

Aleksandra Nadolska

Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu, Gdynia

a.j.nadolska@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4903-8336>

Decyzje interwencyjne ESMA jako efektywny środek ochrony dobra publicznego w UE

<http://dx.doi.org/10.12775.SIT.2022.018>

1. Wprowadzenie

Wraz z ustanowieniem Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (ESNF) w Unii Europejskiej wyróżniono dwa aspekty prawne podlegające szczególnej ochronie, tj. stabilność finansową oraz politykę konsumencką. Przemawia za tym wyodrębnienie w ramach tego systemu Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS), która jest odpowiedzialna za sprawowanie nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym w Unii w celu przyczyniania się do przeciwdziałania ryzykom systemowym dla stabilności finansowej, oraz Europejskich Urzędów Nadzoru Finansowego (ESAs), sprawujących nadzór mikroostrożnościowy, którym powierzono zadania związane z ochroną konsumentów¹. Oba aspekty wypełniają pojęcie interesu publicznego, dlatego należy je przede wszystkim kwalifikować jako dobro publiczne.

¹ O zakresie pojęciowym terminów „konsument” oraz „klient” por. A. Nadolska, *Konsument i klient na rynku usług finansowych. Problem zakresu podmiotowego ochrony na rynku finansowym*, w: *Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym*, red. J. Monkiewicz, E. Rutkowska-Tomaszewska, Warszawa 2019, s. 52–71.

Ochrona systemowa oraz ochrona indywidualnych deponentów, inwestorów i ubezpieczających w zakresie, w jakim nie można racjonalnie oczekiwać, że będą oni chronić własne interesy, są podstawowymi celami współczesnej regulacji finansowej w Unii Europejskiej. W konsekwencji przyznane ESAs instrumentarium regulacyjno-nadzorcze uwzględnia oba ww. cele. Zwłaszcza że zachodzi między nimi szczególne sprzężenie, na które zwrócono uwagę już w raporcie de Larosière'a z 2009 r.² W treści tego dokumentu podkreślono bowiem, że gwarantem stabilności finansowej jest zapewnienie zaufania do systemu finansowego jako całości oraz odpowiednia ochrona klientów korzystających z usług finansowych. Tym samym zaufanie klientów usług finansowych stanowi nadrzędną wartość chronioną na jednolitym rynku UE, która wymaga specjalistycznego i specyficznego ujęcia transgranicznego i transsektorowego.

W tych okolicznościach na poziomie Unii Europejskiej w 2011 r. wprowadzono nowe środki regulacyjno-nadzorcze, które mają za zadanie korygować niewłaściwe zachowania rynkowe u źródła. Wśród nich należy wyodrębnić interwencję produktową, która bezpośrednio wpływa na działalność instytucji finansowej, zmuszając ją do czasowej rezygnacji z oferowania i dystrybuowania produktu zagrażającego interesom konsumentów, choć jest on skierowany przede wszystkim do nich. Przy czym docelowym zamiarem tego zabiegu jest wyeliminowanie z rynku finansowego tego rodzaju produktów jako niedopasowanych do potrzeb, cech i celów nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego. Jednocześnie dopuszczalne są jeszcze takie interwencje, które mają zapobiec utracie zaufania konsumentów do rynku finansowego, niewątpliwie zagrażającej jego prawidłowemu funkcjonowaniu i integralności. W tym ujęciu celem interwencji nie jest zakazanie czy ograniczenie oferowania, sprzedaży lub dystrybucji produktu, lecz zobowiązanie samych uczestników rynku do określonego zachowania, sprzyjającego utrzymaniu stabilności finansowej.

² *Report of The High Level Group of Financial Supervision in the UE*, Brussels, 25.02.2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (dostęp: 11.05.2021 r.).

Zmiana podejścia regulacyjno-nadzorczego w obszarze rynku finansowego jest spowodowana utratą wiary w przewidywalność tego rynku oraz racjonalność wyborów konsumentów. Z uwagi na to przyjęto zupełnie nowe standardy nadzorowania i regulowania rynku finansowego, które nie mogą pozostawać obojętne na ryzyka towarzyszące decyzjom uczestników rynku, zwłaszcza nieprofesjonalnych. Deprecjonowanie tych ryzyk na każdym etapie bytności konsumenta na rynku finansowym może bowiem doprowadzić w dłuższej perspektywie do destabilizacji systemu finansowego UE w całości lub części, co z pewnością nie leży w interesie publicznym Unii czy państw członkowskich. Aby zatem do tego nie dopuścić, ESAs przyznano m.in. możliwość wydawania generalnych decyzji interwencyjnych, które należy podzielić na standardowe – produktowe oraz wydawane w sytuacji wyjątkowej. Zostały one omówione w tym opracowaniu, przy czym większa część rozważań odnosi się do interwencji „wyjątkowej”, ponieważ tylko podstawy jej regulacji podlegają badaniu pod względem legalności przez TSUE.

2. Cel interwencji produktowej

Głównym celem ESNF³ jest zapewnienie właściwego wdrażania przepisów dotyczących sektora finansowego, w sposób umożliwiający zachowanie stabilności finansowej i zapewnienie zaufania do systemu finansowego jako całości oraz skutecznej i odpowiedniej ochrony klientów usług finansowych. Z uwagi na to misją ESAs uczyniono ochronę interesu publicznego przez przyczynianie się do zapewniania w perspektywie krótko-, średnio- i długotermino-

³ W skład ESNF wchodzi:

- a) Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ERRS),
- b) EBA (Europejski Urząd Nadzoru Bankowego),
- c) EIOPA (Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych),
- d) ESMA (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych),
- e) Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru,
- f) właściwe organy lub organy nadzoru państw członkowskich określone w aktach unijnych, o których mowa w art. 1 ust. 2 rozporządzeń ustrojowych o ESAs.

wej stabilności i efektywności systemu finansowego na korzyść gospodarki Unii, jej obywateli i przedsiębiorstw. W ramach ESAs poszczególne Urzędy przyczyniają się m.in. do wzmocnienia ochrony klientów i inwestorów⁴. Podstawowym zamierzeniem w tym zakresie jest zapewnienie przejrzystości, prostoty i dostępności do rynku finansowego oraz uczciwości działających na nim podmiotów rynkowych w ich relacjach z konsumentami. Jego realizacji może służyć stworzenie warunków umożliwiających dokonywanie przez konsumentów świadomych wyborów oraz lepsze zarządzanie produktami finansowymi (przede wszystkim inwestycyjnymi i ubezpieczeniowymi), ich dostępnością oraz odpowiednością. Produkty inwestycyjne i ubezpieczeniowe są bowiem złożone i skomplikowane, a część z nich w ogóle nie powinna być dystrybuowana wśród nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego. Z tych względów ESAs wyposażono w uprawnienia do interwencji produktowej.

Interwencja produktowa to możliwość wycofania wprowadzonych do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży niektórych produktów finansowych o pewnych określonych cechach albo zabronienia prowadzenia szczególnego rodzaju działalności finansowej lub praktyki instytucji finansowej. W art. 9 ust. 5 rozporządzeń ustrojowych o ESAs⁵ wprost wskazano, że interwencje produktowe Urzędów polegają na możliwości wprowadzenia czasowego zakazu lub

⁴ Szerzej o działaniach ESAs mających na celu ochronę konsumentów por. M. Fedorowicz, *Ochrona konsumenta w kontekście działań unijnych organów nadzoru nad rynkiem finansowym*, w: *Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym*, red. J. Monkiewicz, E. Rutkowska-Tomaszewska, Warszawa 2019, s. 127–145.

⁵ Tj. Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylecia decyzji Komisji 2009/78/WE (Dz.Urz. UE. L. z 2010 r. Nr 331, s. 12 ze zm.); Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1094/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/79/WE (Dz.Urz. UE. L. z 2010 r. Nr 331, s. 48 ze zm.); Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych),

ograniczenia wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży określonych produktów i instrumentów finansowych lub określonej działalności finansowej, które mogą powodować istotne szkody finansowe u klientów lub konsumentów lub zagrażają prawidłowemu funkcjonowaniu i integralności rynków finansowych lub stabilności całego systemu finansowego Unii lub jego części. Z istoty i funkcji tych uprawnień wynika, że mogą one być realizowane tylko w ściśle określonych przypadkach i na warunkach określonych w aktach ustawodawczych (wymienionych w art. 1 ust. 2 każdego rozporządzenia ustrojowego o ESAs) lub gdy wymaga tego sytuacja nadzwyczajna (analizowana przez pryzmat ryzyka, które może poważnie zagrozić prawidłowemu funkcjonowaniu i integralności rynków finansowych lub stabilności całego systemu finansowego Unii lub jego części).

Możliwość adresowania do instytucji finansowych tymczasowych zakazów i ograniczeń, do których odnoszą się art. 9 ust. 5 rozporządzeń ustrojowych o ESAs, jest uzależniona od dyspozycji przepisów sektorowych powołanych w art. 1 ust. 2 tych aktów unijnych. Przy czym interwencja produktowa jest środkiem prawnym opisanym wprost w art. 40–41 rozporządzenia MiFIR⁶ oraz art. 16 rozporządzenia PRIIP⁷, a także:

– art. 19 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/567 z dnia 18 maja 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do definicji, przejrzystości, kompresji portfela i środków nadzorczych w zakresie interwencji produktowej i pozycji⁸ oraz

zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.Urz. UE. L. z 2010 r. Nr 331, s. 84 ze zm.).

⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.Urz. UE. L. z 2014 r. Nr 173, s. 84 ze zm.

⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych, Dz.Urz. UE. L. z 2014 r. Nr 352, s. 1 ze zm.

⁸ Dz.Urz. UE. L. z 2017 r. Nr 87, s. 90.

– art. 1 rozporządzenia uzupełniającego PRIIP (Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/1904 z dnia 14 lipca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 w odniesieniu do interwencji produktowej⁹.

Warto podkreślić, że zarówno w części wprowadzającej rozporządzenia MiFIR (motyw 29), jak i rozporządzenia PRIIP (motyw 25) interwencję produktową określono jako specjalny mechanizm wprowadzania zakazu lub ograniczenia wprowadzania do obrotu, dystrybucji i sprzedaży wszelkich produktów (w szczególności chodzi tu o instrumenty finansowe lub lokaty strukturyzowane albo ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne) powodujących poważne zagrożenia dla ochrony inwestorów, dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub rynków towarowych bądź dla stabilności całego systemu finansowego lub części tego systemu. W obu aktach podkreślono, że kompetencje ESAs w tym przedmiocie mają charakter wyjątkowy i podlegają szczególnym warunkom, które muszą zostać spełnione łącznie. Wszystko po to, aby ESAs mogły działać *ex ante*, tj. miały prawo zapobiegawczo nałożyć zakaz lub ograniczenie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży klientom ww. produktów, ale z uwzględnieniem prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków. Trzeba przy tym zaznaczyć, że interwencje produktowe ESAs mogą być podejmowane wyłącznie w interesie publicznym (choć jest to oczywiste, biorąc pod uwagę fakt, że agencje te działają w celu ochrony tego interesu).

Ponadto ESMA dodatkowo przyznano uprawnienie interwencyjne w wyjątkowych okolicznościach, uregulowane w art. 28 rozporządzenia nr 236/2012 w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego¹⁰ (dalej: rozporządzenie nr 236/2012 albo rozporządzenie w sprawie krótkiej sprzedaży), uzupełnionym art. 24 rozporządzenia delegowanego

⁹ Dz.Urz. UE. L. z 2016 r. Nr 295, s. 11.

¹⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego, Dz.Urz. UE. L. z 2012 r. Nr 86, s. 1 ze zm.

Komisji (UE) nr 918/2012 z dnia 5 lipca 2012 r.¹¹ Instytucję tę różni od ww. podstawowych interwencji produktowych (wynikających z rozporządzeń MiFIR i PRIIP) to, że adresatami decyzji wydanej na tej podstawie są uczestnicy rynku finansowego – osoby fizyczne i prawne. Poza tym środek ten stanowi ochronę przed zagrożeniem dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych bądź stabilności całego systemu finansowego Unii lub jego części¹². W konsekwencji sama potrzeba ochrony klientów usług finansowych (konsumentów, inwestorów) nie jest w tym przypadku wystarczającym uzasadnieniem podjęcia interwencji (aczkolwiek zagrożenie utraty zaufania tych klientów do rynku implikuje już

¹¹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 918/2012 z dnia 5 lipca 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego w odniesieniu do definicji, obliczania pozycji krótkich netto, pokrytych swapów ryzyka kredytowego z tytułu długu państwowego, progów powodujących obowiązek zgłoszenia, progów płynności w odniesieniu do zawieszenia ograniczeń, znacznych spadków wartości instrumentów finansowych i wystąpienia niekorzystnych zdarzeń (Dz.Urz. UE. L. z 2012 r. Nr 274, s. 1 ze zm.).

¹² W motywach 33–34 wprowadzenia rozporządzenia nr 600/2014 wskazano, że „ESMA powinien również (gdyż zasadą jest, że działania w tym zakresie powinny w pierwszej kolejności podejmować organy krajowe – przyp. autorki) mieć uprawnienia do podejmowania środków w przypadku, gdy krótka sprzedaż i inne powiązane działania zagrażają prawidłowemu funkcjonowaniu i integralności rynków finansowych lub stabilności całego systemu finansowego w Unii lub jego części, w przypadku gdy istnieją skutki transgraniczne, a właściwe organy nie podjęły dostatecznych środków w celu ochrony przed tym zagrożeniem. ESMA powinien konsultować się w miarę możliwości z ERRS oraz innymi odpowiednimi organami, jeżeli dany środek może mieć skutki wykraczające poza rynki finansowe, co może mieć miejsce w odniesieniu do instrumentów pochodnych dotyczących towarów, służących zabezpieczeniu fizycznych pozycji. Uprawnienia ESMA na mocy tego rozporządzenia do ograniczenia w wyjątkowych okolicznościach krótkiej sprzedaży i innych powiązanych działań są zgodne z art. 9 ust. 5 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010. Uprawnienia te powinny pozostawać bez uszczerbku dla uprawnień ESMA w sytuacjach nadzwyczajnych na mocy art. 18 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010. W szczególności ESMA powinien mieć możliwość przyjmowania indywidualnych decyzji zobowiązujących właściwe organy do podjęcia środków lub indywidualnych decyzji skierowanych do uczestników rynku finansowego na mocy art. 18 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010”.

konieczność określonych działań, co pozwala na refleksję, że cel ochrony konsumenckiej nie został tu wyraźnie wyeksponowany tylko ze względów pragmatycznych). Przy czym interwencja w tym ujęciu może również polegać na żądaniu od osób fizycznych lub prawnych posiadających pozycje krótkie netto związane z określonym instrumentem finansowym lub kategorią instrumentów finansowych, aby zgłaszały właściwemu organowi lub podawały do wiadomości publicznej informacje dotyczące danej pozycji. W konsekwencji rzeczona interwencja nie sprowadza się wyłącznie do czasowego nałożenia zakazu lub ograniczenia dotyczącego dokonywania przez uczestników rynku określonej transakcji, gdy skutkiem lub jednym ze skutków takiej transakcji jest uzyskanie korzyści finansowej przez taką osobę w przypadku spadku ceny lub wartości innego instrumentu finansowego.

3. Wyrok TSUE w sprawie C-270/12

Warto przypomnieć, że zagadnienie delegowania uprawnień ESMA na podstawie art. 28 rozporządzenia nr 236/2012 w sprawie krótkiej sprzedaży było badane przez TSUE w sprawie C-270/12 *Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej v. Parlament Europejski i Rada Unii Europejskiej*¹³. Notabene sprawę tę zainicjowało państwo (Wielka Brytania), w którym od 2013 r. organ nadzoru finansowego FCA (Financial Conduct Authority – najważniejszymi wyznacznikami jego działalności są ochrona konsumentów oraz przeciwdziałanie negatywnym zjawiskom, które mogą zagrażać konsumentom) podejmuje regularne, bezpośrednie interwencje na rynku sprzedaży detalicznej w celu ochrony konsumentów przed bezpośrednimi skutkami zaburzeń na tym rynku.

TSUE w uzasadnieniu wyroku z dnia 22 stycznia 2014 r. stwierdził, że art. 28 rozporządzenia nr 236/2012 należy rozumieć jako

¹³ „Zbiór Orzeczeń Trybunału Sprawiedliwości i Sądu” 2014, nr 1, poz. I-18.

stanowiący część całości przepisów, których celem jest nadanie właściwym organom krajowym oraz ESMA uprawnień interwencyjnych w celu ochrony przed niekorzystnymi zmianami zagrażającymi stabilności finansowej w ramach Unii oraz zaufaniu rynków. W związku z tym – jak podkreślił Trybunał – organy te powinny mieć możliwość nakładania czasowych ograniczeń na sprzedaż krótką określonych aktywów finansowych, zawieranie umów dotyczących swapów ryzyka kredytowego albo dokonywanie innych transakcji w celu zapobieżenia niekontrolowanym spadkom cen tych instrumentów. Organy te dysponują bowiem fachową wiedzą na wysokim poziomie i ściśle współpracują w zakresie osiągnięcia celu stabilności finansowej w ramach Unii. Trybunał uznał więc, że art. 28 nie przyznaje ESMA żadnego niezależnego uprawnienia wykraczającego poza ramy prawne określone w rozporządzeniu nr 1095/2010 ustanawiającym ten Urząd. TSUE zaznaczył przy tym, że wykonywanie uprawnień, o których mowa w art. 28 rozporządzenia nr 236/2012, jest uzależnione od spełnienia licznych kryteriów i przesłanek, określających zakres działania ESMA, który przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji musi dokonać analizy wielu wymogów wskazanych w art. 28 ust. 2 i 3, a wymogi te muszą być spełnione łącznie. Jednocześnie dwa rodzaje środków, jakie ESMA może podjąć na tej podstawie, są ściśle ograniczone do tych, które zostały ustanowione w art. 9 ust. 5 rozporządzenia nr 1095/2010. Ponadto, jak zauważył TSUE, zgodnie z art. 28 ust. 4 i 5 rozporządzenia nr 236/2012 przysługujący ESMA zakres uznania jest ograniczony zarówno przez obowiązek konsultowania z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego i – w stosownych przypadkach – z innymi odpowiednimi organami, jak i przez obowiązek notyfikowania właściwym organom krajowym środków, których przyjęcie proponuje, oraz przez czasowy charakter dopuszczalnych środków, które to środki, określone na podstawie istniejących najlepszych praktyk w zakresie nadzoru oraz w świetle wystarczających informacji, są przyjmowane w celu zapewnienia ochrony przed zagrożeniem wymagającym interwencji na szczeblu Unii. W konsekwencji Trybunał Sprawiedliwości UE oddalił skargę w sprawie C-270/12, przesądzając o ważności art. 28 rozporządzenia nr 236/2012 w sprawie krótkiej sprzedaży.

Trzeba podkreślić, że w doktrynie prawa słusznie zwrócono uwagę na fakt, że znaczenie sprawy C-270/12 nie sprowadzało się tylko do analizy zgodności z prawem pierwotnym UE przepisu art. 28 rozporządzenia nr 236/2012¹⁴. TSUE musiał bowiem rozstrzygnąć, czy agencja regulacyjna – a niewątpliwie jest nią ESMA – posiada uprawnienie do przyjmowania aktów o charakterze nieustawodawczym (w tradycyjnym rozumieniu) o zasięgu ogólnym oraz czy powierzenie jej uprawnienia do wydawania środków dotyczących osób fizycznych lub prawnych nie narusza przepisów art. 114 TFUE. Przede wszystkim więc, w kontekście poczynionego drugiego zastrzeżenia, wniesiona skarga dała asumpt do głębszej refleksji na temat tego, czy decyzje regulacyjnych agencji unijnych stanowią instrument prowadzący do harmonizacji prawa rynku finansowego UE, pożądanej przede wszystkim w obszarze ochrony stabilności finansowej.

Niemniej pojawiły się krytyczne stanowiska wobec wyroku TSUE z dnia 22 stycznia 2014 r.¹⁵, oparte na założeniu, że od kilku lat w przestrzeni unijnej pojawia się zjawisko „nowej agencyfikacji”, co zmusza do postawienia pytań o demokratyczną legitymizację takich urzędów jak ESMA, które nie podlegają bezpośredniej kontroli obywateli. Co więcej, według poglądów tej grupy ciągle rosnące kompetencje decyzyjne agencji regulacyjnych z trudem mieszczą się w istniejących ramach prawa pierwotnego, co jest równoznaczne z wyposażeniem ich w szerokie uprawnienia dyskrecyjne, które mogą być wykorzystane zgodnie z interesami politycznymi niektórych państw czy ich koalicji.

Autorka niniejszego opracowania nie podziela ani wyżej zaprezentowanych obaw, ani argumentacji przedstawionej dla ich poparcia. Najlepszym ich zaprzeczeniem jest jednak fakt, że od 2011 r.

¹⁴ A. Nadolska, *O charakterze prawnym decyzji Europejskich Urzędów Nadzoru – rozważania w kontekście sprawy Pringle C-370/12 oraz sprawy C-270/12*, „Zeszyty Prawnicze Biura Analiz Sejmowych Kancelarii Sejmu” 2014, nr 1(41), s. 11–26.

¹⁵ N. Kohtamäki, *Uprawnienia interwencyjne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełdy Papierów Wartościowych. Glosa do wyroku TS z dnia 22 stycznia 2014 r., C-270/12*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2014, nr 5, s. 110–119 oraz powołane tam źródła.

ESMA wydał tylko jedną decyzję na podstawie art. 28 rozporządzenia nr 236/2012, która zresztą utraciła moc 19 marca 2021 r.

4. Decyzje interwencyjne ESMA

Do interwencji produktowej w ogólności w UE doszło tylko na rynku kapitałowym. ESMA wydał dotąd dwie standardowe decyzje produktowe, mianowicie:

– decyzję nr 2018/795 z dnia 22.05.2018 r. o tymczasowym zakazie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym w Unii zgodnie z art. 40 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014¹⁶ – obowiązywała do 2 lipca 2019 r. oraz

– decyzję nr 2018/796 z dnia 22.05.2018 r. w sprawie tymczasowego wprowadzenia ograniczeń w zakresie kontraktów na różnicę w Unii Europejskiej zgodnie z art. 40 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014¹⁷ – decyzja obowiązywała do 1 sierpnia 2019 r.¹⁸ Każda z nich była przedłużana, ale tylko pierwsza z wymienionych podlegała zmianie.

Niezależnie od tego w dniu 16 marca 2020 r. ESMA podjął decyzję nr 2020/525 w sprawie nałożenia na osoby fizyczne lub prawne, które posiadają pozycje krótkie netto, obowiązku czasowego obniżenia progów skutkujących obowiązkiem zgłoszenia pozycji krótkich netto w odniesieniu do wyemitowanego kapitału podstawowego przedsiębiorstw, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym powyżej określonego progu, w celu powiadomienia właściwych organów zgodnie z art. 28 ust. 1 lit. a rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE)

¹⁶ Dz.Urz. UE. L. z 2018 r. Nr 136, s. 31.

¹⁷ Dz.Urz. UE. L. z 2018 r. Nr 136, s. 50.

¹⁸ Decyzje nr 2018/795 i nr 2018/796 zostały szczegółowo omówione w: B. Mrozowska-Bartkiewicz, *Instytucja interwencji produktowej w Europejskim Systemie Nadzoru Finansowego*, „Prawo Asekuracyjne” 2019, nr 1, s. 42–54.

nr 236/2012¹⁹. Biorąc pod uwagę przedmiot i zakres tej publikacji, można zauważyć, że szczegółowo została tu omówiona jedynie ostatnia z wymienionych decyzji ESMA, zwłaszcza że żaden inny ESAs nie posiada kompetencji do wydawania decyzji bezpośrednio adresowanych do uczestników rynku finansowego. To oznacza, że tożsamej kompetencji nie posiada ani EBA, ani EIOPA, które – tak jak ESMA – mają prawo kierować decyzje do właściwych instytucji finansowych albo krajowych organów nadzoru.

Decyzja ESMA nr 2020/525 – co warto w tym miejscu zaakcentować – ma charakter generalny, ponieważ została skierowana do adresatów oznaczonych w sposób ogólny i abstrakcyjny, tj. wszystkich osób fizycznych i prawnych w UE, które posiadają pozycje krótkie netto w rozumieniu rozporządzenia nr 236/2012. Mimo że ma ona charakter wiążący, to jednak definitywnie nie rozstrzyga sprawy (tym bardziej indywidualnej)²⁰. Wynika to z faktu, że ESMA wydaje tego rodzaju decyzję w sytuacji wyjątkowej i tylko na określony czas. Nie jest to więc decyzja administracyjna w rozumieniu k.p.a.²¹

Decyzja nr 2020/525 obejmuje tylko cztery artykuły – w pierwszym zdefiniowano „rynek docelowy”, drugi dotyczy tymczasowych obowiązków w zakresie przejrzystości, trzeci poświęcono wyłącznie podmiotowym i przedmiotowym, w czwartym zaś uregulowano zasady wejścia w życie i czasowego stosowania. Załącznikami do decyzji są: grafika ukazująca wskaźniki gospodarcze oraz tabelaryczne zestawienie wyników europejskich indeksów giełdowych. *Meritum* decyzji zawiera się w:

¹⁹ Dz.Urz. UE. L. z 2020 r. Nr 116, s. 5.

²⁰ Istotną cechą decyzji administracyjnej jest jej tzw. podwójna konkretność, co oznacza, że decyzja rozstrzyga sprawę indywidualną konkretnego adresata (strony). Powyższa cecha decyzji jako aktu stosowania prawa, a zatem aktu indywidualnego i konkretnego, pozwala odróżnić decyzję administracyjną od aktów stanowienia prawa (aktów normatywnych), a zatem aktów ogólnych i generalnych. Tak postanowienie NSA z dnia 21 kwietnia 1982 r., II SA 590/82, „Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego” 1982, nr 1, poz. 37.

²¹ Por. M. Fedorowicz, A. Michór, *O charakterze prawnym decyzji nowych europejskich organów nadzoru nad rynkiem finansowym UE*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2011, nr 11, s. 24–35.

- art. 2, w treści którego wskazano, że „Osoba fizyczna lub prawna posiadająca pozycję krótką netto w odniesieniu do wyemitowanego kapitału podstawowego przedsiębiorstwa, którego akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym, powiadamia odpowiedni właściwy organ, zgodnie z art. 5 i 9 rozporządzenia (UE) nr 236/2012, jeżeli pozycja ta osiąga odpowiedni próg powodujący obowiązek zgłoszenia, o którym mowa w ust. 2 niniejszego artykułu, lub spada poniżej tego progu (ust. 1). Odpowiedni próg powodujący obowiązek zgłoszenia stanowi odsetek równy 0,1% wyemitowanego kapitału podstawowego danego przedsiębiorstwa i każde 0,1% powyżej tego progu (ust. 2)” oraz
- art. 3, w którym przyjęto, że „Zgodnie z art. 16 rozporządzenia (UE) nr 236/2012 tymczasowe dodatkowe obowiązki w zakresie przejrzystości, o których mowa w art. 2, nie mają zastosowania do akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, jeżeli główny system obrotu, w ramach którego prowadzony jest obrót tymi akcjami, znajduje się w państwie trzecim (ust. 1). Tymczasowe dodatkowe obowiązki w zakresie przejrzystości, o których mowa w art. 2, nie mają zastosowania do działalności animatora rynku (ust. 2). Tymczasowe dodatkowe obowiązki w zakresie przejrzystości, o których mowa w art. 2, nie mają zastosowania do pozycji krótkiej netto w odniesieniu do przeprowadzania stabilizacji zgodnie z art. 5 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014²² (ust. 3)”.

Należy więc przyjąć, że obowiązek wynikający z decyzji nr 2020/525 dotyczy każdej osoby posiadającej pozycję krótką netto w odniesieniu do wyemitowanego kapitału podstawowego przedsiębiorstwa, którego akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym w ramach systemu obrotu znajdującego się w Unii Europejskiej, o ile pozycja ta osiąga lub przekracza 0,1% ww.

²² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE. L. z 2014 r. Nr 173, s. 1 ze zm.).

kapitału przedsiębiorstwa. W konsekwencji decyzja z 26 marca 2020 r. nie dotyczy systemu obrotu (ryнку regulowanego lub wielostronnej platformy obrotu), w ramach którego prowadzony jest obrót akcjami, ulokowanego w państwie trzecim, tj. poza UE. Co więcej, omawiana decyzja nie znajduje zastosowania w odniesieniu do „stabilizacji papierów wartościowych”, która zgodnie z pkt 6 preambuły rozporządzenia 2016/1052²³ ma na celu zapewnienie wsparcia dla ceny pierwszej (IPO) lub kolejnej (SPO) oferty papierów wartościowych w określonym, ograniczonym terminie, jeśli te papiery wartościowe znajdują się pod presją na sprzedaż, wytworzoną przez inwestorów krótkoterminowych (to wsparcie ma zmierzać do zmniejszenia powstałej presji i skutkować utrzymaniem uporządkowanych, „stabilnych” właśnie, warunków na rynku tych papierów; wartością dodaną tak rozumianej stabilizacji w dłuższym horyzoncie czasowym jest zwiększenie zaufania emitentów i inwestorów do rynku²⁴). W decyzji nr 2020/525 znalazło się też jedno wyłączenie podmiotowe – dotyczące działalności animatora rynku, czyli działalności przedsiębiorstwa inwestycyjnego, instytucji kredytowej, podmiotu z państwa trzeciego lub przedsiębiorstwa, o którym mowa w art. 2 ust. 1 lit. 1 dyrektywy 2004/39/WE²⁵, będących uczestnikami systemu obrotu lub rynku w państwie

²³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/1052 z dnia 8 marca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących warunków mających zastosowanie do programów odkupu i środków stabilizacji (Dz.Urz. UE. L. z 2016 r. Nr 173, s. 34 ze zm.).

²⁴ A. Stokłosa, w: A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2017, art. 5.

²⁵ Tj. przedsiębiorstw, które „świadczą usługi inwestycyjne i/lub prowadzą działalność inwestycyjną polegającą wyłącznie na zawieraniu na własny rachunek na rynkach transakcji typu futures lub premiovych, albo innego rodzaju pochodnych, i na rynkach środków pieniężnych, wyłącznie w celu zabezpieczenia rynków pochodnych instrumentów finansowych, lub które realizują transakcje na rachunek innych podmiotów gospodarczych tych rynków lub ustalają ich ceny, oraz zapewnianych przez podmioty rozliczeniowe tego rynku, jeżeli odpowiedzialność za zapewnienie wykonania kontraktów, do których przedsiębiorstwa te przystąpiły, wzięły na siebie podmioty rozliczeniowe tych rynków”.

trzecim, którego ramy prawne i nadzorcze zostały uznane za równoważne przez Komisję zgodnie z art. 17 ust. 2 rozporządzenia o krótkiej sprzedaży [...], w przypadku gdy wymienione podmioty w charakterze głównego uczestnika dokonują transakcji na instrumentach finansowych, niezależnie od tego, czy są one przedmiotem obrotu w systemie obrotu, czy też poza takim systemem, działając w dowolnej z poniższych sytuacji:

- (i) wystawiając ostateczne kwotowania dotyczące jednocześnie kupna i sprzedaży, o porównywalnej wielkości i po konkurencyjnych cenach, w wyniku czego rynek jest stale i regularnie zasilany płynnością;
- (ii) w ramach swojej zwykłej działalności, realizując zlecenia składane przez klientów lub zlecenia w odpowiedzi na zapotrzebowanie ze strony klientów dotyczące transakcji;
- (iii) zabezpieczając pozycje wynikające z realizacji zadań na mocy pkt (i) oraz (ii).

Co ważne – decyzja nr 2020/525 nie wprowadziła nowego obowiązku sprawozdawczego, lecz zmodyfikowała dotychczas istniejący. W konsekwencji nie wpłynęła na zdolność uczestników rynku do zajmowania lub zwiększania ich pozycji krótkich z tytułu akcji, *ergo* – nie ograniczyła działalności instytucji finansowych (pośrednio oczywiście, jako że owa decyzja nie była do nich adresowana), do czego zmagają typowe (standardowe) interwencje produktowe opisane w rozporządzeniach MiFIR i PRIIP.

W obszernym wprowadzeniu do decyzji nr 2020/525 ESMA szczegółowo odniósł się do przyczyn podjęcia interwencji na rynku regulowanym, wskazując, że po wybuchu pandemii COVID-19, w szczególności po 20 lutego 2020 r., rynki akcji w UE odnotowały straty na poziomie 30%, co stanowiło poważne zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych. W ocenie ESMA straty, wynikające z gwałtownych wahań cen z tendencją spadkową, podważają również zaufanie do rynków, które determinuje prawidłowe funkcjonowanie i integralność rynków. Aby zapobiec dalszej zmienności i spirali spadku cen akcji, ESMA zdecydował więc o skorzystaniu ze środka przyznanego mu na mocy art. 28 ust. 1 lit. a rozporządzenia nr 236/2012, którego wdrożenie powinno poprawić zdolności właściwych organów krajo-

wych i ESMA w zakresie odpowiedniej oceny sytuacji i reagowania, jeżeli integralność, prawidłowe funkcjonowanie i stabilność rynków wymagają bardziej rygorystycznych działań. Nie ulega zatem wątpliwości, że instrument określony w art. 28 ust. 1 lit. a rozporządzenia nr 236/2012 został wykorzystany przez ESMA w celu zapobieżenia sytuacji zagrażającej stabilności całego unijnego systemu finansowego lub jego części. W motywach omawianej interwencji ESMA podkreślił jednocześnie, że zidentyfikowane przez Urząd zagrożenia mają charakter ogólnounijny, a żaden właściwy organ (krajowy organ nadzoru finansowego) nie przyjął długoterminowych środków mających na celu zwiększenie widoczności rozwoju działalności w ramach pozycji krótkich netto poprzez ustanowienie niższych progów sprawozdawczości. Dodatkowo ESMA wyjaśnił, na czym polega skuteczność przyjętego środka (zbadana przez pryzmat przeciwdziałania zagrożeniu dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych, a także zagrożeniu dla stabilności całego unijnego systemu finansowego lub jego części oraz w kontekście poprawy zdolności właściwych organów do monitorowania zagrożenia), który ani nie stwarza ryzyka arbitrażu regulacyjnego, ani nie wpływa na efektywność rynków finansowych lub na inwestorów, który byłby nieproporcjonalny do jego korzyści. Wydając decyzję nr 2020/525, ESMA wypełnił obowiązki, o których mowa w art. 28 ust. 4 i 5 rozporządzenia nr 236/2012.

Decyzja nr 2020/525 została wydana na trzy miesiące, po czym była trzykrotnie przedłużana na tożsame okresy²⁶. Każdorazowe

²⁶ 1. Decyzja Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) 2020/1123 z dnia 10 czerwca 2020 r. w sprawie przedłużenia obowiązywania tymczasowego wymogu zgłaszania przez osoby fizyczne lub prawne, które posiadają pozycje krótkie netto, obowiązku czasowego obniżenia progów skutkujących obowiązkiem zgłoszenia pozycji krótkich netto w odniesieniu do wyemitowanego kapitału podstawowego przedsiębiorstw, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, w celu powiadomienia właściwych organów powyżej określonego progu zgodnie z art. 28 ust. 1 lit. a rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 (Dz.Urz. UE. L. z 2020 r. Nr 245, s. 17).

2. Decyzja Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (UE) 2020/1689 z dnia 16 września 2020 r. w sprawie przedłużenia obowiązywania tymczasowego wymogu żądania od osób fizycznych lub prawnych posiadających pozycje krótkie netto obniżenia progów powodujących obowiązek

przedłużenie było poprzedzone przeglądem na podstawie analizy wskaźników wydajności, w tym cen, zmienności, spreadu swapu ryzyka kredytowego, a także ewolucji pozycji krótkich netto, zwłaszcza tych mieszczących się w przedziale od 0,1 do 0,2%.

5. Podsumowanie

Mimo obaw zgłaszanych w związku z przyznaniem ESMA kompetencji interwencyjnych w wyjątkowych okolicznościach, dotyczących olbrzymiej uznaniowości Urzędu w tym zakresie, a nawet pokusy forsowania w ten sposób ocen o charakterze politycznym należy stwierdzić, że nie miały one właściwego usprawiedliwienia. W ciągu ponad 10 lat funkcjonowania ESNF ESMA wydał tylko jedną decyzję interwencyjną na mocy art. 28 rozporządzenia nr 236/2012, która przyczyniła się do utrzymania w czasie pandemii SARS-CoV-2 stabilności finansowej oraz prawidłowego funkcjonowania i integralności jednolitego rynku finansowego UE. Ważne jest podkreślenie, że omówiona decyzja nie została zaskarżona, co pozwala na domniemanie, iż znalazła ona aprobatę nie tylko wśród krajowych organów nadzorczych, ale przede wszystkim nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego. W konsekwencji można przyjąć, że zastosowany środek faktycznie zapobiegł utracie zaufania do rynku finansowego, którego odbudowanie stanowi przecież jeden z głównych powodów reformy finansowej w UE po

zgłoszenia pozycji krótkich netto dotyczących wyemitowanego kapitału podstawowego spółek, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, w celu zgłoszenia właściwym organom pozycji powyżej określonego progu zgodnie z art. 28 ust. 1 lit. a rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 (Dz.Urz. UE. L. z 2020 r. Nr 379, s. 60).

3. Decyzja Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (UE) 2021/272 z dnia 16 grudnia 2020 r. w sprawie przedłużenia obowiązowania tymczasowego wymogu żądania od osób fizycznych lub prawnych posiadających pozycje krótkie netto obniżenia progów powodujących obowiązek zgłoszenia pozycji krótkich netto dotyczących wyemitowanego kapitału podstawowego spółek, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, w celu zgłoszenia właściwym organom pozycji powyżej określonego progu zgodnie z art. 28 ust. 1 lit. a rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 (Dz.Urz. UE. L. z 2021 r. Nr 61, s. 7).

ostatnim globalnym kryzysie. Wypada także podkreślić, że forma tej interwencji była najlepiej dopasowana do struktury rynków finansowych państw członkowskich i dzięki niej umożliwiono wprowadzenie jednolitego standardu czasowego na terenie całej UE.

Przenosząc powyższe uwagi na ogólniejszy poziom konstatacji, trzeba stwierdzić, że interwencje – w tym produktowe – ESAs są efektywnym i koniecznym instrumentem ochrony rynku przed destabilizacją oraz ochrony klientów usług finansowych w UE. Przynajmniej w tym zakresie stanowią one znaczący krok w kierunku lepszej, skuteczniejszej ochrony indywidualnych inwestorów (docelowo też deponentów i ubezpieczonych) na rynku finansowym UE. *Ex ante* rozwiązują bowiem istotne problemy tej ochrony związane z właściwościami produktu, co idealnie wpisuje się w ich fundamentalny cel, którym jest przeciwdziałanie na wczesnym etapie zidentyfikowanym poważnym zagrożeniom dla ochrony nieprofesjonalnych uczestników rynku, dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych bądź stabilności całego systemu finansowego lub jego części. Ochronę konsumentów (klientów) usług finansowych oraz ochronę stabilności finansowej niewątpliwie należy bowiem traktować jako dobro publiczne, co immanentnie wiąże się z działaniem w interesie publicznym.

Należy mieć nadzieję, że w przyszłości ESMA, a także EBA i EIOPA, będą częściej korzystały z nadanych im uprawnień interwencyjnych, skoro w ich ramach są w stanie szybko i kompleksowo zdefiniować i monitorować poważne zagrożenia dla interesów konsumentów i stabilności systemu finansowego Unii Europejskiej oraz zapobiegać tym zagrożeniom, a także towarzyszącym im nieustannym zmianom sytuacji, które ESAs oceniają na bieżąco. Żaden krajowy organ regulacyjno-nadzorczy nie posiada bowiem możliwości ani kompetencji pozwalających na to, aby weryfikować i wiążąco wpływać na zagrożenia dotyczące rynków finansowych wszystkich państw członkowskich UE.

STRESZCZENIE

Decyzje interwencyjne ESMA jako efektywny środek ochrony dobra publicznego w UE

W dniu 1 stycznia 2011 r. zaczął funkcjonować Europejski System Nadzoru Finansowego, w ramach którego Europejskim Urzędem Nadzoru powierzono zadania związane z ochroną konsumentów. W ich ramach ESAs wyposażono w uprawnienia do bezpośredniej ingerencji w zakres działalności instytucji finansowych. Mianowicie wszystkie ESAs otrzymały kompetencję do wydawania w sytuacji nadzwyczajnej wiążących decyzji w przedmiocie interwencji produktowych. Dodatkowo ESMA przyznano możliwość interwencji w wyjątkowych okolicznościach w rozumieniu art. 28 rozporządzenia nr 236/2012, która była badana pod względem legalności przez TSUE (sprawa C-270/12). Zasadniczym celem tego opracowania jest ocena uprawnień interwencyjnych ESAs w kontekście współczesnego paradygmatu ochrony klientów usług finansowych. Szczególną uwagę w tym zakresie poświęcono jednak decyzji ESMA nr 2020/525 z 16 marca 2020 r., jako że jest ona pierwszą i dotąd jedyną interwencją skierowaną do uczestników rynku wdrożoną w wyjątkowym okresie, tj. podczas pandemii COVID-19.

Słowa kluczowe: ESA; ESMA; decyzja; interwencja (produktowa); ochrona konsumenta/klienta usług finansowych; stabilność finansowa; dobro publiczne; rynek finansowy

SUMMARY

ESMA's interventions as an effective measure to protect the public good in the EU

On 1 January 2011, the European System of Financial Supervision began to operate, under which the European Supervisory Authorities were entrusted with tasks related to consumer protection. As part of them, the ESAs are empowered to directly interfere with the activities of financial institutions. Namely, all ESAs have been empowered to issue binding decisions on product interventions in an emergency. Additionally, ESMA was granted the possibility to intervene in exceptional circumstances within the meaning of Art. 28 of Regulation No. 236/2012, which was examined for legality by the CJEU (case C-270/12). The main purpose of

this study is to assess ESA's intervention powers in the context of the contemporary paradigm of protecting financial services customers. However, special attention in this regard was given to ESMA Decision 2020/525 of 16/03/2020, as it is the first and so far the only intervention aimed at market participants, implemented in an exceptional period, i.e. during the COVID-19 pandemic.

Keywords: ESA; ESMA; decision; (product) intervention; consumer/client protection of financial services; financial stability; public good; financial market

BIBLIOGRAFIA

- Fedorowicz M., *Ochrona konsumenta w kontekście działań unijnych organów nadzoru nad rynkiem finansowym*, w: *Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym*, red. J. Monkiewicz, E. Rutkowska-Tomaszewska, Warszawa 2019.
- Fedorowicz M., Michór A., *O charakterze prawnym decyzji nowych europejskich organów nadzoru nad rynkiem finansowym UE*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2011, nr 11.
- Kohtamäki N., *Uprawnienia interwencyjne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełdy Papierów Wartościowych*. Glosa do wyroku TS z dnia 22 stycznia 2014 r., C-270/12, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2014, nr 5.
- Mrozowska-Bartkiewicz B., *Instytucja interwencji produktowej w Europejskim Systemie Nadzoru Finansowego*, „Prawo Asekuracyjne” 2019, nr 1.
- Nadolska A., *Konsument i klient na rynku usług finansowych. Problem zakresu podmiotowego ochrony na rynku finansowym*, w: *Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym*, red. J. Monkiewicz, E. Rutkowska-Tomaszewska, Warszawa 2019.
- Nadolska A., *O charakterze prawnym decyzji Europejskich Urzędów Nadzoru – rozważania w kontekście sprawy Pringle C-370/12 oraz sprawy C-270/12*, „Zeszyty Prawnicze Biura Analiz Sejmowych Kancelarii Sejmu” 2014, nr 1(41).
- Stokłosa A., w: A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2017.