2019 r., sygn. V CSK 382/18, LEX nr 2771344
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 3 lutego 2022 r., sygn. II CSKP 459/22, LEX nr 3303544
uchwała Sądu Najwyższego z dnia 28 kwietnia 2022 r., sygn. III CZP 40/22, LEX nr 3337513
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 13 maja 2022 r., sygn. II CSKP 464/22, LEX nr 3350095
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 maja 2022 r., sygn. II CSKP 314/22, LEX nr 3350313
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 września 2022 r., sygn. II CSKP 794/22, LEX nr 3410346

wyrok Sądu Najwyższego z dnia 8 listopada 2022 r., sygn. II CSKP 1153/22, LEX nr 3437885
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 8 listopada 2022 r., sygn. II CSKP 674/22, LEX nr 3437886
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 kwietnia 2023 r., sygn. II CNPP 11/22, LEX nr 3592359
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 kwietnia 2023 r., sygn. II CSKP 914/22, LEX nr 3569424
wyrok Sądu Najwyższego z dnia 20 czerwca 2023 r., sygn. II CSKP 1476/22, LEX nr 3571887
postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 31 sierpnia 2023 r., sygn. I CSK 5891/22, LEX nr 3600003;
postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 27 września 2023 r., sygn. I CSK 5338/22, LEX nr 3608113
postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 29 września 2023 r., sygn. I CSK 130/23, LEX nr 3612252

Inne orzeczenia:
wyrok IX Departamentu *Loewenberg przeciwko Leipziger*, Rocznik Sądowy na rok 1871, Warszawa, s. 175-178
wyrok SA w Warszawie z 5.12.1928r., sygn. A.C. IV 565/27, PPH, nr 1/1929, s. 127-130
wyrok Sądu Apelacyjnego w Gdańsku z dnia 31 stycznia 2018 r., sygn. I ACa 869/17, LEX nr 2658758
wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 listopada 2019 r., sygn. I ACa 674/18, LEX nr 2809495
wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 sierpnia 2020 r., sygn. VI ACa 315/19, LEX nr 3455740