

## Nadzór wstępny nad spółką prowadzącą rynek giełdowy w Polsce

Jednym z podstawowych mechanizmów, przy którego wykorzystaniu organ nadzoru – Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) – jest w stanie oddziaływać na zapewnienie warunków dla bezpiecznego, stabilnego i efektywnego ekonomicznie obrotu instrumentami finansowymi, w obrębie rynku giełdowego jest mechanizm udzielania zezwoleń na podjęcie i prowadzenie działalności przez podmioty i instytucje tego rynku (mechanizm nadzoru wstępnego). Komisja Nadzoru Finansowego została wyposażona w kompetencję do władczego określenia tego, czy dany podmiot spełnia wymogi rynku giełdowego, a tym samym czy fakt uczestniczenia danego podmiotu w obrocie nie będzie negatywnie oddziaływał na prawidłowe funkcjonowanie tego rynku. Reglamentacja działalności w obrębie rynku giełdowego dotyczy tak podmiotów znajdujących się po stronie popytowej rynku (inwestorów instytucjonalnych, takich jak np. fundusze inwestycyjnej), stronie podażowej (emitentów), jak wreszcie instytucji tworzących infrastrukturę tego rynku, w tym – co będzie przedmiotem niniejszego opracowania – samego operatora rynku (spółki prowadzącej rynek giełdowy).

Reglamentacja możliwości prowadzenia giełdy papierów wartościowych ma swoje bezpośrednie przełożenie na bezpieczeństwo rynku giełdowego, a w rezultacie na poziom jego efektywności ekonomicznej.

Prawodawca stawia specyficzne i restrykcyjne wymogi odnośnie do spółki prowadzącej rynek giełdowy (wymogi te zostały określone w art. 18 i 21-24 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>1</sup>). Wymogi te w swoim ogólnym wymiarze, nakierowane są na zapewnienie prawidłowego, bezpiecznego, stabilnego i płynnego funkcjonowania rynku giełdowego, a w rezultacie na zapewnienie stanu efektywności ekonomicznej obrotu instrumentami finansowymi. Mają też trwały charakter. Oznacza to, że ich stałe, nieprzerwane realizowanie przez spółkę prowadzącą giełdę papierów wartościowych jest warunkiem koniecznym dla posiadania przez nią szczególnego publicznoprawnego statusu rynku giełdowego, a tym samym dla możliwości prowadzenia przez nią tego rynku. Wymogi te nie mogą być więc postrzegane wyłącznie jako wymogi wstępne, których spełnienie jest weryfikowane przez KNF wyłącz-

---

<sup>1</sup> T.j.: Dz. U. 2010 r., Nr 211, poz. 1384 z późn. zm.; zwana dalej: u.o.i.f.

nie w ramach procedury udzielania zezwolenia na prowadzenie tej działalności gospodarczej. Ich praktyczne stałe wypełnianie stanowi bowiem podstawę faktyczną do pozytywnego zweryfikowania przez KNF działalności podmiotu prowadzącego rynek giełdowy, podczas, gdy niemożność ich realizacji prowadzi do zastosowania przez KNF odpowiedniej sankcji administracyjnoprawnej, w tym nawet do wystąpienia przez KNF do ministra właściwego do spraw instytucji finansowych z wnioskiem o uchylenie zezwolenia na prowadzenie giełdy papierów wartościowych<sup>2</sup>.

W powyższym kontekście warto też wskazać na znaczące ograniczenie obszarów gospodarczych, w których spółka prowadząca giełdę papierów wartościowych może prowadzić swoją działalność (art. 21 u.o.i.f.). Spółka ta musi bowiem koncentrować się na prowadzeniu giełdy papierów wartościowych lub też na innej działalności w zakresie organizowania obrotu instrumentami finansowymi oraz działalności związanej z tym obrotem, jak również może prowadzić działalność w zakresie edukacji, promocji i informacji związanej z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. Spółka ta może również – po uprzednim poinformowaniu KNF i zatwierdzeniu przez KNF regulaminu tego systemu – organizować alternatywny system obrotu. Zasadniczym motywem przyjęcia tego rozwiązania było, jak się wydaje, zapewnienie bezpieczeństwa obrotu instrumentami finansowymi na rynku giełdowym. Takie znaczące zredukowanie obszarów, w których spółka prowadząca giełdę papierów wartościowych może koncentrować swoją działalność, prowadzi do zredukowania ryzyka wystąpienia upadłości tej spółki, jak również stanowi gwarancję tego, że spółka będzie skupiać swoją aktywność na zapewnieniu bezpiecznego, prawidłowego i stabilnego funkcjonowania obrotu.

Procedura udzielania zezwoleń na prowadzenie giełdy papierów wartościowych ma specyficzny przebieg<sup>3</sup> i charakter. Jakkolwiek organem administracji publicznej właściwym do wydania zezwolenia na podjęcie i prowadzenie tej działalności jest minister właściwy do spraw instytucji finansowych, to jednym z warunków koniecznych wydania przez niego pozytywnej – dla składającej wniosek spółki – decyzji jest uprzednie

---

<sup>2</sup> Zob. art. 165 u.o.i.f..

<sup>3</sup> Spółka zainteresowana uzyskaniem zezwolenia na prowadzenie giełdy papierów wartościowych składa wniosek do ministra właściwego do spraw instytucji finansowych za pośrednictwem KNF. Komisja Nadzoru Finansowego po otrzymaniu wniosku analizuje jego aspekt formalny. W przypadku stwierdzenia braków formalnych w jego treści KNF wydaje decyzję o pozostawieniu wniosku bez rozpoznania. Natomiast w sytuacji, gdy złożony wniosek nie zawiera błędów o charakterze formalnym, KNF opiniuje wniosek (a tym samym dokonuje jego merytorycznej oceny) i przekazuje go do ministra właściwego do spraw instytucji finansowych. Minister właściwy do spraw instytucji finansowych po przeprowadzeniu odpowiedniego postępowania administracyjnego (i tym samym po dokonaniu merytorycznej analizy złożonego wniosku) zezwala danej spółce na prowadzenie giełdy papierów wartościowych.

pozytywne zaopiniowanie tego wniosku przez KNF (art. 25 u.o.i.f.)<sup>4</sup>. Wydanie przez właściwego ministra decyzji musi być zatem poprzedzone uzyskaniem pozytywnej opinii organu nadzoru. Opinia ta ma przy tym charakter wiążący. Minister właściwy do spraw instytucji finansowych może zatem rozstrzygnąć sprawę co do istoty dopiero po otrzymaniu przedmiotowego stanowiska. Przy czym decyzja pozytywna może zapaść wyłącznie w obliczu otrzymania od KNF pozytywnej opinii dotyczącej wniosku (a zatem w sytuacji, gdy KNF pozytywnie zaopiniuje możliwość podjęcia i prowadzenia tej działalności). Minister właściwy do spraw instytucji finansowych, występując do KNF o wydanie rzeczony opinii, zawiadamia o tym spółkę, która wystąpiła z rzeczonym wnioskiem (art. 106 § 2 ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego<sup>5</sup>). Działanie takie stanowić będzie realizację postulatów płynących z zasady ogólnej czynnego udziału strony w postępowaniu administracyjnym (art. 10 k.p.a.). Organ nadzoru zobligowany jest przedstawić opinię niezwłocznie, jednakże nie później niż w terminie dwóch tygodni od dnia doręczenia mu żądania (art. 106 § 3 k.p.a.). Komisja Nadzoru Finansowego wydając przedmiotową opinię będzie zobligowana kierować się w szczególności postulatami płynącymi z takich zasad ogólnych jak zasada praworządności (art. 6-7 k.p.a.), zasada prawdy materialnej (art. 7 k.p.a.) oraz zasada szybkości postępowania (art. 12 k.p.a.). Przy czym najważniejsze jest to, by ustalony przez KNF stan faktyczny sprawy odpowiadał rzeczywistości, a tym samym, by stanowił on niejako punkt wyjścia do zastosowania właściwej podstawy prawnej. W sytuacji, gdy organ nadzoru uzna to za konieczne, będzie on zatem uprawniony do przeprowadzenia postępowania wyjaśniającego w sprawie. W każdej zatem sytuacji, gdy tylko organ nadzoru poweźmie wątpliwości odnośnie do faktycznego wpływu podjęcia i prowadzenia tego rodzaju działalności reglamentowanej na bezpieczeństwo systemu finansowego, będzie zobligowany przeprowadzić postępowanie wyjaśniające w sprawie. W przypadku niewyrażenia przez KNF opinii w terminie dwóch tygodni od dnia doręczenia jej żądania możliwe będzie zainicjowanie przez stronę postępowania (wnioskodawcę) zastosowania środków przeciwdziałających bezczynności lub przewlekłości organu w postępowaniu z art. 36-38 KPA (art. 106 § 6 k.p.a.). Organ nadzoru wyraża opinię w formie prawnej postanowienia. Na postanowienie to służy stronie postępowania (wnioskodawcy) środek prawny zwyczajny jakim jest zażalenie (art. 106 § 5 k.p.a.).

---

<sup>4</sup> W powyższym kontekście warto wskazać, że zgodnie z utrwalonym w orzecznictwie poglądem niezachowanie w toku załatwiania sprawy formy wiążącego współdziałania organów administracji publicznej stanowi przesłankę uchylenia zaskarżonej decyzji na podstawie; zob. np.: Wyrok NSA z dnia 20 grudnia 1983 r.; sygnatura: II SA 1765/83; <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/AE2B892A4D>; Wyrok WSA w Krakowie z dnia 27 kwietnia 2007 r.; sygnatura: I SA/Kr 1124/04; <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/5A4249575C>.

<sup>5</sup> T.j.: Dz. U. z 2000 r., Nr 98, poz. 1071 z późn. zm.; zwana dalej: k.p.a.

Ocena wniosku dokonywana kolejno przez KNF i przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych koncentruje się na analizie podstawowych dla działania każdego przedsiębiorcy obszarów, takich jak: obszar kapitałowy (czy posiadane środki finansowe są wystarczające do prowadzenia działalności), obszar osobowy (czy osoby wywierające wpływ na funkcjonowanie spółki dają rękojmię jej prawidłowego, bezpiecznego i stabilnego działania), a także obszar ekonomiczny (czy przeprowadzona analiza ekonomiczno-finansowa daje pozytywną odpowiedź odnośnie do możliwości prowadzenia giełdy papierów wartościowych).

W tym miejscu należałoby zastanowić się nad celowością podwójnej merytorycznej analizy wniosku o prowadzenie giełdy papierów wartościowych. Należy bowiem z całą stanowczością wskazać, że oba organy administracji publicznej nie działają przeciw w interesie własnym, ale na mocy odpowiednich regulacji prawnych stoją na straży interesu publicznego, ogniskującego się w prawidłowym działaniu rynku giełdowego. Mając na uwadze pozycję prawnoustrojową i kompetencje tak KNF, jak i ministra właściwego do spraw instytucji finansowych, należy wskazać, że ocena dokonywana przez każdy z tych organów będzie prowadzona z nieco odmiennej perspektywy. Komisja Nadzoru Finansowego będzie oceniała wniosek z punktu widzenia bezpieczeństwa rynku finansowego, natomiast minister właściwy do spraw instytucji finansowych dokona oceny wniosku przy wykorzystaniu zdecydowanie szerszej perspektywy, a więc z punktu widzenia bezpieczeństwa i prawidłowości funkcjonowania całego systemu finansowego, tak w jego obszarze prywatnym jak i publicznym. Podwójna ocena będzie miała – jak się wydaje – pozytywne przełożenie na bezpieczeństwo rynku giełdowego. Można bowiem domniemywać, że ocena dokonywana przez dwa niezależne organy, przy wykorzystaniu odmiennych punktów odniesienia<sup>6</sup>, pozwoli na potencjalnie najpełniejsze i najdokładniejsze wyłapanie wszelkich błędów w treści wniosku, a tym samym zjawisk i zachowań, których wystąpienie mogłoby potencjalnie negatywnie oddziaływać na bezpieczeństwo i stabilność obrotu instrumentami finansowymi.

Wykorzystanie w tym obszarze instrumentów i mechanizmów właściwych dla prawa administracyjnego w istotny sposób zwiększa poziom bezpieczeństwa funkcjonowania rynku giełdowego. Instrumenty te, dzięki swojej naturalnej elastyczności, pozwalają

---

<sup>6</sup> Komisja Nadzoru Finansowego będzie dokonywała analizy wniosku i dołączonych do niego dokumentów z punktu widzenia zasadniczego celu jej działania (art. 2 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym – Dz. U. z 2006 r., Nr 157, poz. 1119 z późn. zm., zwana dalej: u.n.r.f. – w połączeniu z art. 4 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym – Dz. U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1537 z późn. zm., zwana dalej: u.n.r.k.), natomiast minister właściwy do spraw instytucji finansowych dokona analizy wniosku i dołączonych do niego dokumentów pod kątem tego, czy podmiot występujący z wnioskiem zapewnia prowadzenie działalności w sposób niezagrażający bezpieczeństwu obrotu instrumentami finansowymi i czy w należyтым stopniu zabezpiecza interesy uczestników tego obrotu (art. 26 u.o.i.f.).

na łatwe i precyzyjne określenie tego, czy dany podmiot daje rękojmię prawidłowego, bezpiecznego i stabilnego prowadzenia giełdy papierów wartościowych. Tym samym pozwalają one na odgórne wyeliminowanie z obszaru szeroko rozumianego rynku kapitałowego tych podmiotów, które nie byłyby w stanie właściwie prowadzić giełdy papierów wartościowych. Jak wydaje się, instrumenty właściwe dla prawa prywatnego, nie pozwalałyby na dokonanie takiej antycypacyjnej selekcji, a tym samym nie byłyby w stanie w należyтым stopniu zapewnić ochrony dla interesu publicznego.

Mając na uwadze specyfikę funkcjonowania wszelkich rynków w obrębie gospodarki wolnorynkowej, z powodzeniem można założyć, że w czysto hipotetycznej sytuacji, gdyby prowadzenie giełdy papierów wartościowych było działalnością o charakterze wolnym, działalność ta byłaby – z racji jej znacznej atrakcyjności ekonomicznej – najprawdopodobniej podejmowana przez liczną rzeszę przedsiębiorców. Można domniemywać, że taki zanik niejako naturalnego monopolu istniejącego dotychczas w tym obszarze, prowadziłby do początkowego obniżenia ogólnych kosztów ponoszonych przez stronę popytową i podażową, w związku z dokonywaniem transakcji opiewających na instrumenty finansowe. Jednakże w długim czasie taki zabieg prowadziłby do znaczącego zredukowania poziomu kapitalizacji i płynności poszczególnych giełd papierów wartościowych, co w rezultacie przełożyłoby się na istotny spadek kapitalizacji i płynności całego polskiego rynku kapitałowego, jak i spadek poziomu ekonomicznej efektywności jego działania. Abstrahując w tym miejscu od niezgodności takiego hipotetycznego rozwiązania z treścią norm porządku unijnego (a dokładniej z fundamentami, na których rozpostarta została konstrukcja jednolitego rynku finansowego), należy wskazać, że taki potencjalny zabieg prowadziłby w konsekwencji do osiągnięcia rezultatów odmiennych od założonych i zamiast sprzyjać rozwojowi rynku giełdowego, jego implementacja do systemu prawa prowadziłaby do marginalizacji gospodarczego i ekonomicznego znaczenia polskiego rynku giełdowego, a tym samym do naruszenia interesu publicznego, ogniskującego się w prawidłowym funkcjonowaniu tego rynku.

Działanie mechanizmu udzielania zezwoleń na prowadzenie giełdy papierów wartościowych jest wspierane przez dodatkowe mechanizmy nadzoru wstępnego, których zasadniczym celem jest zapewnienie tego, by na faktyczne funkcjonowanie spółki akcyjnej prowadzącej giełdę papierów wartościowych – przez cały okres jej gospodarczej egzystencji – wpływ wywierały wyłącznie takie podmioty i takie kapitały finansowe, które dają rękojmię prawidłowego działania rynku giełdowego. Mechanizmem tym jest w szczególności sprawowanie przez KNF nadzoru nad zmianami zachodzącymi w składzie zarządu spółki prowadzącej rynek giełdowy (art. 27 u.o.i.f.).

Dokonując analizy tego rozwiązania warto przede wszystkim wskazać, że wykorzystanie przez prawodawcę w treści normy z art. 27 u.o.i.f. sformułowania dokonanie

zmian w składzie zarządu giełdy – jak się wydaje – wskazuje na to, że zgody KNF wymagają tak poszczególne zmiany w składzie zarządu giełdy, sprowadzające się do zmiany personalnej poszczególnych jego członków, jak i zmiany ogólnej liczebności czy też struktury tego zarządu<sup>7</sup>. Wprowadzenie tego rozwiązania zabezpiecza prawidłowość i bezpieczeństwo funkcjonowania rynku giełdowego. Należy bowiem pamiętać, że zgodnie z przyjętym w treści ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych<sup>8</sup> modelem funkcjonowania spółki akcyjnej (art. 368-380 k.s.h.), to właśnie jej zarząd ma – co do zasady – decydujący wpływ na zarządzanie jej działalnością na szczeblu operacyjnym, a tym samym na jej faktyczne funkcjonowanie. Warto tutaj wskazać, że na gruncie tej regulacji – zaliczanej tradycyjnie do gałęzi prawa prywatnego – prawodawca wprowadził liczne gwarancje nakierowane na zapewnienie prawidłowej realizacji obowiązków przez członków zarządu spółki akcyjnej. Członkowie ci zostali, po pierwsze, *ex lege* zobligowani do wykonywania swoich obowiązków z dochowaniem należytej staranności wynikającej z zawodowego charakteru swojej działalności (art. 483 § 2 k.s.h.). Po drugie, należy pamiętać, że na gruncie k.s.h. prawodawca wprowadził liczne instrumenty prawne nakierowane na zapobieganie naruszeniom obowiązków członków zarządu spółek akcyjnych, jak również na eliminowanie z obrotu skutków tych naruszeń<sup>9</sup>. Jednakże – jak wydaje się – mechanizmy prawa prywatnego nie zabezpieczają w koniecznym stopniu prawidłowości funkcjonowania zarządu w spółce prowadzącej giełdę papierów wartościowych. Za przyjęciem powyższej tezy przemawia co najmniej kilka argumentów. Przede wszystkim warto wskazać, że wymienione środki mają ze

<sup>7</sup> Powyższa teza znajduje swoje normatywne potwierdzenie w treści art. 29 ust. 1 u.o.i.f.

<sup>8</sup> Dz. U. z 2000 r., Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.; zwana dalej: k.s.h.

<sup>9</sup> Przede wszystkim warto wskazać, że po pierwsze akcjonariusze mogą zastosować wobec nielojalnego członka zarządu sankcje natury organizacyjnej sprowadzające się do odwołania danego członka zarządu spółki akcyjnej. Po drugie, walne zgromadzenie, na którym udziałem będzie absolutorium członkom zarządu spółki akcyjnej, może odmówić udzielenia absolutorium zarządcy, który niewłaściwie realizował swoje obowiązki. W powyższym kontekście warto wskazać, że ten brak absolutorium będzie miał co do zasady skutek wyłącznie personalny. Oznacza to, że osoba taka będzie postrzegana w obrębie rynku pracy jako osoba niewywiązująca się właściwie z powierzonych jej obowiązków, co może – jak wydaje się – potencjalnie skutkować nawet ogólną niechęcią do podejmowania jakiejkolwiek współpracy z nią. Po trzecie, warto pamiętać, że na gruncie prawa prywatnego funkcjonują liczne mechanizmy restytucyjne. W potencjalnej sytuacji, gdy w związku z niewłaściwym działaniem członka zarządu spółki akcyjnej ogniskującym się w naruszeniu ustawy bądź postanowień statutu, spółce tej zostanie wyrządzona szkoda, możliwe będzie wytoczenie powództwa przeciwko takiemu członkowi zarządu. Po czwarte, jeżeli członkowie zarządu spółki akcyjnej naruszyli obowiązek lojalności podejmując uchwałę, możliwe będzie żądanie w oparciu o art. 189 k.p.c. stwierdzenia nieistnienia (nieważności) uchwały, która zmierza bezpośrednio do ukształtowania stosunku prawnego. Na marginesie prowadzonych rozważań warto równocześnie zaakcentować, że w najbardziej patologicznych sytuacjach zastosowanie znajdować będą mogły przepisy prawa karnego, służące przeciwdziałaniu „wyprowadzania” ze spółki akcyjnej środków finansowych przez nieuczciwych członków jej zarządu, jak również służące przeciwdziałaniu wyrządzaniu szkody spółce akcyjnej (art. 585 k.s.h.).

swojej natury charakter środków *ex post*. Oznacza to, że ich zasadniczą rolą i zadaniem jest realizacja prawnej odpowiedzialności członka zarządu spółki akcyjnej, który niewłaściwie realizował swoje obowiązki, zastosowanie wobec niego konkretnej sankcji i wyeliminowanie z obrotu skutków dokonanych przez niego naruszeń. Wprawdzie charakter i rodzaj sankcji sprawiają, że realizuje ona jednocześnie w pewnym stopniu funkcję prewencyjną<sup>10</sup>, jednakże instrumenty te nie pozwalają – co do zasady – na skuteczne, niejako odgórne, zapobieganie wystąpieniu naruszeń. Po drugie, w piśmiennictwie<sup>11</sup> – jak wydaje się – trafnie podkreśla się, iż w ujęciu praktycznym, w sytuacji wystąpienia naruszenia obowiązków przez członków zarządu spółki akcyjnej prawo nie zawsze umożliwi akcjonariuszom efektywny dostęp do sądu. Preferowaną przez prawodawcę metodą rozwiązywania powyższych problemów jest bowiem ich eliminowanie na forum wewnętrznym spółki akcyjnej, zamiast na sali sądowej. Ta przyjęta praktyka wskazuje na niedoskonałość instrumentów prawa prywatnego w zapobieganiu niewłaściwej realizacji obowiązków przez członków zarządów spółek akcyjnych. O ile instrumenty te – nawet pomimo swojej niedoskonałości – przeważnie sprawdzają się w zdecydowanej większości spółek akcyjnych funkcjonujących w obrębie gospodarki wolnorynkowej, o tyle ich wskazane braki sprawiają, że są one absolutnie niewystarczające w przypadku grupy specyficznych spółek, do której należy spółka prowadząca giełdę papierów wartościowych. Instrumenty prawa prywatnego nie pozwalają na dokonanie apriorycznej oceny wpływu danego członka zarządu na funkcjonowanie tej spółki, a tym samym nie pozwalają na odgórne wyeliminowanie z obszaru jej zarządu osób, których działanie w tej spółce byłoby związane ze zbyt poważnym ryzykiem. Można zasadnie domniemywać, że wejście w skład zarządu spółki akcyjnej prowadzącej giełdę papierów wartościowych, podmiotu niedającego rękojmi prowadzenia działalności w sposób niezagrażający bezpieczeństwu obrotu papierami wartościowymi i rękojmi należytego zabezpieczenia interesu uczestników tego obrotu byłoby związane z poważnym ryzykiem i mogłoby mieć negatywny wpływ na prawidłowe i bezpieczne działanie rynku giełdowego. Podmiot taki mógłby wywierać negatywny wpływ na funkcjonowanie tego rynku, a tym samym przyczyniać się do znaczącego wzrostu ogólnego poziomu ryzyka, jakie jest nieodłącznie powiązane z obrotem instrumentami finansowymi. Co z kolei miałyby – jak się wydaje – negatywne przełożenie na poziom efektywności funkcjonowania rynku giełdowego i jego gospodarcze znaczenie.

<sup>10</sup> Zob. np.: Wyrok NSA z dnia 17 kwietnia 2003 r.; sygnatura: IV SA 2597/01; <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/108705EA3C>; Wyrok NSA z dnia 11 grudnia 2001 r.; sygnatura: II SA 4000/01; <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/36AE07DF8>.

<sup>11</sup> Por. szerzej: K. Pistor, Ch. Xu, *Fiduciary duty in transitional civil law jurisdictions. Lessons from the Incomplete Law Theory*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 1/2002, s. 29.

Dlatego też w celu faktycznej realizacji postulatów płynących z konstytucyjnej zasady społecznej gospodarki rynkowej, dla zapewnienia właściwej ochrony interesu społecznego, jak i w rezultacie dla prawidłowego funkcjonowania rynku giełdowego<sup>12</sup>, konieczne było wsparcie wymienionych mechanizmów prawa prywatnego odpowiednio zaprojektowanym mechanizmem prawa administracyjnego, który w swojej istocie nakierowany jest na odgórne wyeliminowanie z zarządu spółki akcyjnej prowadzącej giełdę papierów wartościowych niepożądanych podmiotów. Zwolennicy swoistej prywatyzacji rozwiązań normatywnych odnoszących się do funkcjonowania rynku giełdowego mogliby wprawdzie podnieść argument, że taka odgórna selekcja jest dokonywana przecież w ramach każdej spółki akcyjnej przez odpowiedni organ uprawniony do powoływania członków zarządu w tej spółce, należy jednakże wskazać, że w takim klasycznym przypadku ocena ta realizowana jest w wewnętrznych ramach tej spółki, przy ogólnym założeniu konieczności zapewnienia właściwego jej funkcjonowania. Natomiast wykorzystanie wspomnianego mechanizmu prawa administracyjnego pozwala, po pierwsze, na dokonanie oceny przez, działający w celu zapewnienia maksymalnej ochrony interesu publicznego, kompetentny organ administracji publicznej (KNF), który jest względem niej podmiotem całkowicie zewnętrznym. Po drugie, pozwala to na dokonanie oceny przy zastosowaniu zdecydowanie szerszej perspektywy. Komisja Nadzoru Finansowego nie działa bowiem w interesie własnym, czy też w interesie spółki akcyjnej prowadzącej giełdę papierów wartościowych, działa natomiast w interesie publicznym i tym samym chroni prawidłowe, bezpieczne i stabilne funkcjonowanie rynku giełdowego i w rezultacie jego ekonomiczną efektywność. Komisja Nadzoru Finansowego w sformalizowanym postępowaniu administracyjnym dokonuje, na wniosek organu uprawnionego do powoływania członków zarządu giełdy, kompleksowej oceny tego, czy dany członek zarządu zapewniac będzie prowadzenie spraw tej spółki w sposób niezagrażający bezpieczeństwu obrotu instrumentami finansowymi i czy będzie on należycie zabezpieczał interesy uczestników tego obrotu. W sytuacji, gdy KNF po ustaleniu stanu prawdy obiektywnej stwierdzi, że którykolwiek z tych warunków nie jest w całości spełniony, KNF wydaje decyzję negatywną i tym samym uniemożliwia wejście danej osoby do zarządu spółki prowadzącej giełdę papierów wartościowych.

Dodatkowym zabezpieczeniem prawidłowego funkcjonowania spółki prowadzącej rynek giełdowy, a w rezultacie zabezpieczeniem efektywności działania obrotu jest nałożony na organ uprawniony do odwoływania członków zarządu obowiązek uzyskania zgody KNF na odwołanie danego członka zarządu. Gdy po ustaleniu w ramach sformalizowanego postępowania administracyjnego stanu prawdy obiektywnej KNF stwierdzi,

<sup>12</sup> Por. szerzej: Wyrok TK z dnia 16 kwietnia 2002 r.; sygnatura: SK 23/01; [http://www.trybunal.gov.pl/OTK/teksty/otk/2002/sk\\_23\\_01.doc](http://www.trybunal.gov.pl/OTK/teksty/otk/2002/sk_23_01.doc).



że odwołanie danej osoby z pełnienia funkcji członka zarządu spółki prowadzącej giełdę papierów wartościowych prowadziłoby do wystąpienia zagrożenia bezpieczeństwa obrotu lub do wystąpienia naruszenia interesów uczestników tego obrotu, wyda wtedy negatywną decyzję administracyjną i tym samym zablokuje możliwość odwołania tego członka zarządu. Oczywiście w ujęciu praktycznym znaczenie tego ostatniego zabezpieczenia jest, jak się wydaje, marginalne. Trudna do wyobrażenia jest sytuacja, w której ramach organ uprawniony do odwoływania członków zarządu spółki akcyjnej prowadzącej giełdę papierów wartościowych zwraca się z odpowiednim wnioskiem o wyrażenie zgody na to odwołanie do KNF i następnie w postępowaniu administracyjnym uzyskuje decyzję administracyjną negatywną (odmowną). Z punktu widzenia prawidłowości i bezpieczeństwa funkcjonowania rynku giełdowego niemożliwe jest trzymanie poszczególnych członków zarządu spółki prowadzącej ten rynek w niej niejako na siłę, wbrew ich woli, czy też wbrew woli organu uprawnionego do ich odwoływania.

Kolejnym mechanizmem prawa administracyjnego, który tworzy instytucję nadzoru wstępnego nad spółką prowadzącą rynek giełdowy, jest sprawowanie przez KNF nadzoru nad zmianami statutu tej spółki (art. 29 u.o.i.f.). Komisja Nadzoru Finansowego uzyskała uprawnienie do dokonywania oceny zmian w statucie pod kątem ich zgodności z przepisami prawa i ich wpływu na bezpieczeństwo obrotu. W kontekście koherentności systemu prawa zdziwienie budzić może sposób, w jaki prawodawca określił wskazane kryteria sprawowania nadzoru. Szczególnie zastanawiające jest określenie pierwszego z kryteriów, ponieważ statut każdej spółki akcyjnej musi być *ex lege* zgodny z przepisami prawa (art. 304 k.s.h.). Należy również podkreślić, że kryterium legalności (prawidłowości działania) jest podstawowym kryterium sprawowania przez KNF nadzoru nad rynkiem finansowym (art. 2 u.n.r.f. – w aspekcie praktycznym zapewnienie prawidłowości rynku finansowego będzie ogniskowało się przede wszystkim w zapewnieniu prawidłowego funkcjonowania poszczególnych instytucji finansowych, w tym również zgodności z prawem tekstu ich statutu), czy też zawężając, podstawowym kryterium sprawowania nadzoru nad rynkiem giełdowym (art. 4 u.n.r.k.); kontrola zaś legalności statutu spółek akcyjnych jest wykonywana przez sąd rejestrowy (art. 23 ust. 1 u.k.r.s.). Podobne zdziwienie budzi sposób, w jaki prawodawca dokonał określenia drugiego kryterium, jakim jest bezpieczeństwo obrotu. Stanowi ono bowiem obok wskazanego kryterium legalności jeden z zasadniczych aspektów sprawowania przez KNF nadzoru nad rynkiem finansowym (art. 2 u.n.r.f.) i w rezultacie kryterium sprawowania nadzoru nad jego segmentem, jakim jest rynek giełdowy (art. 4 u.n.r.k.). Tym samym prawodawca w treści art. 29 ust. 1 u.o.i.f., określając kryteria, według których KNF sprawuje nadzór nad zmianami treści statutu spółki akcyjnej prowadzącej giełdę papierów wartościowych, dokonał niejako powtórzenia kryteriów, według których sprawowany jest

nadzór nad całym rynkiem giełdowym, w tym nad spółką prowadzącą ten rynek. Zabieg ten stoi, jak wydaje się, w opozycji do fundamentalnego dla demokratycznego państwa prawa postulatu odnośnie do zapewnienia koherentności i wysokiej jakości systemu prawa, a tym samym obniża społeczny prestiż i znaczenie prawa. Być może celem prawodawcy przy implementacji tego rozwiązania była chęć szczegółowego zaakcentowania znaczenia treści statutu wymienionej spółki dla prawidłowego, bezpiecznego i stabilnego funkcjonowania rynku giełdowego, należy jednakże wskazać, że takie powtarzanie w treści jednej regulacji treści innej regulacji odnoszącej się do tej samej sytuacji świadczy o niskiej jakości regulacji normatywnej. Dodatkowo należy zaakcentować, że nadzór wykonywany przez KNF nad zmianami w treści statutu spółki akcyjnej prowadzącej giełdę papierów wartościowych będzie, jak wydaje się, wykonywany w oparciu o wszystkie prawne kryteria sprawowania nadzoru, a nie wyłącznie w oparciu o kryteria określone w treści art. 29 ust. 1 u.o.i.f. Tylko taka wykładnia przepisu z art. 29 ust. 1 u.o.i.f. pozwoli – jak się wydaje – na zapewnienie faktycznego obowiązywania takiej treści statutu wymienionej spółki, który to statut będzie oddziaływał *in favorem* zapewnienia prawidłowego, bezpiecznego i stabilnego obrotu instrumentami finansowymi w obrębie rynku giełdowego.

Celowe w tym miejscu wydaje się równocześnie zaakcentowanie, że nadzór KNF nad treścią statutu spółki prowadzącej giełdę został wzmocniony dzięki wyposażeniu KNF w uprawnienie do zwrócenia się do zarządu tej spółki z żądaniem zwołania walnego zgromadzenia lub umieszczenia spraw wskazanych przez KNF w porządku obrad walnego zgromadzenia<sup>13</sup>. Przyjęcie tego rozwiązania stanowi dodatkową gwarancję tego, że w treści statutu spółki prowadzącej giełdę znajdują się wyłącznie takie zapisy, których praktyczna realizacja pozwoli na zapewnienie prawidłowego i bezpiecznego funkcjonowania rynku giełdowego. Komisja Nadzoru Finansowego dzięki implementacji do systemu prawa takiego mechanizmu może skutecznie i efektywnie zapobiegać wystąpieniu negatywnej sytuacji, w której pewne, potencjalnie kontrowersyjne i dyskusyjne, zapisy w treści statutu spółki mogłyby, chociażby hipotetycznie, zostać wykorzystane jako podstawa do przeprowadzenia działań o niekorzystnym wpływie na prawidłowe i bezpieczne funkcjonowanie rynku giełdowego. W sytuacji bowiem stwierdzenia istnienia takich zapisów KNF może skutecznie domagać się od walnego zgromadzenia dokonania ich odpowiedniej modyfikacji, choć uprawnienia KNF nie obejmują swoim zakresem faktycznej możliwości władczego oddziaływania na walne zgromadzenie, w celu wprowadzenia tego typu zmian do statutu. Jednakże biorąc pod uwagę fakt, że wdrożenie takich zmian do treści statutu leży w interesie całego rynku giełdowego,

<sup>13</sup> Por. szerzej: art. 30 ust. 4 u.o.i.f.; w przypadku niewykonania powyższego obowiązku do żądania KNF stosuje się odpowiednio przepisy art. 401 § 1 i 3 k.s.h. (por. szerzej: art. 30 ust. 5 u.o.i.f.).

a w rezultacie w interesie akcjonariuszy spółki prowadzącej giełdę można zasadnie domniemywać, że zmiany takie zostaną faktycznie implementowane do treści statutu.

Poddanie działalności spółki prowadzącej rynek giełdowy nadzorowi wstępnemu realizowanemu przez uprawnione organy administracji publicznej stanowi gwarancję tego, że działalność ta będzie mogła być prowadzona wyłącznie przez podmioty dające powszechną rękojmię prawidłowego zorganizowania obrotu instrumentami finansowymi. Rękojmia ta ma szczególne znaczenia z punktu widzenia efektywności ekonomicznej obrotu instrumentami finansowymi. Tak inwestorzy, jak i emitenci kierują się bowiem w swoim działaniu koniecznością wyznaczenia najlepszego kompromisu pomiędzy zyskiem, jaki może być wygenerowany w drodze zaangażowania się w operacje zachodzące na rynku giełdowym, a ryzykiem, jakim działalność ta jest obciążona. Gdy podmiot tworzący rynek nie będzie gwarantował bezpiecznych i stabilnych warunków obrotu ryzyko związane ze wskazaną działalnością będzie na zbyt wysokim poziomie, a tym samym będzie ono stanowiło barierę dla rozwoju rynku. Nadzór wstępny nad działalnością spółki prowadzącej rynek giełdowy stanowi zatem mechanizm pozwalający na wyeliminowanie naturalnych niedoskonałości rynku, które to nie mogłyby być usunięte czy to przy wykorzystaniu mechanizmu tzw. niewidzialnej ręki rynku, czy też mechanizmów wywodzących się ze sfery prawa prywatnego. Nadzór ten winien zatem być uznany za rozwiązanie celowe, oddziałujące *in favorem* tak prawidłowego działania, jak i dalszego rozwoju rynku giełdowego.

