



Granice ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi (MTF)



**Granice ingerencji prawnej
w funkcjonowanie alternatywnych
systemów obrotu instrumentami
finansowymi (MTF)**

Marek Kopyściański

**Granice ingerencji prawnej
w funkcjonowanie alternatywnych
systemów obrotu instrumentami
finansowymi (MTF)**

Wrocław 2013

Komitet Redakcyjny
Przewodniczący – *prof. dr hab. Leonard Górnicki*
Członek – *mgr Bożena Górna*
Sekretarz – *mgr Aleksandra Dorywała*

Recenzja wydawnicza
dr hab. Witold Srokosz

© Copyright by Marek Kopyściański

Korekta
Aleksandra Dorywała, Ewa Gałyga-Michowska

Projekt i wykonanie okładki
Marta Pawlak

Skład i opracowanie techniczne:
Aleksandra Kumaszką, Tomasz Kalota eBooki.com.pl

Wydawca
Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa

ISBN 978-83-61370-26-0

Spis treści

Wykaz skrótów	9
Wstęp	11
Rozdział I	
Rynek kapitałowy w strukturze systemu finansowego.....	15
1. Pojęcie systemu finansowego i jego funkcje	15
2. Rynek finansowy i jego segmenty	23
2.1. Pojęcie i istota rynku finansowego	23
2.2. Rynek pieniężny	33
2.3. Rynek kapitałowy	39
2.4. Inne segmenty rynku finansowego	44
3. Funkcje rynku kapitałowego.....	47
4. Jurystyczne ujęcie instrumentów finansowych na rynku kapitałowym	51
4.1. Pojęcie dokumentu	51
4.2. Rodzaje papierów wartościowych i ich ujęcie w doktrynie	55
4.3. Papiery wartościowe i instrumenty finansowe w rozumieniu ustawy o OIF.....	62
4.4. Funkcje papierów wartościowych	66
4.5. Akcja jako podstawowy instrument obrotu w alternatywnym systemie	69
4.6. Dematerializacja	72
Rozdział II	
Organizowanie obrotu instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym	77
1. Charakter norm publicznego obrotu instrumentami finansowymi	77
2. Rynek pierwotny	79
3. Rynek wtórny	85
3.1. Zorganizowany rynek obrotu	85
3.1.1. Giełda papierów wartościowych	89
3.1.2. Pozagiełdowy rynek wtórny	94
3.2. Zasady nadzoru nad funkcjonowaniem rynku regulowanego	97
4. Alternatywne systemy obrotu jako nieregulowany rynek obrotu instrumentami finansowymi.....	104
4.1. Geneza alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi	104
4.2. Alternatywny system obrotu a rynek regulowany	108
4.3. AIM jako modelowy system obrotu instrumentami finansowymi	114
4.4. Znaczenie alternatywnych systemów obrotu w gospodarce	118

Rozdział III

Ingerencja prawna w płaszczyzny konstytutywne dla alternatywnych

systemów obrotu instrumentami finansowymi	125
1. Pojęcie alternatywnych systemów obrotu i ich charakter prawny.....	125
2. Wolność gospodarcza i jej ograniczenia	134
2.1. Zasada państwa sprawiedliwości społecznej.....	134
2.2. Pojęcie wolności gospodarczej.....	138
2.3. Granice wolności gospodarczej i ich wpływ na zakres regulacji prawnej alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi	144
3. Zakres podmiotów uprawnionych do prowadzenia alternatywnego systemu obrotu.....	153
4. Warunki, jakie musi spełnić alternatywny system obrotu	164
5. Znaczenie systemu depozytowo-rozliczeniowego dla alternatywnych systemów obrotu.....	171
6. Obowiązki informacyjne	174
7. Nadzór nad funkcjonowaniem alternatywnych systemów obrotu.....	180

Rozdział IV

Znaczenie pozaprawnych norm dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi i ich wpływ na ustalanie

granic ingerencji prawnej	185
1. Konstytucyjna zasada pomocniczości a tworzenie pozaprawnych norm funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu	185
2. Regulaminy alternatywnego systemu obrotu.....	193
3. <i>Corporate governance</i> i dobre praktyki	204
Zakończenie	215
Bibliografia	225
Wykaz aktów prawnych.....	243
Wykaz orzecznictwa	245

Wykaz skrótów

- AIM – Alternative Investment Market
ASO – Alternatywny System Obrotu
ATS – *Alternative Trading Systems*
CeTO – Centralna Tabela Ofert
dyrektywa 2004/39/WE – Dyrektywa z dnia 21 kwietnia 2004 r. 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady 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. U. WE L 145 z 30.4.2004 ze zm.)
IPO – initial public offering
GPW S.A. lub GPW – Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
GSP – „Gdańskie Studia Prawnicze”
k.c. – Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 ze zm.).
k.p.c. – Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. Nr 3, poz. 296 ze zm.)
k.s.h. – Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.)
KNF – Komisja Nadzoru Finansowego
LSE – London Stock Exchange
MTF – *multilateral trading facility*
NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NOMAD – *nominated adviser*
ustawa o NRK – Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. Nr 183, poz. 1537 ze zm.)
ustawa o OIF – Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538 ze zm.)
OTK – Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego
PDA – prawo do akcji
PiP – „Państwo i Prawo”
Pr. Sp. – „Prawo Spółek”
PUG – Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego”

PPH – „Przeгляд Prawa Handlowego”

p.p.o.p.w. – Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościovymi (Dz. U. Nr 118, poz. 754 ze zm.)

SEC – Securities and Exchange Commission

SOX – The Sarbanes-Oxley Act

TK – Trybunał Konstytucyjny

UKLA – United Kingdom Listed Authority

USM – The Unlisted Securities Market

Wstęp

Praca została napisana według metody dogmatyczno-prawnej i jest poświęcona funkcjonowaniu alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi jako specyficznej części rynku kapitałowego. Główny obszar badań koncentruje się na problematyce regulacji działania systemów. Idea tworzenia alternatywnych w stosunku do regulowanych rynków papierów wartościowych pojawiła się w Europie pod koniec lat 70. XX wieku. Była związana z dostrzeżeniem swego rodzaju luki na rynku kapitałowym. Luka ta bazowała na braku dostępu do rynku mniejszych przedsiębiorstw, które nawet jeżeli miały przed sobą perspektywę dynamicznego rozwoju, z uwagi na projekty wdrażania np. nowych rozwiązań technologicznych, pozbawione były możliwości pozyskiwania długoterminowego kapitału, który umożliwiałby rozwój przedsiębiorstwa. Od tamtej pory powstało wiele alternatywnych rynków, na których dokonywany był obrót papierami wartościowymi czy też szerzej instrumentami finansowymi. Większość z nich funkcjonowała bardzo krótko, a przyczyn takiego stanu należy upatrywać m.in. w braku właściwej regulacji prawnej, niewystarczającym wsparciu ze strony wyspecjalizowanych podmiotów, jakimi są np. przedsiębiorstwa inwestycyjne, oraz traktowaniu alternatywnych rynków przez giełdy jako konkurencji. Problemy związane z funkcjonowaniem alternatywnych systemów obrotu dostrzeżone zostały przez unijnego legislatora, który wprowadzając w 2004 r. dyrektywę 2004/39/WE, po raz pierwszy stworzył ramy regulacyjne dla organizowania systemów. Nawet tak fragmentaryczne przedstawienie wskazuje, że próba zdefiniowania granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi jest istotna zarówno z jurydycznego punktu widzenia, jak i samej „egzystencji” systemów w obrębie rynku kapitałowego.

Podstawowym jurydycznym podłożem funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu jest organizowanie obrotu, a więc normatywne kształtowanie zasad funkcjonowania tego rynku poprzez tworzenie warunków sprawiedliwego obrotu instrumentami finansowymi. To mało odkrywcze stwierdzenie, mające niewątpliwie kanoniczny charakter z naukowego punktu widzenia, jest niesatysfakcjonujące. Nie daje bowiem odpowiedzi na pytanie o zasadność i zakres ingerencji prawnej w rzeczywistość gospodarczą, w której operują alternatywne systemy. Nie rozstrzyga też dylematu, czy bardziej prawidłowym rozwiązaniem jest odchodzenie od normatywności prawa i jego aksjologicznej legitymizacji, czy też przyjmując założenie omnipotencji prawa, absolutyzowanie go i poszukiwanie w nim jednoznacznych odpowiedzi na problemy związane z funkcjonowaniem alternatywnych systemów obrotu.

Należy zatem postawić pytanie, jak na prawną regulację funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu wpływa fakt, że są one częścią rynku kapitałowego i funkcjonują jako rynki nieregulowane? Jak bardzo regulacja prawna alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi powinna być wzorowana na regulacjach rynku regulowanego lub w jakim zakresie powinna się od nich różnić? Które rozwiązania prawne są charakterystyczne dla alternatywnych systemów obrotu i jakie czynniki powinny wpływać na prawodawcę tworzącego normy regulujące działanie systemu? Czy możliwe i wskazane jest dążenie do stworzenia kompleksowej regulacji prawnej? Najistotniejsze pytanie, wyrażające w istocie podstawowy cel badawczy pracy, dotyczy modelu regulacji prawnej funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, który w sposób najwłaściwszy wyrażałby istotę tych systemów, a jednocześnie zachowywał kluczową dla funkcjonowania rynku kwestię bezpieczeństwa obrotu?

Podejmując próbę odpowiedzi na postawione pytania, należy w pierwszej kolejności ustalić, czym jest rynek kapitałowy i jak rynek ten sytuje się w strukturze systemu finansowego, zważywszy na fakt, że alternatywne systemy obrotu są częścią tego rynku. Ponadto swego rodzaju bazową dla zrealizowania postawionego celu badawczego kwestią jest określenie roli, jaką odgrywa rynek kapitałowy w obrębie systemu finansowego. Nie wydaje się też możliwe zrealizowanie podstawowego celu badawczego bez ustaleń dotyczących jurydycznego ujęcia instrumentów finansowych stanowiących przedmiot obrotu na rynku kapitałowym, w tym w alternatywnym systemie obrotu. Analiza tej niesłychanie obszernej materii zostanie ograniczona do zagadnień najistotniejszych dla zrealizowania celu badawczego.

W dalszej kolejności konieczne jest ustalenie, w oparciu o jakie podstawowe mechanizmy funkcjonuje obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym i jak jest on organizowany. Sposób zorganizowania obrotu determinuje zakres regulacji prawnej. Ponadto normy, na podstawie których organizowany jest publiczny obrót instrumentami finansowymi, wykazują pewną specyfikę. Zdarzenia, jakie zachodzą na całym rynku kapitałowym, mają na tyle dynamiczny i szczególny charakter, że duże znaczenie nadaje się współcześnie pozaprawnym normom regulującym funkcjonowanie rynku. Udzielenie odpowiedzi na postawione pytania uzależnione jest też w ogromnej mierze od zrozumienia genezy powstania alternatywnych systemów obrotu, a także fenomenu regulacyjnego Alternative Investment Market, działającego przy London Stock Exchange. AIM jest najdłużej działającym alternatywnym systemem w Europie i najbardziej efektywnym. Jednocześnie AIM stał się modelowy dla wielu europejskich (w tym polskiego) alternatywnych rynków.

Kluczowa dla niniejszej pracy jest problematyka ingerencji prawnej w płaszczyzny konstytutywne dla alternatywnych systemów obrotu, za które uznano podmioty

organizujące i prowadzące systemy, podstawowe warunki, jakie musi spełnić system, system depozytowo-rozliczeniowy, obowiązki informacyjne mające esencjonalne znaczenie dla funkcjonowania rynku kapitałowego w ogóle oraz nadzór nad alternatywnymi systemami, a właściwie nad podmiotami prowadzącymi. Dopiero prawidłowe zestrojenie tych obszarów, w tym odpowiednia ingerencja prawna, pozwala na bezpieczne i efektywne funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu i dokonywanie w tych systemach obrotu instrumentami finansowymi. Dążenie do osiągnięcia celu w postaci bezpiecznego i efektywnego funkcjonowania alternatywnych systemów musi jednak być poprzedzone przyjęciem właściwej koncepcji odnoszącej się do czynników wpływających na wyznaczenie granicy działalności regulacyjnej ustawodawcy.

Z uwagi na fakt, iż duże znaczenie dla funkcjonowania rynku kapitałowego mają normy, które nie wywodzą się z prawa powszechnie obowiązującego i takiego charakteru nie mają, konieczne stało się objęcie badaniami również tej materii. Uznano bowiem, że nie jest możliwe zrealizowanie postawionego celu badawczego bez próby zrozumienia charakteru pozaprawnych norm, ustalenia podstaw dla ich tworzenia, a wreszcie ewentualnego wpływu na proces tworzenia norm prawnych regulujących funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu.

Badania nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi mają interdyscyplinarny charakter. Wymagają bowiem systematycznego odnoszenia się do zagadnień prawa prywatnego i publicznego. Zrealizowanie postawionego celu badawczego nie jest też możliwe bez analizy rozwiązań zawartych zarówno w prawie krajowym, jak i prawie unijnym.

Swego rodzaju impulsem dla napisania niniejszej pracy był też brak w polskiej literaturze prawniczej nie tylko monografii, ale w ogóle szerszych, pogłębionych opracowań dotyczących alternatywnych systemów obrotu. Te, które są dostępne, mają zwykle fragmentaryczny i jedynie opisowy charakter, nie dając odpowiedzi na podstawowe problemy prawne, w tym związane z procesem tworzenia norm regulujących działanie systemu. Choć alternatywne systemy obrotu są stosunkowo nową instytucją, na polskim rynku występującą od zaledwie kilku lat, to jednak rozwijają się dość dynamicznie. Wydaje się, że właśnie ten etap rozwoju jest najlepszym momentem do rozpoczęcia dyskusji naukowej na temat czynników, zarówno prawnych, jak i ekonomicznych, które powinny mieć wpływ na regulowanie funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu.

Rozdział I

Rynek kapitałowy w strukturze systemu finansowego

1. Pojęcie systemu finansowego i jego funkcje

Problematyka systemu¹ finansowego jest niezwykle obszerna, a definiowanie samego pojęcia systemu finansowego jest niesłychanie złożonym zagadnieniem, co potwierdza fakt występowania zasadniczych różnic w definiowaniu tego pojęcia w literaturze². System finansowy stanowi niewątpliwie bardzo istotną część systemu społecznego, w tym systemu ekonomicznego³. Cechą w największym stopniu wyróżniającą system finansowy jest mechanizm, poprzez który następuje świadczenie różnego rodzaju usług pozwalających na krążenie siły nabywczej pieniądza w gospodarce⁴. Inny mi słowy rezultatem istnienia systemu finansowego jest możliwość współtworzenia pieniądza w sensie ekonomicznym, przez niefinansowe podmioty, oraz możliwość przepływu strumieni pieniężnych między nimi⁵.

¹ Pojęciem „system” posłużono się, wykorzystując terminologię ogólnej teorii systemów, zgodnie z którą systemem jest pewien określony, wewnątrznie uporządkowany i spójny układ elementów. Zob. szerzej R. Ackoff, *O system pojęć systemowych*, „Prakseologia” 1973, nr 2 (46), s. 143 i nast.; S. Mynarski, *Elementy teorii systemów i cybernetyki*, Warszawa 1974, s. 9; Z. Górnika, *Elementy ogólnej teorii systemów*, „Rozprawy i Studia”, Uniwersytet Szczeciński 1999, tom CCCLXXXI, nr 307 s. 26.

² Pojęcie systemu finansowego, z uwagi na fakt, że jest to w zasadzie kategoria ekonomiczna, definiowane jest zwłaszcza w literaturze ekonomicznej, gdzie wskazuje się na kilka podstawowych ujęć problematyki systemu finansowego: podejście instytucjonalne, podejście funkcjonalne wąskie, podejście funkcjonalne szerokie, podejście systemowe. Szerzej zob. A. Matysek-Jędrzych, *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 10, s. 39 i nast.

³ Nie stanowi nadużycia stwierdzenie, że prawidłowo funkcjonujący system finansowy jest dobrem wspólnym wszystkich obywateli. Taka konstatacja wyłania się m.in. z analizy orzeczeń Trybunału Konstytucyjnego. Zob. dla przykładu wyrok TK z dnia 27 lutego 2002 r., sygn. akt K47/01; wyrok TK z dnia 21 marca 2001 r., sygn. akt K 24/00.

⁴ Szerzej na temat cyrkulacji pieniądza w gospodarce, zob. np. D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Makroekonomia*, Warszawa 2003, s. 23–25.

⁵ Z. Polański, (w:) *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa 2008, s. 15; D. Redel, *Charakterystyka systemu finansowego*, (w:) *Podstawy finansów*, red. K. Marecki, Warszawa 2008, s. 20. Mogłoby się wydawać, iż w badaniach nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi odnośnie do kwestii istnienia i funkcjonowania systemu finansowego jest zbędne, zwłaszcza że jest to kategoria niemal stricte ekonomiczna. Tym niemniej mogłoby się również wydawać, że podejmując próbę określenia granic ingerencji prawnej, należy przede wszystkim podjąć próbę zrozumienia, częścią jakiej większej całości są alternatywne systemy obrotu. Tym

System finansowy można też postrzegać jako swoistą sieć powiązań, w której występują więzi pomiędzy instytucjami finansowymi i podmiotami niefinansowymi (w tym gospodarstwami domowymi i przedsiębiorcami), a wynikiem istnienia tych więzi jest powstawanie roszczeń, zwykle o charakterze finansowym. Transakcje zawierane w obrębie systemu finansowego prowadzą w konsekwencji często, choć nie zawsze, do przepływu środków finansowych pomiędzy finansowymi i niefinansowymi podmiotami. Jednocześnie należy pamiętać, że świadczenie usług pozwalających na krążenie siły nabywczej pieniądza związane jest zawsze w gospodarce rynkowej ze stanem niepewności, tworząc istotne dla funkcjonowania całego systemu finansowego obszary ryzyka. Przepływ środków finansowych oraz przepływ ryzyka to zjawiska nierozłączne, ściśle ze sobą powiązane.

Sprawne i zarazem efektywne funkcjonowanie systemu finansowego wymaga podejmowania działań, które nakierowane powinny być na minimalizowanie ryzyka, minimalizowanie kosztów transakcji, maksymalizowanie bezpieczeństwa usług świadczonych w obrębie systemu, a w konsekwencji zapewnianie konkurencyjności. Istotne znaczenie dla osiągnięcia wskazanych celów mają działania regulacyjne, które mogą mieć charakter działań zapobiegawczych, związanych często z głębszą regulacją poszczególnych instytucji, jak też działań, które określa się w literaturze jako paliatywne⁶, sprowadzające się do płytkiej interwencji w sferę działania podmiotów świadczących i odbierających usługi w ramach systemu finansowego. Zakres regulacji prawnej zależy oczywiście od szeregu czynników, wśród których jednym z najistotniejszych powinna być specyfika danej części systemu finansowego, pojmowana poprzez pryzmat roli, jaką w ramach systemu odgrywa, a także roli, jaką pełni w gospodarce. Stąd też badania nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie poszczególnych instytucji prawnych mających znaczenie dla systemu finansowego nie mogą abstrahować od roli, jaką pełnią one w gospodarce. Niezależnie od rodzaju podejmowanych działań regulacyjnych podstawowym kryterium powinno być zapewnienie transparentności reguł, w oparciu o które dochodzi do realizowania transakcji. Zachodzi tutaj zresztą swoista korelacja, przejrzystość bowiem reguł, w oparciu o które funkcjonuje system finansowy, a w jego ramach

bardziej, że właśnie funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu, tak jak zresztą całego rynku kapitałowego, pozwala na pozyskanie kapitału przez podmioty niefinansowe oraz stwarza możliwość przepływu pieniądza między nimi. To drugie podejście uznano za bardziej prawidłowe, a w każdym razie pozwalające na zwiększenie transparentności rozważań. Nie może też być wątpliwości, iż należy w tym zakresie, tj. analizując problematykę systemu finansowego, skorzystać, gdy chodzi o szczegółowe kwestie, z dorobku literatury ekonomicznej.

⁶ Por. Thomas S.Y. Ho, M. Palacios, H.R. Stoll, *Dynamic Financial System: Complexity, Fragility and Regulatory Principles*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 2013, vol. 22, s. 4.

poszczególne części, w tym oczywiście rynek kapitałowy, powinna być też wynikiem prawidłowych działań regulacyjnych, podejmowanych zarówno przez prawodawcę, jak i zobligowane do podejmowania takich działań normami prawnymi lub wymogami rynku podmioty.

W ramach rozważań nad istotą systemu finansowego można przyjąć, że system finansowy jest układem wzajemnie powiązanych instytucji finansowych, rynków finansowych oraz elementów infrastruktury systemu finansowego. Na układ takich właśnie wzajemnie ze sobą powiązanych części wskazuje definicja systemu finansowego zawarta w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego⁷. Zgodnie z art. 2 pkt b powołanego rozporządzenia system finansowy oznacza wszystkie instytucje finansowe, rynki, produkty i infrastruktury rynkowe. Poprzez układ powiązań pomiędzy poszczególnymi elementami podmioty sfery realnej (gospodarstwa domowe, przedsiębiorcy, a także podmioty sektora publicznego) mogą pozyskiwać fundusze, inwestować oszczędności oraz zaspokajać pozostałe potrzeby związane z finansową sferą funkcjonowania⁸.

Pomimo tego że system finansowy ma *stricte* ekonomiczny charakter, to oczywiście jego funkcjonowanie uzależnione jest od obowiązujących w danym miejscu i czasie norm prawnych⁹. Stąd też w naukach prawnych podjęto pewne próby definiowania pojęcia system finansowy. Wskazywano, że najogólniej rzecz ujmując, stanowi on ogół norm prawnych określających zasady gromadzenia i rozdzielania środków pieniężnych, regulujących przy tym zasady funkcjonowania i organizację organów państwowych i instytucji, których zadaniem jest gromadzenie zasobów pieniężnych¹⁰. Wydaje się przy tym, iż nie byłoby błędem akcentowanie w definicji systemu finansowego w ramach nauki prawa tego, że istotną częścią systemu są normy prawne regulujące zasady nie tylko gromadzenia i rozdzielania środków pieniężnych, ale także ich alokacji pozwalającej na

⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (Dz. U. UE L 2010.331.1.). Oczywiście definicji systemu finansowego zawartej w rozporządzeniu nie można traktować jako legalnej definicji analizowanego pojęcia, gdyż polega ona w zasadzie na wskazaniu desygnatów pojęcia system finansowy, a ponadto została przyjęta na potrzeby tylko pewnego obszaru ingerencji prawnej, a mianowicie nadzoru makroostrożnościowego.

⁸ A. Matysek-Jędrzych, *System...*, s. 41.

⁹ L. Kurowski, *System finansowy*, (w:) *Leksykon finansowo-bankowy*, red. W. Jaworski, Warszawa 1991, s. 438.

¹⁰ Tak np. T. Dębowska-Romanowska, *Pojęcie systemu finansowego państwa oraz jego części składowe*, (w:) *Prawo finansowe*, red. W. Wójtowicz, Warszawa 1996, s. 25 i nast.; A. Majchrzycka-Guzowska, *Finanse*, Warszawa 1991, s. 220.

inwestowanie i zarazem pozyskiwanie środków na realizację różnego rodzaju przedsięwzięć. Takie, dość szerokie rozumienie systemu finansowego w naukach prawnych pozwoliłoby na jeszcze pełniejsze zdefiniowanie tego pojęcia, uwzględniające część rynkową systemu finansowego¹¹. Nie powinno być bowiem wątpliwości, że np. normy prawne określające zasady funkcjonowania rynków giełdowych czy też rynków nieregulowanych należy zaliczyć do norm kształtujących system finansowy¹². W konsekwencji można by zaproponować, korzystając w pełni z dotychczasowych prób definiowania pojęcia system finansowy w naukach prawnych, definicję systemu finansowego, rozumianego jako ogół norm prawnych określających zasady alokacji i rozdzielania środków pieniężnych, a także norm prawnych regulujących organizację i funkcjonowanie podmiotów dokonujących lub organizujących procesy alokacji i rozdzielania środków pieniężnych. Tak szerokie ujęcie obejmowałoby zarówno normy prawne odnoszące się do publicznego, jak i rynkowego systemu finansowego, gdyż mieściłyby się w nim np. normy prawne regulujące zasady gromadzenia dochodów publicznych i działalność organów publicznych odpowiedzialnych za realizację tych procesów, a także normy prawne regulujące działalność podmiotów organizujących lub obsługujących rynki, na których dokonuje się alokacja środków pieniężnych (giełdy, organizatorzy alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, banki, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe i inne).

Ujmowanie systemu finansowego w kategoriach mechanizmu świadczenia usług zapewniających sprawne krążenie siły nabywczej w gospodarce prowadzi do stwierdzenia, że jedną z istotnych ról systemu finansowego jest obniżanie tzw. kosztów transakcyjnych, czyli kosztów dokonywania wymiany¹³. Przenoszenie praw do różnego rodzaju dóbr związane jest z koniecznością ich wyceny, a także stworzenia zasad, w tym wynikających z regulacji prawnych, pozwalających na płynne, bezpieczne i odpowiednio

¹¹ System finansowy składa się z dwóch podukładów: segmentu rynkowego i segmentu publicznego. Usługi na rzecz podmiotów sfery realnej mogą być bowiem świadczone zarówno za pośrednictwem mechanizmów rynkowych, jak i poprzez podmioty sektora publicznego. Zob. szerzej Z. Polański, (w:) *System...*, s. 20 i nast.

¹² A biorąc pod uwagę, iż stosownie do treści art. 20 Konstytucji RP (Dz. U. z 1997 r. Nr 78, poz. 483 ze zm.) społeczna gospodarka rynkowa stanowi podstawę ustroju gospodarczego RP, normy prawne regulujące funkcjonowanie rynku kapitałowego wydają się mieć bardzo duże znaczenie dla systemu finansowego, gdyż znacząca część usług pozwalających na krążenie siły nabywczej pieniądza jest świadczona właśnie poprzez giełdy, a także, na mniejszą wprawdzie skalę, poprzez alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi.

¹³ Obniżania kosztów czy też bardziej optymalizowania. Nie ma bowiem najmniejszych wątpliwości, że sprawne krążenie siły nabywczej pieniądza warunkowane jest w dużym stopniu kosztami związanymi z wymianą, jaka dokonuje się w związku z krążeniem pieniądza w gospodarce.

tanie realizowanie transakcji. Niewątpliwie zatem, syntetycznie rzecz ujmując, rolą systemu finansowego jest obniżanie kosztów transakcyjnych¹⁴. Można jednak w pewnym uproszczeniu przyjąć, że system finansowy pełni trzy podstawowe funkcje:

- monetarną,
- kapitałowo-redystrybucyjną,
- kontrolną¹⁵.

Funkcja monetarna przejawia się w dostarczaniu w ramach systemu finansowego podmiotom niefinansowym pieniądza, a zatem podstawowego dla funkcjonowania gospodarki rynkowej instrumentu. W ramach systemu finansowego dochodzi zresztą nie tylko do dostarczania pieniądza, ale może przede wszystkim jego kreowania. Ponadto funkcja monetarna przejawia się w mechanizmach płatniczych będących zarówno integralną częścią całego systemu, jak i pozwalających na sprawne jego funkcjonowanie.

Funkcja kapitałowo-redystrybucyjna przejawia się w tym, że istnienie systemu finansowego zapewnia przepływ środków pieniężnych od podmiotów dysponujących nimi do podmiotów zamierzających z nich skorzystać, przy czym system finansowy jest mechanizmem zapewniającym zamianę zarówno dobrowolnych oszczędności, jak i środków wymuszonych za pomocą instrumentów fiskalnych w inwestycje sfery realnej oraz konsumpcję zbiorową i indywidualną¹⁶. Istota funkcji kapitałowo-redystrybucyjnej

¹⁴ D.C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge 1990, s. 321. Pogląd, iż obniżanie kosztów transakcyjnych stanowi ważną rolę systemu finansowego, znajduje z pewnością najpełniejsze uzasadnienie w odniesieniu do rynkowej części systemu finansowego. Dążenie do obniżania kosztów transakcyjnych, zawsze z uwzględnieniem merkantylnych celów prowadzonej działalności, można wręcz uznać za warunek prawidłowego funkcjonowania rynkowego systemu finansowego. Powstawanie nowych instytucji w ramach systemu finansowego jest najczęściej wyrazem takiego właśnie dążenia. Znakomitym przykładem wydają się alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi, których powstanie w ogromnej mierze związane jest z koniecznością obniżenia kosztów transakcyjnych (głównie pośrednich) w ramach nowej usługi adresowanej do małych i średnich przedsiębiorstw.

¹⁵ Z. Polański, (w:) *System...*, s. 18. Szerzej na temat funkcji systemu finansowego zob. A. Matysek-Jędrzych, *System...*, s. 42 i nast. Drobiazgowa analiza wieloaspektowego i zarazem niewątpliwie istotnego zagadnienia, jakim jest problematyka funkcji systemu finansowego, znacznie wykracza poza ramy pracy badawczej, której przedmiotem jest określenie granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Ograniczono się zatem do syntetycznego przedstawienia podstawowych funkcji systemu finansowego, wśród których dla prowadzonych badań najistotniejsze znaczenie ma funkcja kapitałowo-redystrybucyjna, chociaż nie można nie zwrócić uwagi, iż w rzeczywistości trzy wymienione funkcje są ściśle ze sobą powiązane.

¹⁶ Z. Polański, (w:) *System...*, s. 18.

związana jest również z faktem, iż przepływ środków pieniężnych w jej ramach następuje najczęściej pomiędzy podmiotami niefinansowymi¹⁷.

W ramach funkcji kontrolnej można postrzegać system finansowy jako mechanizm sprawowania kontroli nad strumieniami środków pieniężnych zainwestowanych przez podmioty dysponujące tymi środkami. Kontrola tych strumieni dokonuje się nie tylko poprzez kontrolę finansową, ale również pośrednio poprzez *corporate governance*, które mogą mieć ogromny wpływ na zachowanie podmiotów niefinansowych¹⁸.

Rozwój i funkcjonowanie całego systemu finansowego zależy nie tylko od warunków ekonomicznych, ale także w dużej mierze od regulacji dotyczących instytucji i rynków finansowych¹⁹. Mając jednak na względzie, iż obszary regulacji prawnej systemu finansowego są niezwykle rozległe, a zjawiska w nich zachodzące zazwyczaj mają bardzo złożoną naturę, dobór właściwych instrumentów w ramach regulacji prawnej, a także określenie jej granic jest zagadnieniem niesłychanie trudnym. Jednocześnie należy pamiętać, że dynamizm zjawisk zachodzących w ramach systemu finansowego wymaga

¹⁷ Nie oznacza to bynajmniej, że poprzez funkcję kapitałowo-redystrybucyjną należy rozumieć jedynie wymianę środków, w której nie uczestniczą instytucje finansowe. Są one bowiem często podmiotami zapewniającymi, chociażby poprzez kredyt czy pożyczkę, możliwość zainwestowania środków pieniężnych.

¹⁸ Szerzej na temat wpływu *corporate governance* na podmioty niefinansowe zob. J.E. Stiglitz, *Credit Markets and the Control of Capital*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1985, Vol. 17 No. 2, s. 133 i nast. W gospodarce rynkowej zasady ładu korporacyjnego, wszelkiego rodzaju tzw. dobre praktyki, czy też działalność regulacyjna podmiotów organizujących rynek, odgrywają nie tylko istotną rolę, ale powinny być traktowane jako swego rodzaju barometr przy ustalaniu granic ingerencji prawnej. Nie sposób nie zwrócić uwagi na oczywisty fakt, iż zwłaszcza podmioty wyspecjalizowane branżowo mogą dawać większą gwarancję prawidłowej działalności regulacyjnej niż działalność prawodawcy, który z uwagi na ograniczenia procesu legislacyjnego nie zawsze jest w stanie zareagować właściwie i wywołać pożądane zachowania. Prawo powstaje zawsze w określonym miejscu i czasie, co wobec dynamiki procesów zachodzących w obrębie systemu finansowego, w tym w jej rynkowej części, stanowić może immanentny mankament.

¹⁹ Zrozumienie istoty systemu finansowego wymaga uwzględnienia, iż nie ma on charakteru autonomicznego. Funkcjonuje w ściśle określonym otoczeniu ekonomicznym, politycznym, prawnym czy społecznym. Zmieniające się otoczenie zmienia system finansowy, ale też np. postęp technologiczny, procesy globalizacyjne czy kryzys wpływają na konieczność dokonywania korekt, a czasem wręcz istotnych zmian regulacji prawnej. A. Matysek-Jędrzych, *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 1, s. 35 i nast.; R.C. Merton, *Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions*, „Journal of Banking & Finance” 1995, Vol. 19, No. 3-4, s. 472-481; G.A. Calvo, E.G. Mendoza, *Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets*, „Journal of International Economics” 2000, Vol. 51, No. 1, s. 80 i nast.; R. Dornbusch, Y. Park, S. Cleasens, *Contagion: Understanding How it Spreads*, „The World Bank Research Observer” 2000, Vol. 15, No. 2, s. 177 i nast.

nieustannego poszukiwania właściwych regulacji, tj. umożliwiających prawidłowe, bezpieczne funkcjonowanie systemu. Ponadto istotną kwestią jest konieczność stosowania odmiennych metod regulacji prawnej w ramach publicznego i rynkowego systemu finansowego. Należy zwrócić uwagę, iż obejmowanie regulacją prawną rynkowego systemu finansowego z natury rzeczy musi odbywać się przy zastosowaniu zarówno metody opartej na równorzędności podmiotów, jak i częściowo metody administracyjnoprawnej, a nawet karnoprawnej, nie wspominając już o tym, że struktura rynku finansowego i wynikające z niej odmienności w funkcjonowaniu poszczególnych instytucji wymagają uwzględnienia tego faktu²⁰. Prowadzi to z kolei do konieczności uwzględnienia odrębności poszczególnych segmentów rynku finansowego i działających w obrębie tych segmentów instytucji finansowych, które niewątpliwie powinny mieć, jako podmioty wyspecjalizowane (często organizujące poszczególne rynki), możliwość narzucania określonych reguł. Działalność regulacyjna instytucji finansowych powinna, w granicach określanych ustawowo czy wręcz konstytucyjnie lub traktatowo, uzupełniać niejako działalność legislacyjną ustawodawcy. Jednocześnie organy stanowiące prawo powinny przyjmować jako granicę swojej aktywności legislacyjnej możliwość efektywnego, biorąc pod uwagę bezpieczeństwo i płynność całego systemu finansowego (a także każdego z jego elementów), regulowania funkcjonowania poszczególnych rynków przez podmioty je organizujące.

Nie mniej istotnym niż pojęcie i funkcje systemu finansowego zagadnieniem jest problematyka modeli systemów finansowych. W najbardziej ogólnym ujęciu dzieli się je na:

- systemy, których podstawę stanowi system bankowy (tzw. system kontynentalny);
- systemy, w których rynki finansowe są silnie konkurencyjne w stosunku do sektora bankowego i pełnią istotną rolę w redystrybucji środków finansowych w gospodarce (tzw. system anglo-amerykański, zorientowany rynkowo)²¹.

²⁰ A. de Serres, S. Kobayakawa, T. Slok, L. Vartia, *Regulation of Financial Systems and Economic Growth in OECD Countries: an Empirical Analysis*, „OECD Economic Studies” No. 43, 2006/2, s. 80 i nast.; J. Dermine, *European Integration: Don't Put the Cart Before the Horse*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 2006, Vol. 15 (May), s. 58 i nast.; J. Barth, G. Caprio, R. Levine, *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?*, „Journal of Financial Intermediation” 2004, Vol. 13, Issue 2, s. 209 i nast.

²¹ Jest to oczywiście bardzo ogólny podział, wskazujący w zasadzie dwa skrajne modele. Zob. W. Hölzl, *Convergence of Financial System: Toward an Evolutionary perspective*, „Working Paper Vienna University of Economics and Business Administration” 2003, No. 31, s. 8. Dynamiczny rozwój systemów finansowych skutkuje tym, iż w praktyce z łatwością można dostrzec funkcjonowanie różnych modeli, których nie można jednoznacznie sklasyfikować

System anglo-amerykański oparty jest na funkcjonowaniu rynku instrumentów finansowych, który charakteryzuje się m.in. finansowaniem przedsiębiorstw w dużej mierze za pośrednictwem rynków kapitałowych, dużym naciskiem na wzmacnianie reguł ładu korporacyjnego, a zatem ograniczaniem ingerencji prawnej, gromadzeniem informacji z jednoczesnym przekazywaniem ich inwestorom, co z kolei wpływa pozytywnie na płynność i bezpieczeństwo systemu. Instytucje finansowe cechuje wysoki stopień specjalizacji, banki wykorzystywane są przede wszystkim do realizacji funkcji płatniczych i rozliczeniowych, a instytucje finansowe cechuje duża skłonność do tworzenia innowacji finansowych²². Z kolei bankowo zorientowany jest system kontynentalny, w którym finansowanie przedsiębiorstw oparte jest na działalności kredytowej banków czy szerzej instytucji kredytowych. Instytucje finansowe charakteryzuje niski stopień specjalizacji, a banki mają przeważnie charakter uniwersalny²³.

Systemy finansowe w poszczególnych krajach mogą mieć cechy charakterystyczne zarówno dla modelu zorientowanego rynkowo, jak i zorientowanego bankowo. Tym samym granice pomiędzy modelami nie są wyraziste. Znacznie istotniejsze od wyznaczania tych granic wydaje się jednak zwrócenie uwagi, iż w grupie krajów zorientowanych bankowo preferuje się bezpieczeństwo przy niższej stopie zwrotu. Banki, instytucje kredytowe, działające w modelu kontynentalnym, mając zwykle uniwersalny charakter, są mniej skłonne do podejmowania ryzyka, a nastawione są bardziej, właśnie z uwagi na uniwersalny charakter, na dywersyfikację ryzyka. W drugiej grupie krajów, zorientowanych rynkowo, preferowana jest raczej dochodowość przy, z natury rzeczy, wyższym poziomie ryzyka. Wyższa dochodowość możliwa jest jednak dzięki sprawnie funkcjonującym rynkom finansowym i między innymi regulacjom prawnym, w których istotną rolę odgrywa zapewnienie szerokiego dostępu do informacji o podmiotach gospodarczych, uczestnikach rynków, w tym rynków kapitałowych. Dzięki temu łatwiejsza jest ocena ryzyka związanego z danym przedsięwzięciem inwestycyjnym.

w oparciu o ten syntetyczny podział. Por. A. Matysek-Jędrych, *Struktura i modle systemu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 11-12, s. 92. Niewątpliwie w dobie poszukiwań nowych rozwiązań w związku z istotnymi załamaniami koniunktury na rynkach finansowych podział ten w praktyce staje się nieco archaiczny. Niemniej jednak dla celów doktrynalnych nie stracił, jak się wydaje, na znaczeniu.

²² Zob. np. M.C. Jensen, K.J. Murphy, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, „Journal of Political Economy” 1990, No. 98, s. 225 i nast.; B. Homstrom, J. Tirole, *Market Liquidity and Performance Monitoring*, „Journal of Political Economy” 1993, No. 101, s. 678 i nast.

²³ Zob. np. R.T.S. Ramakrishnan, A.V. Thakor, *Information Reliability and Theory of Financial Intermediation*, „Review of Financial Studies” 1984, No. 51, s. 415 i nast.; V.R. Bencivenga, B.D. Smith, *Transaction Costs, Technological Choice and Endogenous Growth*, „Journal of Economic Theory” 1995, No. 67, s. 53 i nast.

Ograniczony dostęp do informacji skutkuje zwykle asekuracyjnym podejściem do inwestowania środków na rynkach innych niż bankowy, a to w konsekwencji zmusza przedsiębiorców do poszukiwania źródeł finansowania inwestycji na rynku bankowym²⁴.

Niezależnie jednak od modelu systemu finansowego funkcjonującego w danym państwie, który zwykle zawiera elementy modelu kontynentalnego i anglo-amerykańskiego, istotne jest, aby prawodawca, uwzględniając specyfikę poszczególnych części systemu, obejmował je regulacją prawną we właściwym zakresie. To wymaga jednak zrozumienia podstawowych mechanizmów, w oparciu o które funkcjonują poszczególne części systemu finansowego²⁵. W konsekwencji nie wydaje się możliwe efektywne przeprowadzenie badań nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi bez podjęcia próby analizy podstawowych elementów systemu finansowego.

2. Rynek finansowy i jego segmenty

2.1. Pojęcie i istota rynku finansowego

Świadczenie usług zapewniających sprawne krążenie siły nabywczej w gospodarce w ramach systemu finansowego możliwe jest jedynie w warunkach sprawnie i efektywnie funkcjonujących w obrębie tego systemu rynków finansowych. To one są, w szerokim tego słowa znaczeniu, miejscem, gdzie wymianie różnego rodzaju usług finansowych, związanych często pośrednio lub nawet bezpośrednio z wymianą różnych dóbr, towarzyszy krążenie pieniądza.

Ustalenie treści pojęcia rynek finansowy oraz uchwycenie jego specyfiki wymaga odniesienia się do pojęcia rynku w sensie ekonomicznym. Rynek jest niewątpliwie podstawowym regulatorem procesów ekonomicznych w gospodarce rynkowej, stanowiąc zespół mechanizmów, infrastruktury, oraz zasad i regulacji umożliwiających

²⁴ R. Rajan, L. Zingales, *The Transformation of the European Financial System. Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, ECB Central Banking Conference, 24-25 October 2002, s. 15-17. Struktura instytucjonalna polskiego systemu finansowego charakteryzuje się niewątpliwie przewagą sektora bankowego, co nie powinno mieć wpływu na tworzenie regulacji prawnej w obszarze rynku kapitałowego, który z uwagi na swoją specyfikę, nawet w systemie kontynentalnym, powinien być regulowany z uwzględnieniem wymogów bardziej dynamicznego niż bankowy rynku. Tym samym zakres ingerencji prawnej w rynek kapitałowy, nawet w systemie kontynentalnym, powinien być wyznaczony poprzez możliwości regulacyjne wyspecjalizowanych podmiotów organizujących i prowadzących rynki kapitałowe.

²⁵ Z uwagi na fakt, iż przedmiotem badań objęto element rynkowego systemu finansowego, nie poddano, z przyczyn oczywistych, szczegółowej analizie problematyki publicznego systemu finansowego ani tym bardziej zakresu pożądanej regulacji prawnej.

prowadzenie wymiany²⁶. Pewnym utrudnieniem w ustalaniu treści pojęcia rynek w ujęciu ekonomicznym jest brak jednolitej definicji w dziedzinie nauk ekonomicznych²⁷. Na ogół jednak akceptowane są trzy aspekty pojęcia rynku: podmiotowy, przedmiotowy, funkcjonalny²⁸. Rynek w ujęciu podmiotowym rozumiany jest jako zbiorowość podmiotów gospodarujących, zainteresowanych dokonywaniem wymiany, z jednej strony jako zbywcy, z drugiej zaś strony jako nabywcy towarów lub usług. Rynek w ujęciu przedmiotowym rozumiany jest z kolei jako miejsce prowadzenia wymiany, będące podstawą wyodrębnienia kategorii rynków ze względu na zasięg ich oddziaływania. Biorąc pod uwagę to kryterium, można wyróżnić takie rynki jak np.: towarowy, pracy czy finansowy²⁹. Trzecim ujęciem rynku jest ujęcie funkcjonalne, oznaczające ogół czynności związanych z wymianą towarów i usług, czynności stanowiących dla tej wymiany podstawę, jak i czynności umożliwiające realizację oczekiwań zbywców i nabywców towarów i usług. Uwzględniając funkcjonalne ujęcie rynku, należy zwrócić uwagę, iż rynek może występować zarówno jako rynek niezorganizowany, jak i jako rynek zorganizowany (instytucjonalny)³⁰.

Mając na względzie fakt, iż podstawowym celem prowadzonych badań jest podjęcie próby ustalenia granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, można przyjąć w pewnym uproszczeniu, że rynek w sensie ekonomicznym stanowi ogół warunków ekonomicznych, w jakich dochodzi do zawierania transakcji wymiennych między podmiotami, oferującymi towary i usługi, a nabywcami, posiadającymi określone potrzeby i zarazem dysponującymi funduszami nabywczymi³¹. Rynek jako sfera wymiany towarów i usług charakteryzuje

²⁶ S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010, s. 5. W dosłownym znaczeniu rynek to oczywiście miejsce zawierania transakcji, współcześnie rozumiane bardzo szeroko. T. Włudyka, (w:), *Instytucje gospodarki rynkowej*, red. T. Włudyka, M. Smaga, Warszawa 2012, s. 117 i nast.

²⁷ Por. P. Samuelson, W. Nordhaus, *Ekonomia*, Warszawa 1995, s. 82; A. Samborski, *Rynki papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej*, Katowice 2004, s. 9. W pewnym uproszczeniu można przyjąć, że w ekonomicznym ujęciu rynek stanowi płaszczyznę wzajemnego uzgodnienia wielkości popytu i podaży, dlatego znajdujący się u podstaw tego rynku mechanizm koordynacji gospodarki tworzy rynkowy system gospodarczy. Rynek w sensie ekonomicznym to jednak również w szerokim rozumieniu transakcje handlowe, których przedmiotem jest wymiana dóbr, a także zespół warunków, w jakich transakcje te się odbywają. A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 31

²⁸ K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012, s. 22.

²⁹ Por. C. Kosikowski, *Prawo gospodarcze publiczne*, Warszawa 1994, s. 14; D. Dziawgo, *Bank komercyjny na rynku finansowym*, (w:) *Bankowość*, red. J. Głuchowski, J. Szambelańczyk, Poznań 1999, s. 286.

³⁰ K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 22-23.

³¹ W. Grzywacz, *Podstawy mikroekonomii*, Szczecin 2003, s. 24.

się istnieniem różnego rodzaju stosunków ekonomicznych, mających najczęściej charakter określonej więzi prawnej. Ich podstawową cechą jest niewątpliwie wywieranie wzajemnego wpływu zwrotnego potencjalnych zbywców i nabywców oraz innych podmiotów rynkowych na kształtowanie ogólnej podaży i popytu oraz ustalenie warunków wymiany³².

Bezspornie istotne jest również, iż rynek jako sfera wymiany towarów i usług przestał być w pewnej mierze miejscem fizycznym, geograficznym, przynajmniej w odniesieniu do niektórych jego komponentów (np. rynek finansowy). Rozwój technologii, a zwłaszcza technologii o charakterze informatycznym, spowodował swoiste „przeniesienie” części transakcji wymiany dóbr do sfery wirtualnej, aczkolwiek równie rzeczywistej, pomimo faktu, iż podmioty uczestniczące w różnym charakterze w tej wymianie stały się dla siebie anonimowe. Wpływa to z jednej strony na dynamiczne kształtowanie się nowych systemów wymiany, a zwłaszcza usług nowej generacji, z drugiej zaś stanowi wyzwanie w związku z potrzebą odpowiedniej, uwzględniającej istotę nowych okoliczności, ingerencji prawnej.

Ważnym współcześnie komponentem rynku jest rynek finansowy, będący z kolei ważną częścią systemu finansowego, który jak już ustalono, stanowi mechanizm, dzięki któremu świadczone są usługi pozwalające na krążenie siły nabywczej w gospodarce. Inaczej mówiąc, rezultatem istnienia systemu finansowego jest możliwość współtworzenia pieniądza przez niefinansowe podmioty gospodarcze (przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) oraz możliwość przepływu strumieni pieniężnych między nimi. Sformułowanie tej podstawowej funkcji systemu finansowego wskazuje, że rynek finansowy nie należy do tzw. strefy realnej systemu ekonomicznego³³.

Aktualne próby ujmowania istoty rynku finansowego poprzez wskazywanie i opis poszczególnych jego segmentów ukazują spore trudności w uchwyceniu granic tego rynku. Współczesny rynek finansowy charakteryzuje się bowiem skomplikowaną strukturą. Rozwój technologii, zmieniające się potrzeby rynku i idący w ślad za tym zmieniający się dynamicznie charakter instrumentów finansowych, a także globalizacja rynku

³² Podobnie M. Szrama, *Instrumenty rynku finansowego*, Warszawa 2010, s. 7.

³³ Przyjmując umowny podział gospodarki na dwie części: sferę realną (sektor realny) oraz sferę finansową (sektor finansowy), można stwierdzić, iż sfera realna obejmuje przede wszystkim przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe, a dokładniej – aspekty rzeczowe (fizyczne) ich funkcjonowania, natomiast sfera finansowa obejmuje tę część gospodarki, w której następuje kreowanie oraz ruch strumieni pieniężnych (siły nabywczej). Procesy te nie dokonują się jednak tylko w wyniku działania systemu finansowego, ale także na skutek decyzji podejmowanych przez podmioty strefy realnej. Zob. Z. Polański, (w:) *System...*, s. 15-16.

finansowego³⁴ powodują, że tradycyjna segmentacja w oparciu o wypracowane w doktrynie kryteria ma umowny i zarazem coraz mniej ostry charakter³⁵. Nie oznacza to jednak całkowitego braku przydatności klasycznych podziałów, gdyż stanowią one znakomity punkt wyjścia w poszukiwaniu granic funkcjonowania poszczególnych segmentów rynku finansowego³⁶.

Pojęcie rynku finansowego odnosi się do odmiany towaru, jakim jest w sensie ekonomicznym pieniądz, a jego powstanie wiąże się ze zmianą funkcji pieniądza w rynkowym sposobie produkcji, a zatem z podażą i popytem na kapitał pieniężny³⁷. Rynek finansowy w takim rozumieniu to odmiana rynku towarowego, ponieważ w roli towaru występuje pieniądz, który jest przedmiotem transakcji sprzedaży. W ujęciu węższym rynek finansowy to rynek pieniężny, na którym występuje popyt i podaż kapitału pożyczkowego o krótkich terminach płatności, gdzie następuje przekształcenie kapitału z formy towarowej w pieniężną, ale bez powstania nowej masy kapitału (kapitału pieniężnego). Na rynku pieniężnym dokonywane są zatem transakcje przy użyciu weksli handlowych (towarowych, kupieckich), bonów skarbowych i także krótkoterminowe operacje kredytowe instytucji kredytowych. W szerszym zaś znaczeniu pojęcie rynku finansowego odnosi się też do rynku kapitałowego (rynku kapitału długoterminowego), gdzie następuje powiększanie masy kapitału zwłaszcza w ramach obrotu instrumentami finansowymi. W tym szerokim znaczeniu pojęcie rynku finansowego obejmuje również

³⁴ W procesie globalizacji rynków finansowych czynniki globalne bardzo często mają większy wpływ na rozwój krajowych wskaźników czy krajowych rynków. Zob. A. Carlione, P. Piselli, G. Trebeshi, *Emerging markets spreads and global financial conditions*, „Journal of International Markets, Institutions and Money” 2009, no. 19, s. 222 i nast.

³⁵ D. Wojtczak, *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012, s. 21. Wpływ rynków światowych, w tym rynków europejskich na rynki krajowe jest jeszcze bardziej widoczny w czasach kryzysu, co często czyni tradycyjną segmentację jeszcze mniej wyrazistą. Zob. L.T. Orłowski, *Financial crisis and extreme market risks: Evidence from Europe*, „Review of Financial Economics”, September 2012, vol. 21, s. 120 i nast. W literaturze pojawiają się ponadto poglądy, iż realia gospodarcze, a w szczególności w sektorze finansowym, zmieniają się zbyt szybko, by doktryna nadążała z ich „modelowaniem”. B. Braasch, *Financial Market Crisis and Financial Market Channel*, „Intereconomics Review of European Economic Policy”, March-April 2010, vol. 45, s. 100.

³⁶ Niezależnie od faktu, iż współcześnie, wobec rozwoju technologii i swoistego krzyżowania się usług na rynku finansowym, precyzyjne wyznaczenie granic może stać się niewykonalne.

³⁷ C. Kosikowski, *Prawo gospodarcze...*, s. 14. W literaturze ekonomicznej rynek finansowy utożsamiany jest często z miejscem zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy. Zob. np. M. Wypych, *Finanse i instrumenty finansowe*, Łódź 2001, s. 114.

funkcjonujące alternatywne, nieregulowane rynki kapitałowe, w tym alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi.

Rynek finansowy z pewnością tworzą zawierane transakcje polegające na zamianie pieniądza na instrument finansowy, zamianie instrumentu finansowego na pieniądź bądź zamianie jednego instrumentu finansowego na inny instrument finansowy³⁸. Tak rozumiany rynek przejawia się w ogóle działań o charakterze ekonomicznym i związanych z tym czynności prawnych, dokonywanych między przedsiębiorcami, przy użyciu instrumentów finansowych i za pośrednictwem wyspecjalizowanych instytucji rynku finansowego. W wyniku takich działań i czynności następuje przepływ i alokacja środków finansowych⁵.

W prawie Unii Europejskiej brak pełnej definicji pojęcia rynku finansowego, a w każdym razie nie ma definicji, którą można by w pełni uznać za definicję legalną. Takie rozwiązanie należy zresztą uznać za prawidłowe, zważywszy, że materia ta cechuje się niezwykle dynamiczną zmiennością. Rozwój technologii, gospodarki stymuluje powstawanie coraz to nowych obszarów, które od strony przedmiotowej i funkcjonalnej kształtują rynki finansowe. Ponadto kluczową rolę na rynkach finansowych odgrywają podmioty wyspecjalizowane, których aktywność na tych rynkach ma również duży wpływ na ich kształt. Podjęcie próby zdefiniowania tego pojęcia na poziomie aktów prawnych wiązałoby się z ogromnym ryzykiem przyjęcia definicji niepełnej, nieobejmującej wszystkich aspektów rynku finansowego jako instytucji prawnej³⁹. Można przyjąć, że właśnie w dużej mierze z tych względów pojęcie rynku finansowego definiowane jest poprzez odwołanie do poszczególnych sektorów rynku finansowego, tj. bankowego, ubezpieczeniowego i inwestycyjnego, oraz poprzez wskazanie w poszczególnych sektorach na instytucje finansowe świadczące usługi typowe dla tych sektorów⁴⁰.

³⁸ Por. P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009, s. 2. Rynek finansowy w tym znaczeniu stanowi filar dla gospodarki, ponieważ pozwala na efektywną alokację kapitału i pozyskiwanie źródeł finansowania inwestycji. Zob. K. Jajuga, *Rynki finansowe, (w:) Inwestycje finansowe*, red. K. Jajuga, K. Kuziak, P. Markowski, Wrocław 1997, s. 69.

³⁹ Oczywiście nie może to oznaczać zaprzestania poszukiwań treści pojęcia rynek finansowy w nauce prawa.

⁴⁰ Należy tu wskazać zwłaszcza na następujące dyrektywy: dyrektywa 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 grudnia 2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego, Dz. U. UE L 2003.35.1; dyrektywa 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 20 marca 2000 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, Dz. U. WE L 2000.126.1. Zastosowane w dyrektywach rozwiązania nie są w pełni satysfakcjonujące z doktrynalnego punktu widzenia, choć trzeba przyznać, iż należy je uznać za praktycznie użyteczne.

Definiując pojęcie rynku finansowego, pośrednio przyjmuje się też podmiotowe rozumienie rynku finansowego, uznając, że tworzą go podmioty świadczące na nim usługi finansowe, co stanowi oczywiście pragmatyczne uproszczenie. Stąd też klasyfikacji usług finansowych, związanych z obrotem instrumentami finansowymi, odpowiada generalny podział instytucji finansowych na instytucje kredytowe, instytucje ubezpieczeniowe oraz instytucje inwestycyjne. Rynek finansowy rozumiany jako instytucja prawna powinien jednak odzwierciedlać jednocześnie całą przedmiotową sferę regulacji prawnej. Stąd musi on uwzględniać nie tylko kategorie podmiotów świadczących na tym rynku usługi finansowe czy zasady jego funkcjonowania, ale również, a nawet przede wszystkim strukturę instytucjonalną sieci bezpieczeństwa tego rynku, a więc publicznoprawną regulację ustroju i zadań podmiotów odpowiedzialnych za bezpieczeństwo rynku finansowego⁴¹. Należy bowiem pamiętać, że współczesny rynek finansowy to nie tylko instytucje oferujące usługi finansowe, które aby mogły być świadczone, muszą mieć swoich odbiorców, ale także podmioty organizujące funkcjonowanie niektórych segmentów rynku finansowego oraz organy sprawujące nadzór w zakresie ustalonym przez prawodawcę. Rynek finansowy, uwzględniając aspekt przedmiotowy i funkcjonalny to również różnego rodzaju czynności prawne i różnego rodzaju działania (w tym czynności faktyczne) dokonywane przez uczestników rynku finansowego.

Niewątpliwie podstawową cechą rynku finansowego jest fakt, iż zasadniczym przedmiotem wymiany jest na nim pieniądź⁴², który stanowi podstawę transakcji pomiędzy podmiotami poszukującymi środków na sfinansowanie określonych przedsięwzięć w ramach prowadzonej działalności gospodarczej a podmiotami posiadającymi nadwyżki finansowe, które zamierzają zainwestować⁴³. Ta wymiana pomiędzy zbywcami i nabywcami na rynku finansowym następuje poprzez wykorzystanie instrumentów finansowych⁴⁴. Tym samym można przyjąć, iż rynek finansowy tworzą kreujące podaż instytucje

⁴¹ Por. A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku...*, s. 31 i nast.

⁴² D. Dziawgo, *Rynek finansowy. Istota, instrumenty, funkcjonowanie*. Warszawa 2007, s. 11; W. Bień, *Rynek finansowy*, Warszawa 1988, s. 5. W doktrynie prezentowany jest także pogląd, który zwłaszcza w oparciu o ekonomiczną istotę rynku finansowego należy uznać za uzasadniony, iż rynek finansowy może być rozpatrywany jako odmiana rynku towarowego, na którym swoistym towarem jest właśnie pieniądź, zob. C. Kosikowski, (w:) *Wielka encyklopedia prawa*, red. B. Hołyst, E. Smoktunowicz, Warszawa 2005, s. 891.

⁴³ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Warszawa 2007, s. 14-15, podobnie S. Miedziak, *Bankowość i podstawy rynku finansowego*, Warszawa 2003, s. 159.

⁴⁴ Rynek finansowy współtworzą wręcz transakcje instrumentami finansowymi, które z kolei w pewnym uproszczeniu można, eksponując ekonomiczną istotę rynku, definiować jako określone zobowiązania finansowe lub inaczej wynikające z tych zobowiązań roszczenia majątkowe kapitałodawcy w stosunku do kapitałobiorcy. Zob. T. Gruszecki, *Instytucje i rynki finansowe*,

finansowe, które czasami uczestniczą w organizowaniu części rynku finansowego i kreującą popyt nabywcy, a także zawierane między tymi podmiotami umowy, których przedmiotem są instrumenty finansowe, skutkujące w konsekwencji przepływem kapitału⁴⁵, przy czym działalność części uczestników rynku finansowego objęta jest nadzorem państwowym.

Rynek finansowy odgrywa w dzisiejszej gospodarce bezspornie ogromną rolę. Jego znaczenie dla gospodarki, ale także fakt, iż transakcje na nim dokonywane mają dla podmiotów niewyspecjalizowanych zbyt złożony charakter, powoduje, że fundamentalna staje się regulacyjna ingerencja państwa⁴⁶. Z jednej strony za oczywiste i całkowicie bezsporne należy uznać, że rynek finansowy, a w jego ramach wszystkie segmenty, wymagają ingerencji prawnej⁴⁷, z drugiej zaś, używając eufemistycznego określenia, znacznie mniej bezsporne jest wyznaczanie granic tej ingerencji. Trudności w tej materii wynikają z potrzeby zachowania równowagi pomiędzy stabilnością rynku

Warszawa 1998, s. 82-85; K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe i inżynieria finansowa*, Warszawa 1996, s. 17.

⁴⁵ Podobnie zob. D. Wojtczak, *Usługi bankowe...*, s. 17.

⁴⁶ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku...*, s. 35. Autorka stwierdza wręcz, że w sferze funkcjonowania rynku finansowego regulacyjna interwencja państwa była i jest największa. Pozostawienie bowiem regulacji tego rynku tylko mechanizmowi rynkowemu nie jest rozwiązaniem optymalnym: może zaburzyć funkcjonowanie systemu finansowego państwa, a także z pewnością nie zapewnia zainwestowanym tam środkom należytej ochrony. Nie podejmując polemiki z dość kategorycznymi stwierdzeniami, które ramowo należy uznać za całkowicie prawidłowe, nie można jednak nie zwrócić uwagi, iż interwencja państwa na rynku finansowym powinna być w niektórych jego częściach bardzo mocno stonowana. Z pewnością dotyczy to tej części rynku kapitałowego, którą tworzą alternatywne systemy obrotu, w których jak się wydaje interwencja państwa powinna, ujmując rzecz na tym etapie rozważań w uproszczeniu, ograniczyć się do zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, pozostawiając wiele materii do „regulacji” podmiotom organizującym rynek w ramach mechanizmów rynkowych.

⁴⁷ W literaturze zwraca się uwagę na kilka decydujących powodów, dla których przyjmuje się jako mało dyskusyjny postulat interwencji państwa w funkcjonowanie rynku finansowego. Przede wszystkim sektor finansowy ma decydujące znaczenie dla funkcjonowania systemu państwa, a instytucje finansowe w obrębie każdego segmentu odgrywają dominującą rolę jako pośrednicy finansowi. Ponadto rynek finansowy charakteryzuje także duży stopień asymetrii informacji (*asymmetric information*), czyli sytuacji, w której jedna ze stron transakcji finansowej pozbawiona jest informacji, którymi dysponuje druga strona, co z kolei powoduje zmniejszenie zaufania co do jej wyników. Asymetria informacji w ocenie aktywów instytucji finansowych może doprowadzić do ukrywania różnych informacji przez zarządy instytucji finansowych przed inwestorami i deponentami. Zob. A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Law, Finance and Firm Growth*, „The Journal of Finance”, Vol. LIII, No. 6 1998, s. 2107; A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku...*, s. 35 i nast.; L. Oręziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 1999, s. 18-20.

finansowego a jego prawidłowym rozwojem, przyjmując jako podstawowe, choć nie jedyne z punktu widzenia państwa, kryterium wzrostu gospodarczego.

Rynek finansowy, jak już podkreślono, ze względu na potrzebę uchwycenia jego specyfiki, powinien być pojmowany szeroko, z uwzględnieniem strony podmiotowej, przedmiotowej, ale i funkcjonalnej. W konsekwencji za mało ryzykowne należy uznać stwierdzenie, iż rynek finansowy to pojmowane z uwzględnieniem rozwoju współczesnych technologii miejsce, na którym kojarzone są oferty podaży i popytu instrumentów finansowych i na którym dochodzi do zawierania transakcji z wykorzystaniem instrumentów finansowych, dzięki podejmowaniu przez podmioty gospodarcze różnych kategorii działań określonych normami prawnymi lub regułami wewnętrznymi⁴⁸.

Niezależnie od dotychczasowych ustaleń nie sposób nie zwrócić uwagi na fakt, iż z prawnego punktu widzenia próby poszukiwania znaczenia pojęcia rynek finansowy muszą uwzględniać coraz większe znaczenie regulacji, które w literaturze określa się mianem ponadnarodowych⁴⁹. Spostrzeżenie to dotyczy nie tylko regulacji prawnych Unii Europejskiej, ale także amerykańskich regulacji odnoszących się do rynków finansowych, które są coraz bardziej połączone z wieloma rynkami w różnych częściach świata. Sprawia to, że problematyka nie tylko samego pojęcia rynku finansowego, ale szerzej także takich zagadnień jak np. swoista konkurencja regulacyjna staje się jeszcze bardziej złożona⁵⁰.

Tym samym, nie lekceważąc w żadnym razie rzetelnych prób definiowania pojęcia rynek finansowy w obrębie nauk prawnych⁵¹, należy postawić zasadnicze pytanie, a wręcz odważyć się postawić tezę, iż zdefiniowanie tego pojęcia, które uwzględniałoby wszystkie jego aspekty, nie jest w ogóle możliwe. Uzasadnieniem takiej tezy są przedstawione już czynniki, zwłaszcza dynamizm zmian, rozwój technologii, mający bezpośredni wpływ choćby na kształt usług świadczonych na rynkach finansowych, czy

⁴⁸ Podobnie T. Nieborak, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 42. W literaturze pojawia się też słuszna, jak się wydaje, teza, iż biorąc pod uwagę segmenty rynku finansowego, można mówić w pewnym sensie o rodzajach rynku, co z kolei wskazuje na pewną umowność pojęcia rynek finansowy. Zob. Np. M. Górski, *Rynkowy system finansowy*, Warszawa 2007, s. 255-258; M. Markiewicz, *System finansowy i walutowy*, (w:) *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, red. E. Pietrzak, M. Markiewicz, Gdańsk 2006, s. 22 i nast.

⁴⁹ Por. L. Klöhn, *Transnational Financial Market Regulation – A Conference*, „European Business Organization Law Review”, Vol. 11, September 2010, s. 320 i nast.

⁵⁰ Zob. E. Tafara, R.J. Peterson, *A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework*, „Harvard International Law Journal”, 48, 2007, s. 31.

⁵¹ Zawsze z wykorzystaniem dorobku literatury ekonomicznej, gdyż *stricte* ekonomiczna natura rynków finansowych nie pozwala na konstruowanie definicji nieuwzględniających tej natury.

wreszcie procesy globalizacyjne zmuszające do tworzenia regulacji prawnych o ponadnarodowym oddziaływaniu. Czym innym natomiast jest syntetyczne ujmowanie pojęcia rynek finansowy i jego definiowanie w niektórych aktach prawnych, z uwagi na potrzebę osiągnięcia określonego celu legislacyjnego, jak ma to na przykład miejsce w finansowych dyrektywach Unii Europejskiej. Pojęcie rynku finansowego, biorąc pod uwagę poruszone dotychczas aspekty, nie jest w nich w zasadzie definiowane. Określany jest jednak przede wszystkim zakres podmiotowy sektora finansowego⁵². Przykładowo stosownie do treści art. 2 pkt 8 dyrektywy 2002/87/WE o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego⁵³ sektor finansowy to sektor składający się z jednej lub wielu:

- instytucji kredytowych, instytucji finansowych lub przedsiębiorstw pomocniczych usług bankowych w rozumieniu dyrektywy 2000/12/WE, obecnie dyrektywy 2006/48/WE (sektor bankowy);
- zakładów ubezpieczeń, zakładów reasekuracji lub ubezpieczeniowych grup kapitałowych w rozumieniu dyrektywy 98/78/WE⁵⁴ (sektor ubezpieczeń);
- firm inwestycyjnych lub instytucji finansowych w rozumieniu dyrektywy 93/6/EWG, obecnie dyrektywy 2004/39/WE (sektor usług inwestycyjnych);
- finansowych spółek holdingowych o działalności mieszanej⁵⁵.

Istotę rynku finansowego należy postrzegać również poprzez pryzmat płaszczyzny organizacyjnej, dzieląc ten rynek na rynek giełdowy i pozagiełdowy. Przy czym należy pamiętać, że jest to podział według kryterium organizacyjnego, dokonywany w naukach ekonomicznych. Nie mieści się w jego ramach, a przynajmniej się z nim nie pokrywa, podział dokonany przez polskiego ustawodawcę w ustawie o OIF, który inaczej definiuje rynek giełdowy i pozagiełdowy, traktując oba rodzaje jako części rynku kapitałowego, a zatem odnosząc ten podział tylko do jednego z segmentów rynku finansowego.

⁵² Nie są to zatem nawet definicje zakresowe.

⁵³ Dyrektywa 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 grudnia 2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego, Dz. U. WE L 35 11.02.2003.

⁵⁴ Dyrektywa 2005/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 listopada 2005 r. w sprawie reasekuracji oraz zmieniająca dyrektywy Rady 73/239/EWG, 92/49/EWG, Dz. U. UE L 323. 9.12.2005.

⁵⁵ Sektory, w znaczeniu segmentów rynku finansowego, zdefiniowano także w polskiej w ustawie z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratów finansowych (Dz. U. Nr 83, poz. 719 ze zm.), która to ustawa implementuje postanowienia dyrektywy 2002/87/WE.

W myśl podziału o charakterze ekonomicznym alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi stanowią część rynku pozagiełdowego, podczas gdy w oparciu o podział o charakterze normatywnym alternatywne rynki nie są traktowane ani jako część rynku giełdowego, ani pozagiełdowego. Stosownie do treści art. 15 ust. 1 ustawy o OIF rynek regulowany na terytorium RP obejmuje rynek giełdowy i pozagiełdowy. Natomiast stosownie do treści art. 3 pkt 2 ustawy o OIF alternatywny system obrotu instrumentami finansowymi to organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, 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. Tym samym rynki alternatywne, choć prowadzone zwykle (a w Polsce wyłącznie) przez organizatorów rynku regulowanego są częścią rynku nieregulowanego. Nie kwestionując oczywistej potrzeby rozróżnienia rynku regulowanego od nieregulowanego na poziomie ustawowym, głównie z uwagi na potrzebę zróżnicowania obowiązującej oba rynki regulacji, przede wszystkim w zakresie wymogów czy dostępności do rynku, należy wyrazić przekonanie, że na poziomie pozanormatywnym, w szeroko pojętym sensie gospodarczym traktowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi jako części rynku pozagiełdowego nie jest błędne. Zwłaszcza że zgodnie z przedstawionym podziałem ze względu na kryterium organizacyjne rynki alternatywne funkcjonują poza giełdami, podobnie jak inne rynki pozagiełdowe, stanowiąc swoistego rodzaju uzupełnienie, zarówno z punktu widzenia inwestorów, jak i emitentów poszukujących kapitału.

Abstrahując z kolei od płaszczyzny organizacyjnej i dokonywanego przez jej pryzmat podziału w naukach ekonomicznych, należy przyjąć, że rynek giełdowy to transakcje na giełdzie papierów wartościowych⁵⁶, dzięki której następuje mobilizowanie kapitału, ułatwianie transformacji kapitału, sprzyjanie racjonalności w gospodarowaniu. Poprzez funkcjonowanie giełdy następuje regulowanie i kontrolowanie procesów gospodarczych oraz dokonywanie możliwie obiektywnej oceny kapitału dzięki funkcji informacyjnej⁵⁷. Z kolei istota rynku pozagiełdowego (*over-the-counter market*) przejawia się w tym, że papiery wartościowe i niestandardyzowane transakcje terminowe są przed-

⁵⁶ Należy oczywiście pamiętać, że giełda to nie tylko rynek, ale również instytucja. Jest ona bowiem jednocześnie częścią segmentu rynku finansowego, zapewniając znaczną koncentrację w miejscu oraz w czasie podaży papierów wartościowych we wtórnym obrocie i popytu na nie, a także instytucją rynku kapitałowego posiadającą właściwą strukturę organizacyjną regulowaną przepisami prawa. Zob. K. Nowak, *Polski rynek kapitałowy, instrumenty, uczestnicy, inwestycje*, Poznań 1998, s. 17 i nast.

⁵⁷ A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2005, s. 11.

miotem obrotu poza rynkiem giełdowym, gdyż ten zawsze stwarza dla inwestorów pewne ograniczenia, choćby w postaci konieczności upublicznienia interesów, co zwłaszcza przy obrocie instrumentami finansowymi na dużą skalę bywa przyczyną „ucieczki” z rynku giełdowego. Rynek pozagiełdowy charakteryzuje się względnie liberalnymi zasadami w zakresie nadzoru i wymagań stawianych emitentom i ma zasadnicze znaczenie dla nowych, małych spółek dopiero wchodzących na rynek, których papiery wartościowe mogą być bardziej ryzykowne dla inwestorów. Drugą grupę instrumentów finansowych, będących przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym, stanowią instrumenty pochodne dostosowywane przez przedsiębiorstwa inwestycyjne do indywidualnych potrzeb inwestorów⁵⁸. Z tych względów nie są one dostępne na giełdach, gdzie obowiązuje standaryzacja instrumentów finansowych⁵⁹.

W ramach ustaleń w zakresie pojęcia rynek finansowy nie sposób też raz jeszcze nie odnieść się do współczesnego podziału modeli systemów finansowych na dwa zasadnicze, z których w każdym wyeksponowany jest jeden z sektorów rynku finansowego. System kontynentalny, niemiecko-japoński, jest systemem opartym na sektorze bankowym, drugi natomiast system, anglo-amerykański, oparty jest na rynku papierów wartościowych (czy szerzej instrumentów finansowych) i instytucji gromadzących i lokujących środki pieniężne za pośrednictwem tego rynku, tj. funduszy ubezpieczeniowych, powierniczych i emerytalnych⁶⁰. Rozróżnienie to, jak się wydaje, może również wpływać na definiowanie pojęcia rynek finansowy poprzez odpowiednie rozkładanie akcentów pomiędzy dominujące na rynku finansowym segmenty. Ponadto może mieć istotne znaczenie w poszukiwaniu granic prawidłowej ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Najbardziej efektywne alternatywne rynki, cechujące się modelową wręcz regulacją występują właśnie w modelu systemu finansowego opartego w ogromnej mierze na ekspansywnym funkcjonowaniu rynku kapitałowego.

2.2. Rynek pieniężny

W strukturze rynku finansowego wyróżnia się dwa podstawowe rynki: pieniężny i kapitałowy⁶¹. Rozróżniając te rynki, należy wziąć pod uwagę przede wszystkim dwa

⁵⁸ W alternatywnych systemach obrotu funkcję taką pełnią tzw. animatorzy rynku.

⁵⁹ L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i w Polsce*, Warszawa 2011, s. 14; M. Dusza, *Banki na rynku kapitałowym*, Warszawa 1992, s. 21.

⁶⁰ Zob. D. Wojtczak, *Usługi bankowe...*, s. 24.

⁶¹ Por. W. Dębski, *Rynek walutowy i pieniężny. Wprowadzenie*, Kraków 2001, s. 9 nast.; A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Warszawa 2006, s. 9 i nast.; Z. Fedorowicz, *Rynek pieniądza*

zasadnicze kryteria, tj. czas dysponowania środkami przez podmiot finansujący własną działalność (okres zapadalności) oraz cel przeznaczenia uzyskanych przez niego środków. Rynek pieniężny kształtują te transakcje instrumentami finansowymi, które co do zasady mają najwyższy stopień płynności oraz o termin zapadalności poniżej roku⁶². Rynek ten wykorzystywany jest przez jego uczestników przeważnie do sfinansowania bieżących wydatków⁶³, czasem tylko pośrednio wsparcia wydatków inwestycyjnych z uwagi na zagrożenie przejściowej utraty płynności finansowej. W odróżnieniu od rynku pieniężnego rynek kapitałowy tworzą transakcje instrumentami finansowymi o pierwotnym terminie wykupu powyżej roku z przeznaczeniem uzyskanych środków na finansowanie inwestycji⁶⁴. Na rynku tym występuje podaż kapitału długoterminowego, który trafia do emitentów instrumentów finansowych⁶⁵.

Rynek pieniężny, będąc częścią rynku finansowego i rynkiem obrotu kapitału z okresem zwrotu nieprzekraczającym jednego roku, jest też rynkiem pozagiełdowym, biorąc pod uwagę ekonomiczny podział oparty na kryterium zorganizowania tego rynku. Pozwala uczestnikom tego rynku na osiągnięcie efektu gospodarczego w postaci pozyskania kapitału pożyczkowego, który czasem stanowi wsparcie dla realizowanych inwestycji⁶⁶. Mechanizm rynku pieniężnego można tym samym charakteryzować jako dokonywanie transakcji z rynków, gdzie jest nadmiar pieniędzy do rynków, gdzie ich brakuje. Rynek pieniężny dostarcza więc kapitału krótkoterminowego na finansowanie działalności bieżącej banków, przedsiębiorstw i innych podmiotów⁶⁷.

i rynek kapitału, Warszawa 1999, s. 22 i nast.

⁶² Por. E.F. Brigham, J.F. Houston, *Fundamental of Financial Management*, Forth Worth 2001, s. 175. Warto też dodać, iż współcześnie jednym z kryteriów podziału rynku finansowego jest kryterium oparte na instrumentach finansowych wykorzystywanych w ramach poszczególnych segmentów rynku finansowego. Por. np. S. Bukowski, *Międzynarodowa integracja rynków finansowych*, Warszawa 2011, s. 18.

⁶³ Instrumenty finansowe na rynku pieniężnym traktowane są często, w ujęciu ekonomicznym, jako swoistego rodzaju krótkoterminowy kredyt. Por. J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Warszawa 2001, s. 177.

⁶⁴ Por. F.S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, New York 2004, s. 27.

⁶⁵ W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 19.

⁶⁶ Choć z uwagi na krótki okres zapadalności instrumentów finansowych na rynku pieniężnym nie mogą one być w zasadzie podstawowym źródłem finansowania inwestycji, nawet jeśli teoretycznie jest to możliwe, np. dzięki możliwości tzw. rolowania i wydłużania w ten sposób kapitału pożyczkowego. W praktyce instrumenty finansowe rynku pieniężnego nie są jednak w ten sposób wykorzystywane.

⁶⁷ M. Lipiński, *Finanse osobiste. Świadome zarządzanie własnym portfelem*, Gliwice 2008, s. 182.

Podobnie jak w innych segmentach rynku finansowego na rynku pieniężnym dochodzi do transakcji, w ramach których przekazywany jest pieniądz z miejsca, gdzie występuje w nadmiarze, do miejsca, gdzie zgłaszane jest zapotrzebowanie⁶⁸. Transakcje na rynku pieniężnym obejmują, ujmując rzecz najogólniej, udzielanie kredytów, pożyczek lub sprzedaż instrumentów finansowych, w tym papierów wartościowych, o krótkim terminie zapadalności. Podstawową rolę odgrywają zatem na tym rynku banki i inne instytucje kredytowe, które poprzez działalność depozytową, stając się pośrednikiem na rynku finansowym, zapewniają przepływ pieniądza. W konsekwencji rynek pieniężny jest mechanizmem, poprzez który wykonywana jest jedna z podstawowych form polityki państwa czyli polityka pieniężna, realizowana przez bank centralny⁶⁹. Jednocześnie rynek pieniężny zapewnia odpowiednią płynność bankom komercyjnym.

W literaturze zwraca się uwagę, że rynek pieniężny można też postrzegać jako ten segment rynku finansowego, na którym dokonywany jest obrót krótkoterminowymi instrumentami dłużnymi z jednej strony, a z drugiej dokonywane są transakcje o charakterze lokacyjnym z terminem zapadalności do jednego roku włącznie⁷⁰. Transakcje na rynku pieniężnym dokonywane są w formie bonów skarbowych, bonów pieniężnych, krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych (bankowe papiery wartościowe oraz obligacje bankowe) oraz krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (weksle przedsiębiorstw, bony komercyjne, krótkoterminowe obligacje przedsiębiorstw). Transakcje o charakterze lokacyjnym występują na rynku pieniężnym w postaci lokat niezabezpieczonych (lokaty międzybankowe) bądź lokat zabezpieczonych: swapy walutowe (*fx swap*) i transakcje warunkowe – *repo* i *sell-buy-back/buy-sell-back* (operacje zabezpieczone papierami wartościowymi)⁷¹.

W polskim prawodawstwie pojęcie rynku pieniężnego zostało zdefiniowane w ustawie o OIF. Stosownie do treści art. 3 pkt 27 ustawy o OIF użyty w ustawie termin „rynek pieniężny” oznacza system obrotu instrumentami finansowymi opiewającymi wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok. Natomiast zgodnie z ustawą instrumentami finansowymi zaliczanymi do rynku pieniężnego, zgodnie z art. 3 pkt 28, są papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów

⁶⁸ J. Czekaj, (w:) *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Warszawa 2008, s. 11.

⁶⁹ *Ibidem*.

⁷⁰ Por. np. I. Pyka, *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Katowice 2000, s. 123 i nast.; P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny...*, s. 3.

⁷¹ Zob. P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny...*, s. 3.

prawa polskiego lub obcego, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym. Uwzględniając istotę definicji zawartych w ustawie o OIF, należy zauważyć, że ustawodawcy w zasadzie udało się uchwycić ekonomiczną istotę rynku pieniężnego, którego natura gospodarcza polega właśnie na możliwości dokonywania obrotu krótkoterminowymi instrumentami finansowymi. Definicja legalna rynku pieniężnego jest zatem zbieżna z definicją rynku pieniężnego wykorzystywaną w nauce ekonomii i finansów.

Przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym mogą być wyłącznie instrumenty finansowe, w których została inkorporowana wierzytelność pieniężna. *A contrario* przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym nie mogą być instrumenty finansowe o charakterze udziałowym, jak również instrumenty finansowe o charakterze wierzytelskim, w których została inkorporowana wierzytelność niepieniężna⁷². Ta skądinąd oczywista konstatacja wynika z istoty segmentacji rynku finansowego. Poszczególne segmenty, tj. np. rynek pieniężny i rynek kapitałowy, wzajemnie się uzupełniają i co do zasady ze sobą nie konkurują⁷³.

Rynek pieniężny odgrywa istotną rolę nie tylko na rynku finansowym, a tym samym w systemie finansowym, ale także w całej gospodarce, dzięki właściwym, charakterystycznym właśnie dla tego rynku instrumentom i operacjom⁷⁴. Cechą charakterystyczną tego segmentu rynku finansowego jest to, że uczestnikami są najczęściej banki biorące bezpośredni udział w operacjach otwartego rynku⁷⁵. Rynek pieniężny staje się więc miejscem, na którym koncentruje się handel pomiędzy bankami a ich należnościami, utrzymywanymi na rachunku rozliczeniowym w banku centralnym. Jeżeli stronami takich transakcji są banki komercyjne, to ich rezultatem staje się poziome wyrównanie płynności między bankami, co ma miejsce na rynku lokat międzybankowych. Natomiast udział w tego typu transakcjach banku centralnego prowadzi do pionowego wyrównywania płynności w sektorze bankowym⁷⁶. Rynek pieniężny, w szerszym sensie, obejmuje także obrót papierami rynku pieniężnego (np. bony pieniężne, bony skarbowe, certy-

⁷² K. Zaradkiewicz, (w:) *Prawo rynku...*, s. 678.

⁷³ Oczywiście jeżeli brać pod uwagę szeroko rozumianą konkurencję w sensie ekonomicznym, to można dostrzec pewne elementy. Np. brak stabilności na rynku kapitałowym może być przyczyną chwilowej ucieczki kapitału na pewniejszy w danym momencie rynek pieniężny. Zob. np. R. Rigobon, B. Sack, *Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock Market*, „Quarterly Journal of Economics” 118(2) 2003, s. 639 i nast. Z prawnego punktu widzenia ewentualna teza o „rywalizacji” poszczególnych rynków na rynku finansowym byłaby nieuprawniona.

⁷⁴ I. Pyka, *Rynek pieniężny...*, s. 123 i nast.

⁷⁵ L. Góral, *Zintegrowany model...*, s. 14; M. Dusza, *Banki...*, s. 6.

⁷⁶ Zob. W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria finansowa. Instrumentarium, strategie, zarządzanie ryzykiem*, Warszawa 1999, s. 8.

fikaty depozytowe) i jest dla banków komercyjnych niewątpliwie najważniejszym polem efektywnego zarządzania płynnością finansową⁷⁷.

W naukach ekonomicznych istotny jest podział rynku pieniężnego, ale także szerzej rynku finansowego, odwołujący się do kryterium przestrzennego⁷⁸. W ujęciu makro rynek pieniężny to rynek ogólnosiwiatowy, w ujęciu mezo to rynek bloków gospodarczych bądź rynek związku państw, zaś w skali mikro to rynki krajowe, a w ich ramach rynki lokalne. Przykładem rynku pieniężnego o światowym zasięgu jest eurorynek⁷⁹, który oprócz rynku pieniężnego obejmuje także rynek kapitałowy dla pożyczek międzynarodowych⁸⁰. Najważniejsze reguły przyjęte na euroryнку pieniężnym sprowadzają się do dokonywania transakcji o znacznych wartościach, w sposób niezwykle mało sformalizowany, przy indywidualnym ustalaniu stóp procentowych przez strony umowy⁸¹. Niezwykle istotną rolę na tego rodzaju rynku pieniężnym odgrywają międzynarodowe konsorcja bankowe, poprzez które pozyskiwane są środki finansowe będące przedmiotem transakcji na tym rynku⁸².

⁷⁷ Por. L. Góral, *Zintegrowany model...*, s. 14.

⁷⁸ Zob. np. H. Mruk, *Analiza rynku*, Warszawa 2003, s. 13. Innym, ważnym dla funkcjonowania rynku pieniężnego podziałem, jest podział z uwagi na kryterium momentu rozliczania transakcji. Z tego punktu widzenia wyróżnia się rynek transakcji natychmiastowych (spot) i transakcji terminowych, na których występują kontrakty *forwards*, *futures* oraz opcyjne. Zob. A. Hudson, *The Law of Financial Derivatives*, London 1997, s. 55 i nast.

⁷⁹ Zbliżonym do tego rynku, aczkolwiek nie tożsamym, jest rynek tzw. eurodolara, czyli dolara amerykańskiego w formie znajdującego się poza Stanami Zjednoczonymi depozytu bankowego lub pożyczki udzielonej innemu państwu, niebędącego pod kontrolą Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych. Szerzej na temat „ryнку eurodolara” zob. np. L. Bartolini, S. Hilton, A. Prati, *Money Market Integration*, *Journal of Money*, „Credit and Banking”, February 2008, Vol. 40, Issue 1, s. 193 i nast.

⁸⁰ Rynek kapitałowy w skali makro określany jest jako rynek euroobligacji, charakteryzujący się przede wszystkim tym, że obligacje nie są sprzedawane na rynkach kapitałowych jednego państwa, są gwarantowane przez międzynarodowe konsorcja bankowe, a waluta obligacji nie jest walutą państwa, w którym następuje emisja obligacji. Zob. R.C. Tennekoon, *The Law and Regulation of International Finance*, London, Dublin, Edinburgh 1991, s. 3.

⁸¹ Zob. L. Góral, *Zintegrowany model...*, s. 17.

⁸² Międzynarodowe konsorcja bankowe pozyskują z kolei środki pieniężne ze źródeł znajdujących się poza państwem, w którym są one prawnym środkiem płatniczym. Transakcje na międzynarodowym rynku pieniężnym stają się zatem specyficzne, gdyż w przeciwieństwie do tradycyjnego dostarczania środków finansowych przez konsorcja zagranicznych i krajowych banków nie następuje tu udzielanie pożyczek we własnej, narodowej walucie. Daje to tym samym znacznie większe możliwości, obok samego pozyskania środków pieniężnych (lub z drugiej strony zainwestowania), uwzględniania nie tylko kursu waluty pożyczki, ale przede wszystkim wyboru aktualnie najkorzystniejszej dla danego nabywcy waluty. Zob. L. Góral, *Zintegrowany model...*, s. 18; M. Stigum, *The Money Market*, New York 1983, s. 139.

Rynkiem finansowym w ujęciu mezo jest rynek finansowy krajów należących do Unii Gospodarczej i Walutowej, w ramach której istotne znaczenie ma funkcjonowanie rynku pieniężnego. Wprowadzenie jednolitej waluty euro skutkuje wyeliminowaniem ryzyka walutowego i niewątpliwie ogranicza koszty transakcyjne, zwłaszcza związane z zabezpieczaniem ryzyka kursowego⁸³. Bezspornie, pomimo istotnych mankamentów wprowadzenia i funkcjonowania jednolitej waluty, Unia Gospodarcza i Walutowa wykreowała stosunkowo płynny rynek finansowy oferujący dużo szerszą paletę możliwości inwestycyjnych niż te, które były dostępne wcześniej.

Podmiotami funkcjonującymi na rynku pieniężnym są banki, przedsiębiorstwa, instytucje ubezpieczeniowe, samorządy terytorialne, osoby fizyczne (wyłącznie na rynku detalicznym) oraz Skarb Państwa. Jednak największy wpływ na rynek posiadają banki komercyjne i bank centralny, który swoimi decyzjami wpływa na wielkość podaży i popytu na pieniądź.

Skarb Państwa na rynku pieniężnym jest emitentem bonów skarbowych, które pełnią funkcję krótkoterminowego finansowania niedoborów w budżecie państwa. W tym właśnie celu mogą być emitowane bony skarbowe z terminami emisji od 1 do 52 tygodni, będące swego rodzaju wyznacznikiem rentowności całego rynku finansowego, a w konsekwencji mające wpływ na ocenę „kondycji” całego systemu finansowego.

Z kolei bank centralny, który stosownie do treści art. 227 ust. 1 Konstytucji RP jest bankiem państwa, któremu przysługuje wyłączne prawo ustalania i realizowania polityki pieniężnej, jest odpowiedzialny za utrzymanie odpowiedniej płynności sektora bankowego, a więc podejmuje działania wpływające pionowo na system bankowy, a konsekwencją tych działań jest znaczący wpływ na rynek pieniężny. Do głównych narzędzi wykorzystywanych w tym celu zalicza się operacje otwartego rynku oraz rezerwy obowiązkowe⁸⁴. Natomiast banki komercyjne wykorzystują rynek pieniężny jako miejsce umożliwiające im lokowanie nadwyżek pieniężnych w instrumenty cechujące się relatywnie niskim poziomem ryzyka. Rynek pieniężny umożliwia też bankom pozy-

⁸³ L. Góral, *Zintegrowany model...*, s. 18.

⁸⁴ P. Szpunar, (w:) *System finansowy...*, s. 218 i nast. Z ekonomicznego punktu widzenia operacje otwartego rynku polegają na sprzedaniu lub kupieniu przez bank centralny na rynku pieniężnym papierów wartościowych, zwłaszcza bonów Skarbu Państwa. Celem tych operacji jest zwiększenie lub zmniejszenie rezerw banków handlowych, gdyż banki te są głównym partnerem banku centralnego w operacjach rynku pieniężnego. Sprzedaż papierów wartościowych przez bank centralny bankom komercyjnym wywiera podobny skutek jak zwiększenie poziomu stopy rezerw obowiązkowych. Zarówno w jednym, jak i w drugim przypadku ograniczone zostają potencjalne możliwości ekspansji kredytowej. Z kolei skupowanie tych papierów prowadzi – podobnie jak obniżenie stopy rezerw obowiązkowych – do rozszerzenia granic akcji kredytowej banków komercyjnych. Por. S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, Warszawa 2002, s. 247.

skanie środków na finansowanie bieżącej działalności. Głównymi transakcjami, jakie są przeprowadzane w tym celu, są transakcje depozytami międzybankowymi, bonami skarbowymi oraz bonami pieniężnymi.

2.3. Rynek kapitałowy

Gospodarka jest układem komplementarnych, wzajemnie ze sobą powiązanych elementów, które z ekonomicznego punktu widzenia można podzielić na rynek towarów i usług, rynek środków produkcji, rynek pracy, rynek ziemi oraz rynek kapitału. Dla prawidłowego funkcjonowania poszczególnych elementów gospodarki konieczne jest sprawne i bezpieczne funkcjonowanie rynku finansowego, będącego zresztą także elementem gospodarki. Jedną z kluczowych funkcji rynku finansowego, wywierającą ogromny wpływ na całą gospodarkę, jest przepływ zasobów kapitałowych od podmiotów dysponujących kapitałem w nadmiarze do uczestników rynku zgłaszających zapotrzebowanie na ten kapitał⁸⁵. W konsekwencji pomiędzy podmiotami uczestniczącymi w gospodarce występują przepływy kapitałów, które wspomagają prawidłowe jej funkcjonowanie. Podstawą tego mechanizmu jest jednak występowanie podmiotów posiadających nadwyżki kapitałów, które potencjalnie mogą dokonywać inwestycji, przekazując środki przedsiębiorstwom potrzebującym środków finansowych na rozwój. Dzięki temu podmioty gospodarcze mogą się rozwijać i ostatecznie uzyskiwać większe dochody, które poprzez ich wypłatę zapewniają stosowne zyski inwestorom⁸⁶.

Proces transformacji gospodarczej dał impuls do stworzenia podstaw rynku kapitałowego w Polsce. Jest on rynkiem specyficznych papierów wartościowych, w głównej mierze przeznaczonych na finansowanie inwestycji, których termin do wykupu przekracza jeden rok. Do podstawowych funkcji rynku kapitałowego należy zaliczyć możliwość pozyskiwania kapitału na dłuższy okres podczas emisji papierów wartościowych danego podmiotu. Emitenci w drodze emisji akcji pozyskują kapitał na inwestycje rzeczowe i finansowe wykorzystywane do rozwoju, w tym modernizacji struktur przedsiębiorstwa. Natomiast inwestorzy, czyli uczestnicy rynku kapitałowego, stanowią „źródło” finansowania dla emitentów, nabywając i sprzedając dane walory i uzyskując w ten sposób zysk bądź czasem ponosząc stratę w wyniku danej inwestycji. Zważywszy na wskazane aspekty ekonomiczne, rynek kapitałowy można zdefiniować jako rynek kapitałów średnio- i długoterminowych, na którym kapitał jest lokowany i pozyskiwany poprzez emisję instrumentów finansowych o terminie trwania dłuższym

⁸⁵ W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Vol. I, Warszawa 2001, s. 11.

⁸⁶ K. Jajuga, *Podstawy inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Warszawa 2002, s. 11 i nast.

niż jeden rok. Według innej definicji rynek kapitałowy to rynek długoterminowych papierów wartościowych, ułatwiający przepływ kapitału pomiędzy jego właścicielami (inwestorami) a użytkownikami (emitentami)⁸⁷.

Pojęcie rynku kapitałowego może być pojmowane wąsko lub szeroko. W znaczeniu węższym rynek kapitałowy jest rynkiem długoterminowych papierów wartościowych. Zalicza się do nich zarówno papiery uprawniające do dywidendy (akcje, świadectwa inwestycyjne), jak i papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu (np. bankowe listy zastawne, obligacje komercyjne przedsiębiorstw czy też obligacje i bony skarbowe sektora publicznego). Na tej bazie wskazuje się na funkcjonowanie rynku akcji i rynku papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, tj. rynku obligacji. Ten podział ma oczywiście charakter konwencjonalny⁸⁸. Rozwój technologii, a także kreatywne podejście zarówno instytucji finansowych, jak i podążających za nimi emitentów powoduje, że pojawiają się nowe rodzaje papierów wartościowych, jak np. *floating rate notes* (obligacje ze zmiennym oprocentowaniem) czy *zero bonds* (obligacje z kuponem zerowym, tzn. sprzedawane z dyskontem w stosunku do ich wartości nominalnej). Natomiast rynek kapitałowy w szerszym znaczeniu obejmuje długookresowe instrumenty, które są przedmiotem obrotu na rynku depozytów bankowych i na rynku kredytów bankowych⁸⁹.

W gospodarce rynkowej rynek kapitałowy jest absolutnie fundamentalną częścią całego systemu finansowego, a w jego ramach, obok rynku pieniężnego, jest niezwykle istotnym segmentem rynku finansowego. Wynika to niewątpliwie z faktu, że rynek ten jest miejscem intensywnej mobilizacji kapitałów. Cechą w największym stopniu wyróżniającą rynek kapitałowy jest struktura czasowa strumieni pieniężnych skutkujących alokacją kapitału. Wydłużenie horyzontu czasowego transakcji, jakie ma miejsce na rynku kapitałowym, jest swoistym dowodem stabilności nie tylko samego rynku kapitałowego, ale często również całego systemu finansowego⁹⁰. Specyfika instrumentów finansowych na rynku kapitałowym, a także nieco bardziej złożone w porównaniu do innych segmentów rynku finansowego zasady jego funkcjonowania powodują, że ustawodawca zmuszony jest do szczególnej ingerencji prawnej. Przestrzeń czasowa, jakiej dotyczą

⁸⁷ J. Czekał, (w:) *Rynki, instrumenty...*, s. 11.

⁸⁸ Tak zresztą jak większość podziałów odnoszących się do rynku finansowego i jego segmentów.

⁸⁹ Zob. D. Duwendag, K.H. Ketterer, W. Kusters, R. Pohl, D.B. Simmert, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Warszawa 1995, s. 105; P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 1, s. 28.

⁹⁰ Por. T. Nieborak, (w:) T. Nieborak, A. Skoczylas, T. Sójka, K. Urbańczak, R. Zawłocki, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, red. T. Nieborak, T. Sójka, Warszawa 2011, s. 24.

instrumenty rynku kapitałowego, stwarza bowiem dodatkowe zagrożenia⁹¹, nie tylko dla inwestorów, ale również dla samych emitentów. Po pierwsze ingerencja prawna musi jednak uwzględniać fakt, że z samej istoty ogranicza obrót, po drugie zaś ustawodawca powinien uwzględniać specyfikę poszczególnych części rynku kapitałowego. Bezspornie bowiem inny powinien być zakres ingerencji w funkcjonowanie rynków regulowanych, inny zaś w funkcjonowanie np. alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Poza tym „intensywność” ingerencji prawnej powinna być też różna w przestrzeni czasowej. Właśnie specyfika rynku kapitałowego musi być wystarczającą inspiracją dla ustawodawcy do stałej gotowości. Zmiany regulacji prawnej powinny, w miarę możliwości, biorąc pod uwagę dynamizm rynku kapitałowego, stanowić reakcję na negatywne zjawiska.

Pojęcie rynku kapitałowego definiowane jest w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁹². Zgodnie z art. 2 pkt 6 tej ustawy przez rynek kapitałowy należy rozumieć:

- rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych, w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁹³ lub ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁹⁴;
- 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 funduszach inwestycyjnych⁹⁵;

⁹¹ Na niektóre z tych zagrożeń wskazuje się w literaturze. Zob. np. A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003, s. 1. Autorzy wskazują zwłaszcza na takie zagrożenia jak możliwość nieuzyskania wystarczającej informacji niezbędnej dla podjęcia decyzji inwestycyjnej, ryzyko utraty powierzonych środków finansowych, ryzyko niewłaściwego zarządzania tymi środkami oraz możliwość monopolizacji rynku czy naruszenie jego stabilności. Zob. także N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2002, s. 296 i nast.; F. Allen, R. Herring, *Banking Regulation versus Securities Market Regulation*, „Wharton Working Paper” 2001, No. 1-29, s. 1 i nast.

⁹² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. Nr 183, poz. 1537 ze zm.).

⁹³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538 ze zm.).

⁹⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539 ze zm.).

⁹⁵ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546 ze zm.).

– rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych⁹⁶.

Ustawodawca zdefiniował zatem pojęcie rynku kapitałowego poprzez wskazanie rodzajów rynków, których funkcjonowanie podlega stosownym regulacjom⁹⁷. Jest to rozwiązanie, które stanowi niewątpliwie pewne uproszczenie. *De lege lata* można jednak zaakceptować taką definicję, mając na względzie cel legislacyjny, jaki ustawodawca zamierzał osiągnąć, tj. określenie zakresu wykonywania nadzoru na podstawie ustawy (zgodnie z art. 1 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym).

Funkcjonowanie rynku kapitałowego zostało zresztą kompleksowo uregulowane w trzech ustawach: ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Wprowadzenie tych ustaw w różnych latach było z jednej strony wynikiem konieczności przystosowania polskiego prawa rynku kapitałowego do wymogów prawa unijnego, z drugiej zaś konieczności ujednoczenia przepisów zawartych w dotychczasowych regulacjach⁹⁸.

Doniosłe znaczenie dla uchwycenia specyfiki rynku kapitałowego ma spotykany w doktrynie podział rynku kapitałowego na bankowy rynek kredytowy oraz rynek lokacyjnych papierów wartościowych⁹⁹. Z uwagi na przedmiot badań oraz postawiony cel badawczy pierwszoplanową rolę odgrywa rynek lokacyjnych papierów wartościowych, który w oparciu o charakter przeprowadzanych transakcji dzieli się wewnętrznie na rynek pierwotny i wtórny. Pojęcie obrotu pierwotnego, który dokonywany jest na rynku pierwotnym, zdefiniowane jest w art. 4 pkt 3 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, ale ustawodawca posłużył się nim również w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym¹⁰⁰. Stosownie do treści powołanego przepisu przez obrót pierwotny rozumie się dokonywanie

⁹⁶ Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (t.j. Dz. U. z 2010 r. Nr 48, poz. 284 ze zm.).

⁹⁷ Na marginesie można zwrócić uwagę, że ustawodawca nie rozróżnia instrumentów finansowych rynku kapitałowego i pieniężnego. Zob. E. Fojcik-Mastalska, *Nowe definicje legalne w prawie rynku finansowego*, GSP nr 16 z 2007, s. 540. Wydaje się jednak, że takie rozróżnienie jest nie tylko zbędne, ale też prowadziłoby do sztucznego podziału. Kluczowe bowiem dla rozróżnienia instrumentów finansowych obu podstawowych segmentów rynku finansowego jest kryterium czasowe, które wpływa na konstrukcję prawną danego instrumentu i w konsekwencji na funkcjonowanie na danym rynku.

⁹⁸ Zob. T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s.15.

⁹⁹ Zob. W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2001, s. 187.

¹⁰⁰ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. z 2012 r., poz. 1149 ze zm.).

oferty publicznej przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty. Tym samym z obrotem pierwotnym (tzw. *primary market*) mamy do czynienia w obliczu kumulatywnego spełnienia trzech warunków:

- przedmiotem oferty publicznej są papiery wartościowe nowej emisji,
- podmiotem dokonującym oferty publicznej jest emitent lub subemitent usługowy,
- zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych następuje na podstawie takiej oferty. Obrót pierwotny jest zatem zespołem czynności prawnych i faktycznych związanych z emisją nowych papierów wartościowych i ich plasowaniem w obrębie rynku kapitałowego¹⁰¹.

Pojęcie obrotu wtórnego, który z kolei dokonywany jest na rynku wtórnym, zdefiniowane zostało w art. 3 pkt 7 ustawy o OIF. Zgodnie z tym przepisem obrotem wtórnym jest:

- dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent lub subemitent usługowy lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu;
- proponowanie, na warunkach określonych w art. 3 ustawy o ofercie publicznej, przez podmiot inny niż wystawca, nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu.

Obrót wtórny zatem to zespół czynności prawnych i faktycznych nakierowanych na zbycie posiadanych przez danego inwestora instrumentów finansowych wraz z czynnościami składającymi się na samą transakcję zbycia, których skutkiem jest przejście praw z instrumentów finansowych¹⁰².

Dla prawidłowego, stabilnego działania rynku kapitałowego zarówno rynek pierwotny, jak i rynek wtórny mają fundamentalne znaczenie. Oba składniki rynku kapitałowego są wzajemnie ze sobą powiązane i funkcjonalnie na siebie oddziałują. Właściwa wycena instrumentu finansowego na rynku pierwotnym ma wpływ na notowania na rynku wtórnym, chociaż z natury rzeczy rynek pierwotny i rynek wtórny funkcjonują w sposób odrębny. Wzajemne powiązania dotyczą oczywiście zarówno rynku regulowanego, jak i alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi.

Z prowadzeniem jakiegokolwiek działalności gospodarczej związany jest element ryzyka. Można powiedzieć, że jest ono elementem składowym działalności gospodarczej.

¹⁰¹ Por. M. Michalski, *Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi*, (w:) *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Warszawa 2004, s. 956.

¹⁰² M. Michalski, *Pojęcie publicznego...*, s. 998.

Z podejmowaniem ryzyka związane jest też inwestowanie środków pieniężnych w instrumenty finansowe rynku kapitałowego. Ryzyko na rynku kapitałowym wynika z czasu realizacji inwestycji, który w samym założeniu jest dłuższy niż na rynku pieniężnym czy rynku instrumentów pochodnych. Poza tym specyfika rynku kapitałowego przejawia się w tym, że osiągnięcie oczekiwanych zysków przez jednego inwestora oznacza stratę drugiego¹⁰³. Jeszcze większe znaczenie ma to na rynkach alternatywnych, które z założenia są bardziej ryzykowną częścią rynku kapitałowego¹⁰⁴. Jest to czynnik, który powinien być brany pod uwagę przez ustawodawcę w procesie tworzenia prawa. Jednocześnie ustawodawca w żadnym razie nie powinien podejmować przesadnie intensywnych starań w celu ograniczenia tego ryzyka. Wiązać by się to musiało z ukierunkowywaniem ingerencji prawnej na wzór rynku regulowanego, a tym samym tworzeniem coraz większych wymogów. Mogłoby to skutkować upodobnieniem rynku alternatywnego do rynku regulowanego, a w konsekwencji doprowadzić do jego załamania. Działania legislacyjne muszą zatem uwzględniać naturę alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, w tym naturalnie większy stopień ryzyka inwestycyjnego niż na rynku giełdowym.

2.4. Inne segmenty rynku finansowego

W literaturze przedmiotu wskazuje się na różnego rodzaju podziały rynku finansowego w oparciu o jego segmenty. Dla przykładu¹⁰⁵ wskazuje się na takie podziały jak: rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek instrumentów terminowych, rynek depozytowy oraz rynek ubezpieczeń¹⁰⁶. Innym z kolei podziałem jest podział na rynek: pieniężny, kapitałowy i instrumentów pochodnych. W ramach tego podziału wskazuje się na funkcjonowanie podsegmentów: rynek depozytowo-kredytowy i rynek walutowy¹⁰⁷.

¹⁰³ Jakkolwiek by nie spojrzeć na rynek giełdowy czy alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi, to ilość inwestowanego na nich kapitału ma charakter skończony, który to kapitał inwestorzy przenoszą na te podmioty, które uważają za bardziej wiarygodne i dające większe szanse osiągnięcia zysku.

¹⁰⁴ Zob. D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 138 i nast.

¹⁰⁵ Szczegółowa analiza tej problematyki znacznie wykracza poza ramy pracy i nie ma kluczowego znaczenia z uwagi na postawiony cel badawczy. Zasadne zatem staje się jedynie syntetyczne przedstawienie niektórych segmentów rynku finansowego, które jak rynek walutowy czy rynek instrumentów pochodnych pozostają w jakimś – nawet jeśli nazwiemy go luźnym – związku z obrotem dokonywanym w alternatywnych systemach obrotu.

¹⁰⁶ Tak szerokie ujęcie segmentów rynku finansowego prezentuje np. P. Zapadka, *Aspekty prawne...*, s. 30.

¹⁰⁷ Tak np. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 21.

Rynek instrumentów pochodnych (terminowych)¹⁰⁸ charakteryzuje się w przeciwieństwie do rynku kasowego (natychmiastowego) tym, iż transakcje na nim zawierane obejmują zawieranie umów zobowiązujących sprzedającego do dostarczenia określonej liczby instrumentów finansowych na określonych z góry warunkach i zobowiązujących kupującego do odbioru tych instrumentów w wyznaczonym terminie na warunkach z góry określonych¹⁰⁹. Z prawnego punktu widzenia istotne jest to, iż transakcje dokonywane na rynku instrumentów pochodnych obejmują ustalenie terminu ich realizacji zgodnie z wolą strony tworzącej instrument finansowy¹¹⁰. Zawarcie umowy tzw. kontraktu terminowego związane jest z rozróżnieniem w przestrzeni czasowej momentu złożenia oświadczenia woli i momentu wykonania czynności faktycznej w wyniku obowiązku wykonania umowy. Z gospodarczego punktu widzenia istota instrumentów pochodnych sprowadza się natomiast do ustalenia przyszłych wartości w umowie¹¹¹.

Mając na względzie istotę rynku instrumentów pochodnych, należy zwrócić uwagę, że z ekonomicznego punktu widzenia jego istota przejawia się w konieczności antycypacji¹¹². Nabywając instrument finansowy, kupujący nie musi czekać do terminu zapadalności, lecz podejmując ryzyko, może zbyć go na określonych warunkach. Niemniej jednak rynek instrumentów pochodnych w praktyce wykorzystywany jest w związku z obrotem międzynarodowym i towarzyszącym mu ryzykiem walutowym. Przedsiębiorcy nabywają na tym rynku instrumenty finansowe, chcąc mieć pewność co do wysokości kosztów lub przychodów transakcji.

Innym rynkiem stanowiącym segment rynku finansowego jest rynek walutowy. Jest on rozumiany jako rynek, na którym dokonywana jest wymiana waluty¹¹³ jednego

¹⁰⁸ W literaturze ekonomicznej wskazuje się, że podstawowymi rodzajami instrumentów pochodnych są: *futures*, *forwards*, *opcje* i *swapy*. Por. M. Durbin, *All About Derivatives*, New York 2011, s. 2; S.G. Ryan, *Financial Instruments and Institutions. Accounting and Disclosure Rules*, Hoboken 2007, s. 275.

¹⁰⁹ Por. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 302.

¹¹⁰ Por. P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny...*, s. 5.

¹¹¹ Por. A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Warszawa 2005, s. 39.

¹¹² Lub jak wolą niektórzy spekulacji. Tak np. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 303. Wydaje się, że używanie tego zwrotu, wobec faktu, że jest on w praktyce nacechowany pejoratywnie, nie jest niesłuszne. Istotą zawieranych na rynku instrumentów pochodnych umów nie jest „kombinowanie”, lecz umiejętność przewidywania (nawet jeśli z uwagi na wydarzenia, jakie miały miejsce na rynku finansowym po 2008 r., wydaje się to zajęciem karkołomnym) z jednej strony, a z drugiej dywersyfikowanie ryzyka. Nie można bowiem zapominać, że inwestycja w instrumenty pochodne często związana jest funkcjonalnie z inną, dokonywaną w innym segmencie rynku finansowego.

¹¹³ D.S. Kidwell, R.L. Peterson, D.W. Blackwell, *Financial Institutions, Markets and Money*, Forth Worth 2000, s. 65.

kraju na walutę innego kraju lub też następuje wymiana walut ponadnarodowych¹¹⁴. Rynek ten pełni w obrębie rynku finansowego, a tym samym również w gospodarce, szereg istotnych funkcji. Przede wszystkim należy wskazać na znaczenie makroekonomiczne transakcji dokonujących się na rynku walutowym, a zwłaszcza na:

- zapewnienie porównywalności krajowych cen towarów, usług, a także instrumentów finansowych z cenami występującymi w innych krajach;
- przyczynianie się do rozwoju handlu zagranicznego poszczególnych krajów, m.in. z uwagi na zapewnienie porównywalności cen w skali międzynarodowej;
- umożliwienie dokonywania transferu siły nabywczej między danym krajem i pozostałymi krajami;
- powiązanie krajowego rynku finansowego z międzynarodowym rynkiem finansowym;
- umożliwienie realizacji celów polityki gospodarczej i pieniężnej danego kraju¹¹⁵.

Transakcje, które są zawierane na rynku walutowym, można podzielić ze względu na termin realizacji na transakcje natychmiastowe i szeroko rozumiane transakcje terminowe. Transakcje natychmiastowe polegają na sprzedaży jednej waluty, przy czym zapłata ceny następuje w innej walucie, a termin realizacji jest w zasadzie niezwłoczny. Istotą transakcji terminowych jest natomiast sprzedaż jednej waluty¹¹⁶ w zamian za drugą (z zapłatą ceny właśnie w tej drugiej walucie), przy czym strony umowy będącej częścią całej transakcji uzgadniają, iż dostawa walut nastąpi w ściśle określonym terminie w przyszłości, a ustalenie kursu następuje z chwilą zawarcia samej umowy¹¹⁷.

¹¹⁴ Rynek walutowy bywa też postrzegany szerzej, z uwzględnieniem strony podmiotowej tego rynku, jako całokształt transakcji wymiany walut wraz z instytucjami pomagającymi je przeprowadzić. Zob. K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, Warszawa 2002, s. 159. Warto też zwrócić uwagę, że rynek walutowy jest wyodrębniany jako oddzielny segment rynku finansowego tylko przez niektórych ekonomistów. Zob. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 21.

¹¹⁵ Z mikroekonomicznego zaś punktu widzenia najistotniejszą funkcją rynku walutowego jest bez wątpienia dostarczenie narzędzi ochrony przed ryzykiem kursowym. Zob. E. Pietrzak, P. Pietrzak, (w:) *System finansowy...*, s. 342.

¹¹⁶ Przedmiotem transakcji terminowych mogą być, oczywiście poza rynkiem walutowym, w zasadzie dowolne wartości, takie jak np. papiery wartościowe, indeksy czy choćby wskaźniki ekonomiczne. Zob. S. Thiel, *Rynek kapitałowy...*, s. 50.

¹¹⁷ Okres, na jaki zawierane są umowy w ramach transakcji terminowych, jest zwykle regularny. Zob. E. Pietrzak, P. Pietrzak, (w:) *System finansowy...*, s. 345-346. Autorzy zwracają też uwagę na inne rodzaje transakcji walutowych, jakie są dokonywane na rynku walutowym. Transakcje zamienne (swapy walutowe), które są poniekąd też częścią rynku pieniężnego. Tradycyjny swap walutowy polega na zobowiązaniu strony umowy do dokonania początkowej wymiany walut w wyznaczonym dniu i po określonym kursie oraz zwrotnej wymiany tych walut w okre-

Niewątpliwie w przypadku rynku walutowego istotne znaczenie ma fakt, iż z uwagi na jego specyfikę jest to w zasadzie rynek międzynarodowy, charakteryzujący się wysokim rozwojem i bardzo dużym stopniem płynności, ale także wysoką koncentracją geograficzną. Wydajność rynków zagranicznych ma zresztą, jeśli chodzi o rynek walutowy, bardzo duże znaczenie dla rynków krajowych¹¹⁸.

3. Funkcje rynku kapitałowego

Rozwinięty, sprawnie i bezpiecznie funkcjonujący rynek kapitałowy ma kluczowe znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki. Przede wszystkim sprzyja pojawianiu się korzystnych dla jej rozwoju zjawisk, do których należy zaliczyć:

- mobilizację i transformację kapitału, czyli uaktywnienie niewykorzystanych (wolnych) w danym czasie środków finansowych (oszczędności) należących do wielu podmiotów i ich przekształcenie w kapitał potrzebny czy wręcz niezbędny do rozwoju poszczególnych sektorów gospodarki lub poszczególnych podmiotów, które wykazują zapotrzebowanie na kapitał;
- efektywną alokację kapitału, czyli przemieszczanie się (przepływ) kapitału do sektorów gospodarki, w których będzie wykorzystany w sposób najbardziej efektywny, co ma niewątpliwie związek z rozwojem całej gospodarki;
- wycenę papierów wartościowych, a także innych instrumentów finansowych, a pośrednio ocenę ich emitenta oraz strategii wykorzystania przez niego pozyskanego kapitału, co z kolei jest związane z ciągłą weryfikacją efektywności alokacji kapitału,
- płynne korygowanie kierunku przepływu kapitału do aktualnie lub w dającej się przewidzieć przyszłości najbardziej dochodowych sektorów gospodarki;
- uzyskiwanie przez inwestorów dochodów z tytułu udziału w obrocie papierami wartościowymi¹¹⁹.

ślonym terminie i po kursie uzgodnionym w momencie zawarcia umowy. Opcje walutowe z kolei polegają na zobowiązaniu się zbywcy do nabycia określonej ilości waluty po kursie ustalonym w dniu zawarcia umowy, w określonym terminie lub na żądanie nabywcy wcześniej.

¹¹⁸ Zob. szerzej: L. Hsien-Yi, *Efficiency Tests In Foreign Exchange Market*, „International Journal of Economics and Financial Issues” 2012, Vol. 2, No. 2, s. 216 i nast.; R. Aroskar, S.K. Sarkar, P.E. Swanson, *European Foreign Exchange Market Efficiency: Evidence Based on Crisis and Non-Crisis Periods*, „International Review of Financial Analysis” 2004, Vol. 13, No. 3, s. 333 i nast.; J.L. Wu, S.L. Chen, *Foreign exchange market efficiency revisited*, „Journal of International Money and Finance” 1998, Vol. 17, No. 5, s. 831 i nast.

¹¹⁹ Por. S. Thiel, *Rynek kapitałowy...*, s. 13.

Podstawowym jurydycznym podłożem funkcjonowania rynku kapitałowego jest organizowanie obrotu, a zatem normatywne kształtowanie zasad funkcjonowania tego rynku poprzez tworzenie warunków sprawiedliwego obrotu instrumentami finansowymi. W związku z tym z prawnego punktu widzenia niesłuchanie istotną funkcją rynków kapitałowych powinna być funkcja regulacyjna. Obok bowiem norm prawnych, bez których we współczesnej gospodarce nie jest możliwe funkcjonowanie rynku kapitałowego, ważną rolę odgrywają pozaprawne normy znajdujące oparcie w praktyce obrotu, a swój wyraz w działalności regulacyjnej organizatorów rynku regulowanego czy alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Przedsiębiorcy zamierzający uczestniczyć w rynku kapitałowym, bez względu na to, w jakim charakterze, zobligowani są poddać się rygorom rynku regulowanego czy alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi¹²⁰. Rygory te mogą przedstawiać jednak pewne zalety i stanowić udogodnienie, zwłaszcza dla inwestorów, gdyż obrót zorganizowany zapewnia wysoce efektywny system informacji rynkowej¹²¹. Ma to ogromne znaczenie dla wyceny instrumentu finansowego.

Z prawnego punktu widzenia giełdy i alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi pełnią też funkcje minimalizowania ryzyka niewykonania zobowiązania i powstawania na tym tle sporu pomiędzy nabywcą i zbywcą. Regulacja prawna zorganizowanego obrotu na rynku kapitałowym obejmująca system depozytowo-rozliczeniowy, uzupełniona pozaprawną normatywną działalnością wyspecjalizowanych podmiotów, jest skutecznym instrumentem zabezpieczającym przed nierzetelnymi dłużnikami¹²².

Z ekonomicznego punktu widzenia podstawową funkcją rynku kapitałowego, w ujęciu najbardziej ogólnym, jest umożliwienie pozyskania kapitału na dłuższy czas w drodze emisji papierów wartościowych czy też, szerzej rzecz pojmując, instrumentów

¹²⁰ Oczywiście zawsze mogą też uczestniczyć w obrocie prywatnym, który poddany jest ogólnym wymogom prawnym oraz regułom ustalonym pomiędzy stronami transakcji. Por. K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 29.

¹²¹ Co wobec zjawiska asymetrii informacyjnej ma niesłuchanie istotne znaczenie. Zob. L. Oręziak, *Rynek finansowy...*, s. 18 i nast.; A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Law, Finance...*, s. 2107.

¹²² Prawna funkcja giełdy polega przede wszystkim na zapewnieniu niezakłóconego wykonywania zobowiązań w warunkach symetrycznego usytuowania pod względem informacyjnym. Tak np. K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 30. W obrocie prywatnym ryzyko nienależytego wykonania zobowiązania zawsze występuje z większym natężeniem, nie tylko ze względu na brak dostatecznej regulacji prawnej i pozaprawnych norm, które miałyby zastosowanie, ale także ze względu na brak podmiotu, który czuwałby nad poprawnością realizacji zleceń. Takim podmiotem w obrocie zorganizowanym jest organizator giełdy czy alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi.

finansowych. Kapitału takiego potrzebują zwłaszcza podmioty gospodarcze zamierzające inwestować środki pieniężne w ramach prowadzonej działalności gospodarczej w różnego rodzaju przedsięwzięcia. Pozyskanie kapitału na rynku kapitałowym możliwe jest dzięki inwestorom udostępniającym z kolei swój kapitał w celu osiągnięcia dochodu z tytułu nabywania i zbywania instrumentów finansowych. Mając to na względzie, przedsiębiorstwa organizujące obrót papierami wartościowymi należy uznać za istotny element funkcjonowania gospodarki wolnorynkowej. Ich znaczenie i konsekwencje działania nie ograniczają się do wpływu na pojedyncze przedsiębiorstwa, ale mają wpływ na funkcjonowanie całego systemu. Rozwinięte i efektywne rynki kapitałowe mogą pełnić szereg istotnych funkcji w gospodarce¹²³.

Rynek kapitałowy, poprzez fakt, że jest miejscem lokowania i pozyskiwania kapitału, wpływa bezspornie w sposób istotny na funkcjonowanie gospodarki. Jego cechą podstawową, biorąc pod uwagę właśnie ten wpływ, jest pewnego rodzaju płynność inwestycji. Podmioty uczestniczące w obrocie na rynku kapitałowym mają stosunkowo łatwą możliwość zbywania i nabywania instrumentów finansowych w dogodnym dla siebie czasie. Niewątpliwie też inwestycje na rynku kapitałowego stwarzają możliwość osiągnięcia wyższej niż na rynku pieniężnym stopy zwrotu, ale jest to związane z koniecznością podjęcia większego, zróżnicowanego ryzyka inwestycyjnego¹²⁴.

Rynek kapitałowy spełnia w gospodarce wiele funkcji, które są w literaturze klasyfikowane, przy czym szczególne znaczenie wydają się mieć następujące:

- stymulacyjna,
- mobilizacyjna,
- informacyjna,
- alokacyjna,
- realokacyjna¹²⁵.

Funkcja stymulacyjna rynku kapitałowego przejawia się w stymulowaniu procesów inwestycyjnych w ujęciu makroekonomicznym. Jest to możliwe jedynie w przypadku

¹²³ D. Zawadka, *Alternatywne systemy obrotu jako instytucje niwelujące lukę na rynku kapitałowym*, Poznań 2012, s. 24.

¹²⁴ G. Szustak, (w:) *Rynek finansowy*, red. I. Pyka, Katowice 2010, s. 151.

¹²⁵ Oczywiście istotne znaczenie, zwłaszcza z ekonomicznego punktu widzenia, mają też bardziej szczegółowo wyróżniane funkcje, jak np. funkcja kształtowania struktury konsumpcji i inwestycji, dywersyfikacji ryzyka, kontrolna, wartościująca, wspierania działań sektora publicznego. Zob. szerzej J. Czekaj, (w:) *Rynki, instrumenty...*, s. 6 i nast.; P. Kulpaka, *Gieldy w gospodarce*, Warszawa 2007, s. 61 i nast. Wydaje się jednak, iż odgrywają one istotniejszą rolę w nauce ekonomii, a w badaniach nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi można je pominąć bez uszczerbku dla ostatecznych wniosków.

szerokiej i płynnej oferty w zakresie notowanych instrumentów finansowych, z jednoczesnym utrzymaniem wiarygodności i przejrzystości transakcji wymiany odbywających się właśnie na tym rynku. Niewątpliwie zatem dla stymulowania procesów inwestycyjnych istotne jest, aby w sposób optymalny objąć regulacją prawną poszczególne instytucje rynku kapitałowego.

Prawidłowe funkcjonowanie rynku kapitałowego wpływa też znacząco na mobilizację kapitału. Uczestnicy rynku posiadający nadwyżki kapitału finansowego zyskują możliwość ich lokowania w przedsięwzięciach podejmowanych przez emitentów papierów wartościowych, ci z kolei zyskują możliwość pozyskania kapitału bezpośrednio z rynku. Realizowanie funkcji mobilizacyjnej jest w dużej mierze powiązane ze stopniem zorganizowania rynku kapitałowego, gdyż to właśnie zorganizowane, stabilne i bezpieczne rynki kapitałowe wpływają w największym stopniu mobilizująco na kapitał.

Mobilizacja kapitału zależy też od prawidłowo realizowanej funkcji informacyjnej rynku kapitałowego. Można, jak się wydaje, o niej mówić w dwóch aspektach: zewnętrznym i wewnętrznym. Przejaw zewnętrzny związany jest z informacją, jaka płynie do gospodarki w związku ze stabilnym bądź niestabilnym funkcjonowaniem rynku. Informacja ta ma wpływ nie tylko na funkcjonowanie rynku kapitałowego, ale też szerzej na cały rynek finansowy. Funkcja informacyjna ma jednak też swoje odniesienia wewnętrzne. Zarówno giełda, jak i alternatywny system obrotu instrumentami finansowymi charakteryzują się zapewnieniem systemu obiegu informacji istotnych dla podejmowania decyzji inwestorskich.

Rozwinięty rynek kapitałowy sprzyja wzrostowi efektywności wykorzystania zasobów finansowych. Dzięki tym rynkom kapitał w postaci oszczędności podmiotów gospodarczych oraz osób fizycznych może być wykorzystywany do realizacji najlepszych (pozwalających na osiągnięcie najwyższej stopy zwrotu przy określonym ryzyku lub pozwalających minimalizować ryzyko przy zadanej stopie zwrotu) przedsięwzięć¹²⁶. Funkcja alokacyjna powiązana jest w pewnym stopniu z funkcją realokacyjną, gdyż przepływy finansowe na rynku kapitałowym następują, z samej istoty rynku, w obie strony. Ulokowany w instrumencie finansowym kapitał wraca zwykle po określonym terminie do inwestora.

Wymienione i omówione funkcje są funkcjami tradycyjnie wymienianymi w literaturze. Obok nich, w badaniach nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, zasadne wydaje się sfor-

¹²⁶ D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 25.

mułowanie funkcji typowej dla rynku alternatywnego. Można by ją określić jako funkcję suplementacyjną. Alternatywne systemy obrotu są bowiem tą częścią rynku kapitałowego, która poszerza krąg zarówno potencjalnych, jak i faktycznych emitentów. Zwłaszcza dla wielu małych czy średnich emitentów uczestnictwo w tradycyjnym rynku regulowanym jest niemalże niemożliwe ze względu na zbyt rygorystyczne wymagania. Ponadto alternatywne systemy obrotu stanowią dodatkową platformę dla inwestorów uzyskujących w wyniku funkcjonowania alternatywnego rynku nowe możliwości inwestowania swoich środków. W tym właśnie sensie w ramach rynku kapitałowego poprzez funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi następuje swego rodzaju uzupełnienie rynku w związku z możliwością pozyskiwania kapitału przez nowe podmioty, uzyskania przez nie nowego źródła finansowania inwestycji oraz w związku z powstaniem nowych obszarów inwestowania środków pieniężnych.

4. Jurydyczne ujęcie instrumentów finansowych na rynku kapitałowym

4.1. Pojęcie dokumentu

Zagadnieniem niezwykle istotnym z punktu widzenia funkcjonowania rynków kapitałowych jest problematyka papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tych rynkach. Papiery wartościowe są prawną formą gwarantującą stosunkowo bezpieczne i szybkie dokonywanie transakcji finansowych. Współcześnie pojęcie papieru wartościowego zastępowane jest pojęciem instrumentu finansowego. Zarówno jedno, jak i drugie stwierdzają istnienie określonych praw majątkowych przysługujących określonym osobom, które to prawa mogą być przenoszone na inne osoby przede wszystkim w wyniku dokonania czynności prawnych. Pojęcie instrumentu finansowego jest pojęciem szerszym od pojęcia papieru wartościowego, obejmującym również takie walory, które nie mieszczą się w klasycznym pojęciu papierów wartościowych (np. opcje, kontrakty terminowe)¹²⁷. Rozwój instrumentów finansowych jest niewątpliwie determinowany dynamicznym postępowaniem technicznym i technologicznym. Uwaga ta zresztą dotyczy również tradycyjnych instrumentów finansowych, jakimi są papiery wartościowe. Postęp w dziedzinie technologii elektronicznych umożliwił dematerializowanie niektórych rodzajów papierów wartościowych, które w ten sposób pozbawione zostały formy tradycyjnego dokumentu, i tym samym rozwój technologii wpłynął na ułatwienie i zdynamizowanie samego obrotu papierami wartościowymi.

¹²⁷ Por. J. Czekał, (w:) *Rynki, instrumenty...*, s. 18.

Niezależnie od faktu, iż na współczesnych rynkach kapitałowych tradycyjne, papierowe instrumenty finansowe odgrywają mniejszą rolę niż jeszcze kilkadziesiąt lat temu, a w przypadku alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi ta rola jest wręcz znikoma, nie można abstrahować od istoty papieru wartościowego w ujęciu klasycznym, tj. istoty papieru wartościowego jako dokumentu. Pojawienie się pisma stanowi niewątpliwie jedną z najistotniejszych przyczyn powstania i rozwoju różnych postaci dokumentów, które nabierały coraz większego znaczenia w życiu poszczególnych społeczności. Odgrywają one nadal niezwykle ważną rolę w obrocie prawnym. Pojęcie dokumentu nie jest wprost zdefiniowane w systemie prawa RP. Do tego terminu odwołuje się wiele przepisów, jak choćby art. 244 i nast. k.p.c.¹²⁸ czy art. 465 k.c.¹²⁹, nie różnicując jednak natury jurystycznej poszczególnych kategorii dokumentów, jakie mogą wystąpić w obrocie prawnym. W kontekście papierów wartościowych z kolei występuje pojęcie dokumentu na okaziciela (art. 169 § 2 k.c.) i dokumentu zbywalnego przez indos (art. 517 § 2 k.c.). Odnoszą się one w zasadzie wyłącznie do papierów wartościowych, a więc tylko jednej kategorii dokumentów. Pojęcia te należy zatem uznać za tożsame z pojęciami papierów wartościowych na okaziciela i papierów wartościowych na zlecenie¹³⁰. Dodatkowe trudności interpretacyjne powoduje fakt, iż w języku potocznym termin dokument może występować w kilku różnych kontekstach, stąd też pojęcie to ma charakter wieloznaczny. Najogólniej rzecz biorąc, mianem dokumentu określane są zaświadczenia posiadające formę pisemną, przedmioty służące do udowodnienia prawdziwości określonych okoliczności (np. rękopisy, filmy, eksponaty muzealne), a także dowody stwierdzające tożsamość osoby¹³¹. Inne znaczenie przyjmuje jednak pojęcie dokumentu w kontekście obrotu prawnego, zwłaszcza mając na uwadze funkcje, jakie dla tego obrotu pełni. W pewnym uproszczeniu można przyjąć, że dokumentem z prawnego punktu widzenia jest pismo zawierające oświadczenie doniosłe z punktu widzenia prawa¹³².

¹²⁸ Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. Nr 43, poz. 296 ze zm.).

¹²⁹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 ze zm.).

¹³⁰ Fakt występowania takiej tożsamości pojęciowej jest, jak się wydaje, konsekwencją historycznego podejścia do tych pojęć. Przedwojenne ustawodawstwo ani też doktryna nie posługiwały się pojęciem papier wartościowy, lecz pojęciem dokument, co spowodowało przyjęcie takiego rozwiązania, niejako automatycznie, przez ustawodawstwo powojenne. Zob. M. Michałski, *Systematyka typów normatywnych papierów wartościowych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 1, s. 1.

¹³¹ *Słownik języka polskiego*, t. 1, red. M. Szymczak, Warszawa 1998, s. 391-392.

¹³² Takie zdefiniowanie pojęcia dokument ma oczywiście charakter wybitnie syntetyczny. W badaniach nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi drobiazgowo ustalenia w tej materii wydają się jednak

Wdrażanie systemów informatycznych, które we współczesnym życiu społeczności odgrywają kolosalną rolę, powoduje, że coraz większe znaczenie dla obrotu gospodarczego ma posługiwanie się danymi elektronicznymi, elektronicznymi nośnikami informacji. Przetwarzanie danych istotnych dla funkcjonowania obrotu, w tym w dużej mierze dla funkcjonowania rynków kapitałowych, odbywa się także w formie elektronicznej. Również dokonywanie szeregu czynności zarówno prawnych, jak i faktycznych odbywa się w formie elektronicznej. W konsekwencji, obok potrzeby definiowania pojęcia dokument, pojawia się również potrzeba zdefiniowania pojęcia dokument elektroniczny¹³³. W doktrynie przyjmuje się, że w obrocie elektronicznym dokumentem są dane zapisane na materialnym nośniku, w tym przechowywane za pomocą środków elektronicznych lub podobnych, pod warunkiem, że dają się odtworzyć w umożliwiającej ich percepcję formie. Dokumentem jest więc informacja zapisana na elektronicznym nośniku informacji, umożliwiającym utrwalanie treści oświadczenia woli¹³⁴.

W obrocie gospodarczym występuje wiele różnego rodzaju dokumentów określanych jako tzw. środki dowodowe. Z tego punktu widzenia dokumenty mają szczególne znaczenie. Odnosi się do nich cały szereg przepisów Kodeksu postępowania cywilnego, z których podstawowe znaczenie mają przepisy art. 244–257 k.p.c., regulujące szczególną moc dowodową dokumentów. Z unormowania tego wynika przede wszystkim podział na dokumenty urzędowe i prywatne. Stosownie do treści art. 244 § 1 k.p.c. dokumenty urzędowe sporządzone w przepisanej formie przez powołane do tego organy państwowe stanowią dowód tego, co zostało w nich urzędowo zaświadczone. Z kolei dokument prywatny stanowi dowód tego, iż osoba, która go podpisała,

niezasadne, gdyż ustalenie treści pojęcia dokument, doktrynalnie oczywiście bardzo istotne, plasuje się na marginesie postawionego celu badawczego. Szerzej odnośnie do pojęcia dokument zob. np. J. Jodłowski, Z. Reisch, J. Lapiere, T. Misiuk-Jodłowska, *Postępowanie cywilne*, Warszawa 1997, s. 336; T. Ereciński, (w:) *Komentarz do kodeksu postępowania cywilnego. Część pierwsza – postępowanie rozpoznawcze*, Warszawa 1997, s. 391-392.

¹³³ Inną kwestią jest, czy potrzebę taką należy uznać za uzasadnioną, a zwłaszcza potrzebę ogólnego i odrębnego zdefiniowania w systemie prawa pojęcia dokument elektroniczny. Poprawniejsze wydaje się, tak jak zresztą ma to miejsce, ewentualne definiowanie tego pojęcia poprzez pryzmat określonych celów legislacyjnych, jakie ustawodawca zamierza w ramach określonego aktu prawnego osiągnąć.

¹³⁴ Por. A. Ambroziewicz, *Podpis elektroniczny – pojęcie i funkcje w obrocie*, „Przegląd Sądowy” 2001, nr 1, s. 13 i nast.; K. Pietrzykowski, (w:) *Kodeks cywilny – komentarz*, Tom I, red. K. Pietrzykowski, Warszawa 2005, s. 652; W. Sobala, *Informatyczne dowody rzeczowe w postępowaniach karnych*, „Palestra” 2003, nr 5-6, s. 49. Niejako na marginesie należy zwrócić uwagę, iż elektroniczne oświadczenie woli powinno być uważane za jeden z wielu technicznych sposobów wyrażenia woli, a w żadnym razie za nową formę czynności prawnych. Zob. J. Gołaczyński, *Prawne i ekonomiczne aspekty komunikacji elektronicznej*, Warszawa 2003, s. 227.

złożyła oświadczenie zawarte w dokumencie. Wśród dokumentów prywatnych niewątpliwie szczególną grupę stanowią papiery wartościowe¹³⁵ oraz znaki legitymacyjne. Z uwagi zresztą na spełniane przez dokumenty funkcje jurydyczne wyróżnia się wśród nich papiery wartościowe, znaki legitymacyjne oraz zwykłe dokumenty. Ten bez wątpienia najogólniejszy podział znajduje usprawiedliwienie *de lege lata*, w szczególności zważywszy na treść przepisów Kodeksu cywilnego (art. 921⁶ – art. 921¹⁶)¹³⁶. Podział dokumentów na papiery wartościowe, znaki legitymacyjne i zwykłe dokumenty nie został jednak w literaturze powszechnie ugruntowany, przede wszystkim z uwagi na podkreślane różnice pomiędzy dokumentami w ramach poszczególnych ich grup¹³⁷. Dotyczy to w największym stopniu kategorii znaków legitymacyjnych, obok których w literaturze wyróżnia się kategorię pojęciową papieru legitymacyjnego. Papiery legitymacyjne zaliczane są do papierów wartościowych *sensu largo*, a niektórzy utożsamiają je wręcz z pojęciem znaków legitymacyjnych¹³⁸. Uprawniony wskazywany jest w nich imiennie, a obowiązek świadczenia dłużnika związany jest z przedstawieniem dokumentu, jak to ma miejsce w przypadku dokumentów ubezpieczeniowych, książeczek oszczędnościowych, a nawet imiennych abonamentów teatralnych czy biletów kolejowych miesięcznych. Nie inkorporują one, jak się wydaje, żadnych praw, pełniąc głównie funkcję dowodową. Posiadanie tego rodzaju papieru nie jest ani wystarczającą, ani konieczną przesłanką istnienia prawa określonego w dokumencie. Papiery legitymacyjne nie są przeznaczone do obiegu, a do ich istoty należy w zasadzie ułatwienie spełnienia świadczenia przez dłużnika na rzecz podmiotu uprawnionego do odebrania świadczenia¹³⁹. Znaki legitymacyjne zaś charakteryzują się głównie tym, iż ułatwiają uprawnionemu (określonemu imiennie bądź nie)¹⁴⁰ wykazanie i wykonanie przysługującego mu

¹³⁵ Bezsprene papiery wartościowe z reguły mają charakter dokumentów prywatnych, gdyż nie są wystawiane w ramach aktów władzy publicznej. Oczywiście może zdarzyć się wyjątkowo, iż dokument inkorporujący określone prawa majątkowe będzie dokumentem urzędowym. Zob. F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001, s. 23.

¹³⁶ Zob. np. M. Michalski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 305-306, a także Z. Radwański, J. Panowicz-Lipska, *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa 1996, s. 317.

¹³⁷ M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 39-40.

¹³⁸ Papiery legitymacyjne zaliczane są do grupy papierów wartościowych *sensu largo* przez W. Czachórskiego, zob. W. Czachórski, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Warszawa 1999, s. 519-520. Odnośnie zaś do traktowania papierów legitymacyjnych jako znaków legitymacyjnych zob. np. K. Zawada, (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowski, Warszawa 2000, s. 690. Autor powołuje się też na poglądy wyrażane w literaturze niemieckojęzycznej.

¹³⁹ Zob. np. W. Czachórski, *Zobowiązania...*, s. 519-520.

¹⁴⁰ Chociaż warto odnotować poglądy zacieśniające pojęcie znaków legitymacyjnych tylko do dokumentów nieokreślających imiennie osoby uprawnionej. Tak np. A. Baumbach, W. Hefer-

prawa (przede wszystkim uzyskanie świadczenia)¹⁴¹. Spełniając świadczenie do rąk osoby przedstawiającej znak legitymacyjny, dłużnik w zasadzie skutecznie wywiązuje się ze swojego zobowiązania¹⁴².

Podział dokumentów na papiery wartościowe, znaki legitymacyjne i zwykłe dokumenty wydaje się jeszcze bardziej komplikować w obliczu poglądów nieuznających znaków legitymacyjnych czy znaków wartościowych (inkorporujących na podobieństwo papierów wartościowych wyrażone w nich prawa, np. znaczki pocztowe, znaki opłaty skarbowej, sądowej czy notarialnej) za dokumenty¹⁴³. Wyeliminowanie wszystkich kontrowersji wymaga niewątpliwie wytrwałej pracy badawczej, uwzględnienia dorobku piśmiennictwa, a także pojawiających się nowych poglądów, pozostających często w związku z rozwojem elektronicznych nośników informacji¹⁴⁴. Mając jednak na względzie postawiony cel badawczy, a więc wskazanie granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, można przyjąć, nie lekceważąc zasygnalizowanych komplikacji, najogólniejszy podział dokumentów na papiery wartościowe, znaki legitymacyjne i zwykłe dokumenty, z pominięciem kazuistycznych różnic występujących w poszczególnych aktach normatywnych i jednocześnie dostrzeganych przez doktrynę i praktykę gospodarczą.

4.2. Rodzaje papierów wartościowych i ich ujęcie w doktrynie

W doktrynie papiery wartościowe klasyfikowane są według różnych kryteriów. W oparciu o kryteria jurystyczne dokonuje się następujących podziałów:

mehl, *Wechselgesetz und Scheckgesetz*, München 1995, s. 35; K. Zawada, (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowskiego, Warszawa 2000, s. 691. Niewykluczone, iż wyeliminowanie narosłych kontrowersji, przynajmniej w części możliwe byłoby w przypadku uznania w literaturze polskiej za papiery legitymacyjne tych znaków legitymacyjnych, które imiennie wskazują osobę uprawnioną (i ewentualnie zaliczać je do papierów wartościowych w najszerszym tego słowa znaczeniu), do grupy znaków legitymacyjnych zaś zaliczyć pozostałe. W chwili obecnej takie stanowisko pozostawałoby jednak w sprzeczności z treścią art. 921¹⁵ § 3 k.c., a zatem jego przyjęcie wymagałoby wcześniejszej zmiany stanowiska ustawodawcy.

¹⁴¹ Jak z tego wynika pomiędzy wyróżnianą kategorią papierów legitymacyjnych a znakami legitymacyjnymi, biorąc pod uwagę podstawowe funkcje spełniane przez nie w obrocie prawnym, nie zachodzą zasadnicze różnice.

¹⁴² Por. np. M.H. Koziński, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 41.

¹⁴³ Tak np. K. Kruczałak, *Prawo papierów wartościowych*, Sopot 1998, s. 25-26. Tenże, *Problematyka prawna papierów wartościowych*, Warszawa 1996, s. 25-26.

¹⁴⁴ Szerzej na ten temat zob. W. Kocot, *Elektroniczna forma oświadczeń woli*, PPH 2001, nr 3, s. 1 i nast.

- a) z punktu widzenia sposobu określenia osoby uprawnionej (i jednocześnie sposobu przenoszenia praw inkorporowanych w takich papierach)¹⁴⁵ wyróżnia się papiery wartościowe:
- imienne, które legitymują osobę wskazaną imiennie w treści dokumentu, w których przeniesienie praw na inną osobę następuje w drodze przelewu i wydania dokumentu (art. 509-516 k.c. i art. 921⁸ k.c.);
 - na zlecenie, legitymujące jako uprawnionego osobę imiennie wymienioną w treści dokumentu bądź przez nią wskazaną, a także każdą następną osobę wskazaną przez poprzedniego nabywcę, w których zbycie następuje na podstawie indosu i wydania dokumentu (art. 921⁹ k.c. w zw. z art. 517 § 1 k.c.);
 - na okaziciela, w których osobą uprawnioną jest każdy posiadacz (o ile nie wszedł w posiadanie dokumentu w złej wierze), a prawa przenoszone są poprzez przeniesienie własności dokumentu połączone z jego wydaniem (art. 517 § 2 k.c. i art. 921¹² k.c.)¹⁴⁶;
- b) biorąc pod uwagę charakter prawa reprezentowanego przez dany papier wartościowy, wyróżnić można:
- papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności, zarówno pieniężne, jak i niepieniężne (np. weksle, czek, obligacje, listy zastawne, losy loteryjne, polisy ubezpieczeniowe¹⁴⁷, bony pieniężne itp.);
 - tzw. towarowe papiery wartościowe, zawierające uprawnienia do rozporządzania towarami znajdującymi się pod pieczęcią wystawcy dokumentu (np. konosamenty, dowody ładunkowe, dowody składowe domów składowych – rewersy i warrandy itp.);
 - papiery wartościowe reprezentujące prawa udziałowe (akcje, świadectwa udziałowe itp.)¹⁴⁸;

¹⁴⁵ Słuszne wydaje się stwierdzenie S. Grzybowski, (w:) *System prawa cywilnego*, red. W. Czachórski, t. III, red. S. Wrocław 1976, s. 990-998, iż podział ten opiera się na analizie i rozróżnieniu relacji między prawem inkorporowanym w dokumencie a prawem na dokumencie.

¹⁴⁶ Zob. np. K. Kruczałak, *Prawo...*, s. 18; M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 37; W. Czachórski, *Zobowiązania...*, s. 539. J. Mojak, (w:) *Prawo papierów wartościowych. Wprowadzenie. Zbiór przepisów*, M. Jakubek, J. Mojak, Lublin 1999, s. 2; Z. Pławewski, *Kilka uwag o papierach wartościowych*, „Radca Prawny” 1996, nr 4, s. 47.

¹⁴⁷ Inaczej klasyfikuje polisy ubezpieczeniowe A. Szpunar, zob. A. Szpunar, *Uwagi o papierach wartościowych na okaziciela*, PPH 1993, nr 14.

¹⁴⁸ Zob. np. K. Kruczałak, *Prawo...*, s. 17. W ramach tego kryterium podziału w grupie papierów wartościowych mieszczą się również zapisy długu na okaziciela (o ile dany system prawa krajowego dopuszcza możliwość takich zapisów). Przedwojenny kodeks zobowiązań ujmował je jako zobowiązanie powstające w związku z wystawieniem dokumentu, w którym wystawiający

- c) z uwagi na zasięg emisji papiery wartościowe można dzielić na:
- masowe, wśród których szczególne miejsce zajmują walory znajdujące się w obrocie publicznym;
 - indywidualne, jednostkowe (np. weksel, czek)¹⁴⁹;
- d) biorąc pod uwagę moment powstania prawa i samego dokumentu, wskazuje się na:
- papiery wartościowe konstytutywne, charakteryzujące się tym, iż prawa w nich inkorporowane powstają, o ile został wystawiony dokument (walory tego typu dominują w obrocie prawnym);
 - papiery wartościowe deklaratywne, w których prawo powstaje, zanim zostanie ucieleśnione w dokumencie (np. akcje)¹⁵⁰.

Uwzględniając taką różnorodność papierów inkorporujących określone prawa majątkowe, a także nieustanny ich rozwój, powstawanie nowych i modyfikowanie już funkcjonujących w obrocie prawnym, zrozumiałe jest występowanie w doktrynie różnych koncepcji na temat pojęcia papieru wartościowego. Formułowane w piśmiennictwie od wielu lat poglądy, odnoszące się do ustalenia treści tego pojęcia, nie są jednorodne. Zadania nie ułatwiał fakt, iż przez wiele lat brak było definicji legalnej pojęcia papieru wartościowego, gdyż ustawodawca zrezygnował ze sformułowania takiej definicji. Najpierw w systemie prawa polskiego pojawiło się opisowe określenie papieru wartościowego (art. 3 p.p.o.p.w.)¹⁵¹, tym niemniej trudno było uznać je za miarodajne dla całego systemu prawa. Dość czytelny wydawał się cel zamierzony przez ustawodawcę w związku ze wskazaną regulacją, która dostosowywała pojęcie papieru wartościowego do potrzeb publicznego obrotu papierami wartościowymi. W porównaniu z tradycyjnie ujmowanym pojęciem papieru wartościowego (nawet przy uwzględnieniu różnorodności stanowisk) dyskutowane unormowanie znacznie rozszerza znaczenie tego terminu. Obejmuje ono również zbywalne prawa majątkowe wynikające z papierów wartościowych oraz tzw. prawa pochodne¹⁵². Takie stanowisko ustawodawcy nie może więc być traktowane jako wyznacznik przy ustalaniu istotnych elementów definicji papierów

zobowiązuje się do świadczenia na żądanie okaziciela, za zwrotem dokumentu (art. 225 k.z.). Por. W. Czachórski, *Zobowiązania...* s. 540. Szerzej na temat zapisu długu na okaziciela patrz R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania*, Lwów 1939.

¹⁴⁹ M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 38.

¹⁵⁰ M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 17-18.

¹⁵¹ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz. U. Nr 118, poz. 754 ze zm.), zwana dalej w skrócie p.p.o.p.w.

¹⁵² Szerzej na temat omawianej definicji zob. M. Romanowski, *Prawo...*, s. 59 i nast. Zob. też M. Michalski, *Prawo...*, s. 133.

wartościowych. Podobna sytuacja ma zresztą miejsce, w mniejszym lub większym stopniu, w porządkach prawnych innych państw. Dla przykładu w przepisach prawa niemieckiego pojęcie papieru wartościowego przewija się wielokrotnie, lecz nie jest ustawowo definiowane¹⁵³. Wyjątek stanowi jedynie przepis art. 965 prawa obligacyjnego szwajcarskiego. Rozwiązanie to nie eliminuje jednak wszelkich wątpliwości w doktrynie prawa szwajcarskiego¹⁵⁴. Jak się bowiem wydaje, stworzenie legalnej definicji stanowi nie tyle duże wyzwanie dla prawodawcy, ile przedstawia się jako niesłuszne i niewłaściwe postępowanie, które mogłoby doprowadzić do znacznie „gorętszej” dyskusji w literaturze i spowodować duże problemy w praktyce obrotu papierami wartościowymi.

Zarówno konstruowanie ogólnego pojęcia papierów wartościowych, jak i definiowanie poszczególnych walorów wymaga w pierwszej kolejności odniesienia się do szczególnej kompozycji prawa (uprawnienia) i dokumentu, jaka dokonuje się w danym papierze wartościowym wobec powstającego stosunku prawnego. Analiza tej jurydycznej konstrukcji wskazuje na zajmowanie w niej centralnego miejsca przez prawo (uprawnienie). Musi to być uprawnienie cywilnoprawne o charakterze majątkowym¹⁵⁵ i zarazem prawo zbywalne (art. 57, art. 921⁶, art. 921⁸, art. 921¹² k.c.). Dokument zaś w swojej istocie ma być tylko nośnikiem tego prawa, tak długo, jak długo fizycznie istnieje, bez względu na postać, jaką reprezentuje (papierowy, plastikowy czy sporządzony z innego materiału, a także nieposiadający materialnej postaci, np. elektroniczny). Takie połączenie uprawnienia i dokumentu związane jest ze stosunkiem obligacyjnym, który „wynika” z papieru wartościowego i, ujmując rzecz w pewnym uproszczeniu, wraz z nim powstaje. Zespolenie to, wykazując trwały charakter, pozwala w papierach wartościowych dostrzegać odrębną kategorię prawną, podlegającą odmiennej regulacji prawnej¹⁵⁶. Konstrukcja jurydyczna nie wyczerpuje jednak zagadnienia odróżnienia papierów wartościowych od innych dokumentów występujących w obrocie, z którymi w różny sposób powiązane są uprawnienia o charakterze cywilnoprawnym. W nauce prawa cywilnego poszukuje się ciągle określonego, pewnego kryterium prawnego, w wyniku czego

¹⁵³ Zob. Z Świdorski, *Pojęcie papieru wartościowego w niemieckiej doktrynie prawa. Prawo cywilne gospodarcze i handlowe*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Iuridica” 57, Łódź 1993, s. 56.

¹⁵⁴ Krytyczne stanowisko wobec tego rozwiązania zajmują np. P. Jäggi, J.N. Druey, C. Greyerz, *Wertpapierrecht*, Basel-Frankfurt am Main 1985, s. 7-12.

¹⁵⁵ Cz. Żuławska, *Komentarz do kodeksu cywilnego. Zobowiązania*, t. II, Warszawa 1997, s. 568.

¹⁵⁶ M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 49.

w piśmiennictwie polskim pojawiło się, niewątpliwie pod wpływem doktryny niemieckiej, kilka koncepcji papieru wartościowego¹⁵⁷.

Według jednego ze znanych stanowisk decydującym aspektem odróżnienia papierów wartościowych od innych dokumentów jest ich obiegowy charakter, a co za tym idzie prawo inkorporowane w dokumencie, w związku ze stosowną regulacją prawną, ma służyć w istocie wzmożeniu obiegowości danego waloru. Konsekwentnie zwolennicy tej koncepcji odmawiają tzw. rektapapierom, czyli papierom imiennym, charakteru papieru wartościowego, traktując jako takie wyłącznie papiery na okaziciela i papiery na zlecenie¹⁵⁸. Szersza koncepcja papierów wartościowych akcentuje z kolei kryterium formalne w postaci posiadania dokumentu. Posiadanie dokumentu stanowi materialną przesłankę wykonywania prawa z każdego dokumentu. Uprawniony ma prawo żądać świadczenia od dłużnika, dopóki nie utraci posiadania dokumentu. Konieczność władania dokumentem dla realizacji zapisanego w nim prawa stanowi, w myśl tej koncepcji, wyznacznik odróżnienia papierów wartościowych od innych dokumentów niemających takiego charakteru. W takim ujęciu papierów wartościowych mieszczą się również rektapapiery¹⁵⁹.

Obok przedstawionych stanowisk odnoszących się do definiowania papierów wartościowych można zauważyć próby budowania kompromisowych, pośrednich koncepcji, które jednak ani w literaturze polskiej, ani niemieckiej nie zdobyły większego uznania. Zwolennicy koncepcji pośrednich dokonują m.in. próby utożsamienia obiegowości i zbywalności, co w konsekwencji bez wątpienia eliminowałoby spór co do pojęcia papieru wartościowego¹⁶⁰. Takie potraktowanie zagadnienia nie wydaje się jednak

¹⁵⁷ *Ibidem*, s. 49-50. Odnośnie do koncepcji prezentowanych w doktrynie niemieckiej zob. np. L. Raiser, *Das Rektapapier*, „Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftrecht“, nr 101, s. 13 i nast.; W. Hefermel, A. Baumach, *Wechselgesetz und Scheckgesetz. Kommentar*, München 1984, s. 4-9.

¹⁵⁸ Tak np. S. Grzybowski, (w:) *System...*, s. 985-986. Autor uznaje m.in., iż inkorporowane w dokumencie prawo majątkowe staje się przyczyną sprawczą takiego wzajemnego powiązania stosunków prawnych, że obrót dokumentem oraz inkorporowanym prawem są jednym i tym samym obrotem. Takie stwierdzenie nie budzi wątpliwości i w zasadzie nie jest dyskutowane w literaturze; por. np. K. Zawada, *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Kraków 1998, s. 42; T. Komosa, *Papiery wartościowe*, PPH 1995, nr 4 – wkładka, s. 1. Nie może być ono jednak asumptem do wskazywania na cechę obiegowości jako tę, która odróżnia papiery wartościowe od innych rodzajów dokumentów.

¹⁵⁹ Pogląd ten, dominujący w polskim piśmiennictwie, reprezentowany jest m.in. przez: A. Szpunar, zob. np. *Podstawowe problemy papierów wartościowych*, PiP 1991, nr 2, s. 16; M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 49-52; A. Ohanowicz, J. Górski, *Zarys prawa zobowiązań*, Warszawa, 1970, s. 532.

¹⁶⁰ Rektapapiery posiadają bowiem ponad wszelką wątpliwość cechę zbywalności. Np. weksel, na którym umieszczono klauzulę zakazującą dalszego indosowania, można przenieść w dro-

słuszne. Termin obiegowość, chociaż jest terminem syntetycznym, a przez to mogącym nasuwać pewne wątpliwości i prowadzić do ocen dosyć dowolnych, oznacza w pewnym uproszczeniu tak ukształtowaną sytuację prawną wierzyciela, która sprzyja prawnej mobilności, a zatem i atrakcyjności dokumentu oraz związanego z nim prawa. Taką cechą posiadają jedynie papiery wartościowe na okaziciela i na zlecenie¹⁶¹. Zbywalność jest natomiast cechą, którą musi posiadać każde prawo inkorporowane w dokumencie, cechą immanentnie z tym prawem związaną, cechą, która może stanowić punkt wyjścia dla poszukiwania istotnych atrybutów papierów wartościowych. W obowiązującym stanie prawnym takie ujęcie dyskutowanego zagadnienia dodatkowo uzasadnia również przepis art. 57 k.c., który wyklucza możliwość wyłączenia lub ograniczenia przez czynność prawną przeniesienia prawa, o ile jest ono zgodnie z ustawą zbywalne¹⁶².

W konkluzji rozważań prowadzonych na tle różnych koncepcji papierów wartościowych podkreślić trzeba, iż polski ustawodawca dość wyraźnie opowiedział się za szerokim ujęciem papierów wartościowych, o czym dobitnie przekonują przepisy Kodeksu cywilnego, w szczególności treść art. 921⁶ oraz art. 921⁸.¹⁶³ Na podstawie wskazanych przepisów tzw. rektapapiery zaliczane są do kategorii papierów wartościowych, a ponadto ustawodawca akcentuje zasadę, iż do wykonywania prawa z papierów wartościowych niezbędne jest przedstawienie dokumentu dłużnikowi, w konsekwencji zaś jego posiadanie. Takie stanowisko wydaje się słuszne nie tylko z uwagi na jego praktyczny wymiar. Eliminuje ono możliwość dokonywania sztucznych podziałów w ramach tych samych typów walorów. Dla przykładu zarówno weksel na zlecenie, jak i weksel, w którym wystawca zakazał dalszego indosowania, będzie traktowany jako papier wartościowy. Rektaweksel inkorporuje bowiem prawo o charakterze majątkowym, prawo zbywalne (poprzez przelew wierzytelności), a ponadto posiadanie dokumentu jest konieczną przesłanką realizacji uprawnienia przez wierzyciela. Niewłaściwe byłoby więc traktowanie rektaweksela jako np. dokumentu podobnego do papierów wartościowych tylko dlatego, że jego obiegowość na skutek klauzuli „nie na zlecenie” byłaby ograniczona. W kontekście takich ustaleń pominąć można w zasadzie inne argumenty, które również mają swoją wagę, przemawiające na korzyść szerokiego ujęcia papierów wartościowych, jak choćby fakt, że sam termin obiegowość nie jest terminem jedno-

dze zwykłego przelewu (art. 509-516 k.c.).

¹⁶¹ M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 52.

¹⁶² Na temat koncepcji pośredniej zob. np. M. Romanowski, *Prawo...*, s. 11-12.

¹⁶³ Co do stanowiska ustawodawcy poglądy panujące w literaturze są w zasadzie zbieżne. Zob. m.in. K. Zawada, *Prawo papierów...*, s. 42; Cz. Żuławska, *op. cit.*, s. 565; M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 51. Podobne rozwiązanie przyjęte zostało w prawie niemieckim, zob. W. Hefermehl, A. Baumach, *op. cit.*, s. 9-10.

znacznie w polskim piśmiennictwie zdefiniowanym i istnieją pewne kontrowersje nawet co do jego stosowania¹⁶⁴. Wobec tego tym bardziej nieuzasadnione wydaje się wyróżnianie papierów w oparciu o niejasne kryteria.

Podsumowanie dotychczasowych rozważań na temat pojęcia papierów wartościowych wymaga uwzględnienia skutków prawnych będących następstwem specyficznego zespolenia uprawnienia i dokumentu. Taka kompozycja po pierwsze przesądza jednoznacznie kwestię legitymacji formalnej, która wynika z samego posiadania dokumentu, stanowiącego wystarczającą przesłankę dochodzenia należności z papieru (wykonywania praw), przy czym realizacja uprawnienia jest możliwa w wyniku przedstawienia dokumentu dłużnikowi przez wierzyciela. Po drugie, szczególnemu reżimowi prawnemu podporządkowana zostaje kwestia zbywalności prawa inkorporowanego w dokumencie (art. 921⁸–921¹² k.c.). Po trzecie wreszcie, inkorporacja prawa w dokumencie wpływa na kształtowanie się odpowiedzialności dłużnika, która podlega szczególnej obiektywizacji (art. 921¹³ k.c.) poprzez ograniczenie zarzutów dłużnika wobec każdorazowego nabywcy¹⁶⁵.

W oparciu o dokonaną analizę podstawowych atrybutów papierów wartościowych, uwzględnivszy ustalenia dokonane w piśmiennictwie, można przyjąć, iż papierem wartościowym jest dokument pozostający w szczególnej relacji do prawa majątkowego, którego dotyczy, tzn. dokument stwierdzający istnienie tego prawa w ten sposób, że uprawniony może wykazać swoje prawo, co do zasady, jedynie tym dokumentem, a jego posiadanie stanowi konieczną przesłankę realizacji uprawnienia. Wyłącznie dokument wykazujący wymienione cechy może być w obrocie prawnym traktowany jako papier wartościowy.

Jak już zaznaczono, z uwagi na rozwój nowoczesnych technik teleinformatycznych inkorporowanie praw majątkowych przestało być konieczne na materialnym nośniku. Współczesne elektroniczne nośniki informacji niewątpliwie wpływają znacznie na istotną również w przypadku tradycyjnych, materialnych nośników informacji funkcję obiegową papierów wartościowych. Ich dematerializacja umożliwia, przy wykorzystaniu nowoczesnych środków technicznych, w zasadzie automatyczny obrót wartościami na masową skalę. Ta ewolucja powoduje, że konieczne jest nowe spojrzenie na klasyczne ujmowanie papierów wartościowych, stąd też współczesne ustawodawstwo coraz częściej posługuje się terminem instrumenty finansowe.

¹⁶⁴ Np. Z. Radwański, *Prawo zobowiązań*, Warszawa 1999.

¹⁶⁵ Por. M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 52-53.

4.3. Papiery wartościowe i instrumenty finansowe w rozumieniu ustawy o OIF

Papiery wartościowe są instrumentami finansowymi obok praw niebędących papierami wartościowymi. Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 18 dyrektywy 2004/39/WE zbywalne papiery wartościowe to rodzaje papierów wartościowych, które podlegają obrotowi na rynku kapitałowym, za wyjątkiem instrumentów płatniczych¹⁶⁶. Papierami wartościowymi są zatem akcje i inne papiery wartościowe równoważne akcjom lub udziałom w spółkach, zapisy długu lub inne inkorporowane tytuły dłużne oraz inne papiery wartościowe, które uprawniają do dokonywania transakcji kupna-sprzedaży takich papierów wartościowych. Dyrektywa zatem nie definiuje wprost pojęcia papierów wartościowych, ale wskazuje, bardzo zresztą syntetycznie, na zakres tego pojęcia. Takie rozwiązanie należy uznać za słuszne, gdyż po pierwsze pozwala ono uwzględnić specyfikę rozwoju prawa papierów wartościowych w różnych krajach, a ponadto pozwala na traktowanie jako papieru wartościowego różnych dokumentów inkorporujących określone prawa majątkowe, które są lub mogą być „wytworem” nowoczesnych potrzeb rynku kapitałowego.

Koncepcją papieru wartościowego i instrumentu finansowego posługują się polskie ustawy szczegółowe, zwłaszcza: ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym¹⁶⁷. Zgodnie z art. 3 pkt 1 ustawy o OIF papierami wartościowymi są:

- akcje, prawa poboru w rozumieniu przepisów ustawy Kodeks spółek handlowych¹⁶⁸, prawa do akcji, kwity depozytowe;
- obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne;
- warranty subskrypcyjne, jak również inne zbywalne papiery wartościowe, także te inkorporujące zbywalne prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego;

¹⁶⁶ K. Zaradkiewicz, (w:) *Prawo rynku...*, s. 581. Autor słusznie zauważa, że polska wersja językowa dyrektywy 2004/39/WE w zakresie definicji papieru wartościowego wprowadza nieco w błąd, gdyż wskazuje na negocjowalność na rynku kapitałowym jako cechę tych papierów. W istocie obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym, co do zasady, nie jest związany z negocjacjami.

¹⁶⁷ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. z 2012 r., poz. 1149 ze zm.).

¹⁶⁸ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.).

- inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienia do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych wcześniej lub zbywalne prawa majątkowe wykonywane przez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne)¹⁶⁹.

Natomiast pojęcie instrumentów finansowych definiowane jest w art. 2 ust. 1 ustawy o OIF¹⁷⁰. Definicja ta ma w zasadzie zupełny charakter i została skonstruowana przez wyliczenie¹⁷¹. Definicja ta obejmuje dwie podstawowe kategorie:

- 1) papiery wartościowe;
- 2) instrumenty niebędące papierami wartościowymi, tj.:
 - a) tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania;
 - b) instrumenty rynku pieniężnego;

¹⁶⁹ Wcześniej obowiązujące pojęcie papieru wartościowego określone w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi przed dostosowaniem prawa polskiego do dyrektywy Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz. U. UE L 141 z 11.06.1993, s. 27, ze zm.) zmieniło się przez dodanie do listy papierów wartościowych warrantów subskrypcyjnych i prawa poboru w rozumieniu Kodeksu spółek handlowych. W ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi chodziło o zbywalne prawo majątkowe wynikające z wcześniej określonych papierów, a także prawa majątkowe, których cena zależała bezpośrednio lub pośrednio od ceny wymienionych papierów wartościowych. W omawianym przepisie chodziło o prawa pochodne, takie jak kontrakty terminowe i opcje. Por. M. Lemmonier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*. Warszawa 2011, s. 51

¹⁷⁰ Na marginesie można zwrócić uwagę, iż odrębną definicję, realizując odmienny cel legislacyjny, ustawodawca zawarł w art. 3 ust. 1 pkt 23 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2013 r., poz. 330 ze zm.). Instrumentem finansowym jest kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron pod warunkiem, że z kontraktu zawartego między dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań wynikających z kontraktu ma charakter bezwarunkowy albo warunkowy. Definicja ta odwołuje się do prawa zobowiązań, a zwłaszcza do prawa umów. *Prawo zobowiązań – umowy nienazwane. System Prawa Prywatnego*, t. 9, red. W. Katner, Warszawa 2010, s. 491

¹⁷¹ Pojęcie instrumentu finansowego zostało wprowadzone do ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi w drodze nowelizacji dokonanej ustawą z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. Nr 64, poz. 594). Termin ten obejmował: zbywalne papiery wartościowe, instrumenty funduszy zbiorowego inwestowania, które nie są papierami wartościowymi, instrumenty rynku pieniężnego, kontrakty terminowe, umowy *forward*, umowy *forward* dotyczące stóp procentowych, swapy akcyjne, swapy na stopy procentowe, swapy walutowe lub opcje kupna lub sprzedaży którekolwiek z instrumentów finansowych, prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń (pochodne instrumenty towarowe).

- c) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy *forward* na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne;
- d) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy *forward* na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron;
- e) opcje, kontrakty terminowe, swapy oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez dostawę, pod warunkiem, że są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu;
- f) niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym ani w alternatywnym systemie obrotu opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy *forward* oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar, które mogą być wykonane przez dostawę, które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych;
- g) instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego;
- h) kontrakty na różnicę;
- i) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy *forward* dotyczące stóp procentowych oraz inne instrumenty pochodne odnoszące się do zmian klimatycznych, stawek frachtowych, uprawnień do emisji oraz stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne albo mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron, a także wszelkiego rodzaju inne instrumenty pochodne odnoszące się do aktywów, praw, zobowiązań, indeksów oraz innych wskaźników, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych¹⁷².

¹⁷² Wiele pojęć użytych przez ustawodawcę w ramach konstruowania definicji instrumentu finansowego nie zostało wprost zdefiniowanych (przykładowo opcja, kontrakt terminowy czy swap). Przy wykładni takich pojęć należy zatem odwoływać się do ich znaczeń w języku prawniczym, skoro na podstawie języka prawnego nie można ustalić ich znaczenia – oczywiście w braku powszechnie akceptowanej definicji należy odwołać się do znaczeń potocznych. Por. K. Glibowski, (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda. Warszawa 2012, s. 553. Uzasadniony zatem i zarazem aktualny jest pogląd, że pod względem materialnym definicja instrumentu finansowego ma charakter otwarty. Zob. P. Sokal, *Definicja i znaczenie instrumentów finansowych w świetle nowych regulacji prawnych*,

Mając na względzie powyższą definicję, można zwrócić uwagę, iż jako instrumenty finansowe należy traktować instrumenty, które spełniają przynajmniej jedną z następujących przesłanek:

- są rozliczane pieniężnie,
- mogą być rozliczane pieniężnie,
- są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu.

Tym samym, co do zasady, nie mają statusu instrumentów finansowych takie instrumenty pochodne, w których warunki w ogóle nie przewidują możliwości rozliczenia pieniężnego i jednocześnie nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu¹⁷³.

Pojęcie instrumentów finansowych ma oczywiście znaczenie normatywne. W odniesieniu do ustawy o OIF pojęcie instrumentów finansowych wyznacza przede wszystkim zakres przedmiotowy ustawy. Ponadto szereg przepisów ustawy o OIF odnosi się wprost do instrumentów finansowych. Co istotne, w największej mierze są to przepisy ustanawiające zasady obrotu oraz prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w obrocie, a zwłaszcza przepisy określające:

- podstawowe zasady obrotu wtórnego instrumentami finansowymi (art. 14-38 ustawy o OIF),
- zakaz manipulacji instrumentem finansowym (art. 38-43 ustawy o OIF),
- pojęcie przyjętych praktyk rynkowych (art. 44-45 ustawy o OIF),
- organizację i zasady systemu depozytowo-rozliczeniowego transakcji instrumentami finansowymi (art. 45a-68e ustawy o OIF),
- uczestnictwo w obrocie instrumentami finansowymi (art. 69-131 ustawy o OIF),

Pr. Sp. 2006, nr 7-8, s. 72-73; A. Chłopecki, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, nr 11, s. 43-44.

¹⁷³ K. Gorzelak, (w:) K. Gorzelak, A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe i towarowe instrumenty pochodne. Prawne aspekty obrotu*, Warszawa 2011, s. 83. Autor słusznie zwraca uwagę, że do kategorii instrumentów finansowych stosownie do treści art. 2 ust. 1 pkt I ustawy o OIF zalicza się również wszelkiego rodzaju instrumenty pochodne odnoszące się do aktywów, praw, zobowiązań, indeksów oraz innych wskaźników, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych. Właściwości te należy rozumieć jako spełnianie warunków określonych w art. 38 rozporządzenia Komisji (WE) z dnia 10 sierpnia 2006 r. Nr 1287/2006 wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. U. WE L 241/1 z 02.09.2006.

- zakres usług doradztwa inwestycyjnego (art. 78 ustawy o OIF),
- zasady ochrony tajemnicy zawodowej oraz informacji poufnych (art. 147 i art. 154 ustawy o OIF),
- sankcje administracyjne za naruszenie przepisów (art. 173 ust. 1 ustawy o OIF),
- stronę przedmiotową czynów określonych w przepisach karnych¹⁷⁴.

4.4. Funkcje papierów wartościowych

Papiery wartościowe spełniają w obrocie gospodarczym wiele istotnych funkcji¹⁷⁵, które ujawniały się stopniowo wraz z powstawaniem i rozwojem poszczególnych walorów, a także wraz z rozwijaniem się i potrzebami gospodarki. Kształtowanie się istniejących i wyłanianie nowych funkcji dyktowane jest niewątpliwie przede wszystkim potrzebami praktyki. Rozwiązania normatywne, jak się wydaje, mają w zasadzie charakter wtórny, uwzględniając po prostu zadania spełniane przez poszczególne walory oraz ich „potencjalne” możliwości. Pomiedzy regulacją prawną a praktyką obrotu gospodarczego w kontekście dyskutowanej problematyki zachodzi jednak również odwrotna relacja, mianowicie ustawodawca poprzez konkretne unormowania może akcentować określone funkcje bądź też, w skrajnych przypadkach, hamować ich rozwój. Nie ulega ponadto wątpliwości, iż ustalenia dokonane w trakcie badania tej problematyki mogą różnić się nieco przy analizie aspektów ekonomicznych i prawnych, szczególnie gdy jako kryterium posłuży rola odgrywana przez poszczególne walory w obrocie.

Omawianie zagadnienia funkcji papierów wartościowych już na wstępie wymaga uwzględnienia kilku kwestii. Po pierwsze, tylko niektóre funkcje mają charakter uniwersalny, tzn. można je przypisać wszystkim walorom bądź przynajmniej większości z nich,

¹⁷⁴ K. Glibowski, (w:) *Prawo rynku...*, s. 553-554.

¹⁷⁵ W kontekście funkcji mówi się też o tzw. zdolnościach papierów wartościowych. Tak np. Cz. Żuławska, *op. cit.*, s. 568-569. Używanie tego terminu nie wydaje się uzasadnione, nie tylko z uwagi na jego nieostrość, ale także w związku z tym, iż dotychczas używane dla określenia „zadań” pełnionych przez papiery wartościowe wyrażenie całkowicie oddaje istotę tejże problematyki. Pojęcie zdolności papierów wartościowych zmieniłoby całkowicie optykę dyskutowanego zagadnienia, akcentując potencjalne możliwości, jakie daje papier wartościowy i to w zasadzie tylko pod kątem aspektów jurydycznych, analizowanych w oderwaniu od praktyki obrotu gospodarczego, podczas gdy daną funkcję określić można dopiero w wyniku posługiwania się papierem wartościowym w konkretnych sytuacjach dla osiągnięcia określonego celu gospodarczego. Por. M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...* s. 64. W najgorszym razie uzasadnione byłoby używanie terminu zdolności wyłącznie dla wskazania możliwości, jakie daje walor, w związku z przyjętymi rozwiązaniami prawnymi, nie zaś jako synonim terminu funkcje. W literaturze mowa też o przesłankach realizacji określonych funkcji. Tak M. Michalski, *Funkcje gospodarcze weksla*, PUG 1992, nr 4, s. 76.

inne zaś właściwe są tylko określonym rodzajom papierów¹⁷⁶. Po drugie, część papierów wartościowych ma charakter wielofunkcyjny (np. weksel), u innych z kolei można mówić o „redukcji” takich funkcji. Po trzecie wreszcie, poszczególne funkcje w ramach określonych walorów są wzajemnie ze sobą skorelowane, stąd też omawianie każdej z osobna wynika przede wszystkim z potrzeby zachowania czytelności wypowiedzi¹⁷⁷.

Do tradycyjnych, ogólnych funkcji papierów wartościowych zalicza się funkcję legitymacyjną, której istotą jest ułatwienie identyfikacji osoby uprawnionej, przy czym jej „intensywność” jest różna w papierach wartościowych imiennych, na zlecenie i na okaziciela¹⁷⁸. Tym niemniej jest to funkcja, którą można przypisać wszystkim walorom¹⁷⁹. Funkcja oznaczenia osoby uprawnionej pozostaje w permanentnym związku z realizacją uprawnień ucieleśnionych w papierze wartościowym i przesądzającym o treści prawa podmiotowego każdorazowego właściciela posiadacza papieru¹⁸⁰. Biorąc pod uwagę treść art. 921⁶ i art. 921⁷ k.c., należy przyjąć, iż ustawodawca główny nacisk położył na formalną stronę uprawnienia osoby prezentującej papier wartościowy.

Inną funkcją o stosunkowo powszechnym charakterze jest funkcja obiegowa. Dzięki niej właśnie wiele walorów odgrywa dużą rolę w obrocie gospodarczym. Funkcja obiegowa przejawia się w stosunkowo prostym sposobie przenoszenia praw inkorporowanych w dokumencie, decydując tym samym o większej mobilności zarówno z jurydycznego, jak i *stricte* gospodarczego punktu widzenia. Łatwość przenoszenia praw ma decydujące znaczenie dla istnienia w obrocie wielu instytucji. I tak np. dyskonto i redyskonto weksli jest w dużej mierze oparte na prostym sposobie przenoszenia praw z tych dokumentów. Przypisać tę łatwość przenoszenia praw można papierom wartościowym na zlecenie i na okaziciela, nie mają natomiast obiegowego charakteru papiery wartościowe imienne, które zresztą ze swej natury najczęściej przeznaczone są do realizacji

¹⁷⁶ Dla przykładu funkcję legitymacyjną przypisać można właściwie wszystkim papierom wartościowym, natomiast funkcję lokacyjną tylko niektórym, mianowicie takim jak obligacje czy bankowe papiery wartościowe *sensu stricto*.

¹⁷⁷ Zakres postawionego zadania badawczego wyklucza możliwość drobiazgowego omówienia wszystkich funkcji pełnionych przez papiery wartościowe w obrocie gospodarczym, stąd też materia niniejszego podrozdziału uwzględnia jedynie tradycyjne, podstawowe funkcje papierów wartościowych, które zostały przedstawione ogólnie, stanowiąc jedynie punkt wyjścia do dalszych rozważań.

¹⁷⁸ M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 65. Przy papierach wartościowych na okaziciela identyfikacja osoby uprawnionej sprowadza się w zasadzie wyłącznie do przedstawienia dłużnikowi dokumentu. Zob. np. J. Mojak, *op. cit.*, s. 2.

¹⁷⁹ Funkcję legitymacyjną pełnią też znaki legitymacyjne, z tym że jest to w zasadzie ich podstawowa funkcja. Por. K. Kruczałak, *Prawo...*, s. 26.

¹⁸⁰ Por. M. Michalski, *Dopuszczalność konwersji postaci papierów wartościowych w polskim prawie papierów wartościowych*, „Monitor Prawniczy” 1997, nr 11, s. 433.

innych celów gospodarczych (np. akcje imienne). W szerokim ujęciu obiegowość może przejawiać się także w ułatwionej możliwości ustanowienia ograniczonych praw rzeczowych na prawach inkorporowanych w dokumencie¹⁸¹, jak to ma np. miejsce w przypadku weksła, na którym wpisano formułę indosu zastawniczego.

Wiele walorów wykorzystywanych w praktyce polskiego obrotu gospodarczego pełni funkcję kredytową. Wyraża się ona tym, iż wraz z wystawieniem dokumentu wystawca (emitent) uzyskuje pewnego rodzaju kredyt, w ekonomicznym znaczeniu oczywiście. Przejawy funkcji kredytowej dostrzec można w szczególności w przypadku papierów wartościowych inkorporujących wierzytelności, chociaż różna jest jej „intensywność” w przypadku konkretnych walorów. Z uzyskaniem kredytu wiąże się m.in. wystawienie obligacji, weksła, a także bankowych papierów wartościowych.

Kolejną funkcją, którą można przypisać wielu walorom, jest funkcja płatnicza, przejawiająca się w możliwości wykorzystywania papieru wartościowego, w znaczeniu ekonomicznym, jako surogatu zapłaty. Wiele walorów, w różnych sytuacjach gospodarczych, pozwala na uwzględnianie rozliczeń pomiędzy stronami zobowiązania stanowiącego podstawę powstania danego papieru wartościowego. Funkcja płatnicza pełniona w obrocie, w przypadku niektórych papierów wartościowych przesądza o ich istocie i zarazem naturze gospodarczej wynikającego z dokumentu zobowiązania. I tak np. czek wykorzystywany jest głównie do dokonywania rozliczeń.

Funkcja gwarancyjna papierów wartościowych ujawnia się w tym, że wystawienie papieru wartościowego służy zabezpieczeniu (umocnieniu) roszczeń wierzyciela ze stosunku podstawowego. Zabezpieczenie takie polega głównie na prawnym ułatwieniu dochodzenia należności od wystawcy papieru i prawnym wzmocnieniu szans uzyskania przez wierzyciela zapłaty¹⁸².

Ze względu na pełnione funkcje papiery wartościowe można podzielić na papiery kapitałowe, papiery obrotu płatniczego, kredytowego lub towarowego, papiery udziałowe i rzeczowe. Ponadto papiery wartościowe, podobnie jak instrumenty finansowe, można podzielić na finansowe, uprawniające do roszczeń pieniężnych, i papiery towarowe, dające prawo do dysponowania składnikami majątkowymi, takie jak konosamenty czy dowody składowe¹⁸³. Jednym z najprostszych kryteriów podziału jest czas i rynek, na którym dokonuje się obrót papierami wartościowymi. Z tego punktu widzenia dzieli się papiery wartościowe na krótko-, średnio- i długoterminowe¹⁸⁴, przy czym przyjmuje

¹⁸¹ M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 65.

¹⁸² *Ibidem*, s. 66.

¹⁸³ W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 9.

¹⁸⁴ Kryteria tego rodzaju są właściwe dla modelu operacyjnego, a nie modelu operacyjnego. Jest to podział, który w praktyce gospodarczej może ulegać łatwo zmianie, gdyż instrument krót-

się konwencjonalnie, iż papiery krótkoterminowe to papiery o terminie zapadalności do jednego roku. Znajdują one zwykle zastosowanie w obrocie na rynku pieniężnym. Natomiast papiery o terminie zapadalności dłuższym niż rok to papiery średnio- i długoterminowe, które występują na rynku kapitałowym¹⁸⁵.

4.5. Akcja jako podstawowy instrument obrotu w alternatywnym systemie

Tradycyjnymi instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym są akcje i obligacje, które określane są także jako instrumenty pierwszej generacji¹⁸⁶. W związku z tymi instrumentami finansowymi, a także zważywszy na nieustanny i dynamiczny rozwój rynków finansowych, powstają różnego rodzaju nowe konstrukcje prawne i finansowe, tj. instrumenty pochodne. Można je podzielić na trzy zasadnicze grupy:

- instrumenty drugiej generacji, będące wynikiem swoistej kompilacji elementów typowych dla instrumentów tradycyjnych i pochodnych (obligacje zamienne, obligacje z warrantami);
- instrumenty trzeciej generacji jak np. opcje;
- instrumenty czwartej generacji tworzone na bazie innych instrumentów pochodnych (opcje na opcjach)¹⁸⁷.

Podstawowym źródłem prawa akcyjnego, czy też inaczej prawa o akcjach, jest oczywiście Kodeks spółek handlowych¹⁸⁸. Jednocześnie pojęcie akcji na gruncie k.s.h. nie ma jednolitego charakteru¹⁸⁹, co w konsekwencji prowadzi do kształtowania różnych znaczeń tego pojęcia¹⁹⁰. Akcja jest rozumiana jako ułamek kapitału zakładowego, jako ogół praw akcjonariusza względem spółki oraz jako dokument wystawiony przez spółkę, będący papierem wartościowym w rozumieniu art. 921⁶ k.c. Wydaje się, że rozróżnianie drugiego i trzeciego znaczenia jest wynikiem pewnego nieporozumienia,

koterminowy może finansować przedsięwzięcia o średnioterminowym horyzoncie czasowym przez odnawianie instrumentu. Szerzej zob. M. Lemmonier, *Europejskie modele...*, s. 61.

¹⁸⁵ *Ibidem*.

¹⁸⁶ M. Dusza, (w:) *System finansowy...*, s. 277.

¹⁸⁷ *Ibidem*.

¹⁸⁸ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.).

¹⁸⁹ Zob. A. Szumański, (w:) *System prawa prywatnego*, tom 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 12.

¹⁹⁰ Por. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. III: *Komentarz do artykułów 301-458*, Warszawa 2003, s. 47-48; A. Szajkowski, M. Tarska, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2004, s. 570 i nast.; A. Kidyba, *Prawo handlowe*, Warszawa 2002, s. 376.

wynikającego z traktowania nośnika, którym jest dokument, a który w przypadku akcji może być zmaterializowany lub zdematerializowany, w sposób autonomiczny. Dokument akcji odzwierciedla jedynie – i zarazem aż – legitymację formalną, natomiast stając się jednocześnie papierem wartościowym, inkorporuje określone prawa podmiotowe (legitymacja materialna). Dla przykładu art. 328 § 1 i 2 k.s.h., w którym ustawodawca używa określenia dokument akcji, zawiera regulację określającą formę i dane, jakie powinny być zawarte w tym dokumencie. Sam fakt powstania takiego dokumentu powoduje jednak powstanie określonych praw podmiotowych, a akcjonariusz, stosownie do treści art. 328 § 5 k.s.h. nabywa roszczenie o wydanie dokumentu akcji w terminie miesiąca od dnia rejestracji spółki, a zarząd zobowiązany jest wydać dokumenty akcji w terminie tygodnia od dnia zgłoszenia roszczenia przez akcjonariusza¹⁹¹.

Pojęcie „dokumentu akcji” pozwala na przyjęcie kluczowej dla obrotu instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym tezy, że w przypadku akcji mogą powstać prawa udziałowe z akcji bez fizycznego istnienia oraz wydania przez spółkę akcjonariuszowi dokumentu akcji. Akcjonariusz obejmujący akcje (obróć pierwotny) może uzyskać status akcjonariusza danej spółki bez wydania przez spółkę dokumentu akcji, a więc bez posiadania legitymacji formalnej. To samo zresztą dotyczy obrotu wtórnego akcji w sytuacji, gdy taki dokument nie istniał jeszcze w obrocie pierwotnym. Tym samym powołany już przepis art. 328 § 5 k.s.h. należy traktować jako normatywny wyraz m.in. roszczenia akcjonariusza o wydanie dokumentu akcji, które nabywa w momencie, kiedy przysługuje mu już legitymacja materialna¹⁹².

Istota akcji jako papieru wartościowego sprowadza się w ogromnej mierze do tego, iż jest to papier wartościowy ucieleśniający prawa udziałowe, czym zresztą różni się od innych papierów wartościowych ucieleśniających wierzytelności (np. obligacje) albo prawa rzeczowe (konosament)¹⁹³. Prawa udziałowe wynikające z akcji mają charakter majątkowy. Dotyczy to zarówno praw korporacyjnych, jak i praw osobiście

¹⁹¹ Odmienne stanowisko prowadzi do absurdalnego rozdzielenia nośnika od praw podmiotowych w nim inkorporowanych, co zaprzecza istocie papieru wartościowego. Por. A. Szpunar, *Podstawowe problemy...*, s. 22. Inną zupełnie kwestią jest funkcjonalna i oczywista zarazem potrzeba (zrealizowana przez ustawodawcę) rozróżnienia nie tylko legitymacji formalnej i materialnej akcjonariusza, ale również odmiennych instytucji prawnych powiązanych z tymi różnymi znaczeniami akcji. Należy tutaj wymienić przede wszystkim zbiorczą kategorię doktrynalną „unicestwienia akcji”, która w przypadku unicestwienia praw udziałowych z akcji (znaczenie drugie) nazywa się w języku prawnym „umorzeniem akcji”. Zob. A. Szumański, (w:) *System prawa...*, s. 13.

¹⁹² Por. A. Szumański, (w:) *System prawa...*, s. 14.

¹⁹³ Tak najczęściej w doktrynie jest traktowana akcja. Zob. np. A. Kidyba, *Prawo...*, s. 376; A. Kondracka, *Charakter prawny akcji*, Białystok 1999, s. 63 i nast.; A. Szpunar, *Akcje jako papiery wartościowe*, PiP 1993, nr 11-12, s. 13.

przyznanych akcjonariuszowi, a więc takich, które nie są związane z akcją, ale z konkretną osobą, bowiem prawa te, podobnie jak i prawa korporacyjne służą realizacji praw majątkowych akcjonariusza¹⁹⁴.

Prawa udziałowe z akcji są w świetle klasyfikacji praw podmiotowych prawami względnymi, przysługującymi akcjonariuszowi tylko wobec spółki¹⁹⁵. Spółka jest przedsiębiorcą, który z mocy własnego statutu pozostaje w stosunku zobowiązaniowym ze swoimi akcjonariuszami. Uprawnieniom akcjonariuszy wynikającym z akcji odpowiadają określone obowiązki spółki, jak np. wypłacenie dywidendy, jeżeli została ona przyznana przez walne zgromadzenie, umożliwienie wykonania prawa poboru, wydanie przypadającej na danego akcjonariusza części majątku spółki stanowiącego jej masę likwidacyjną, umożliwienie akcjonariuszowi uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, a także wykonania przez niego prawa głosu czy prawa do informacji.

W doktrynie prawa papierów wartościowych przyjmuje się, że akcje są deklaratoryjnymi papierami wartościowymi. Inkorporowane w nich prawa nie powstają w chwili wystawienia dokumentu, lecz w innym, wcześniejszym momencie, w przeciwieństwie do papierów wartościowych konstytutywnych, w których przypadku powstanie prawa inkorporowanego w dokumencie jest równoznaczne z wydaniem samego dokumentu (np. weksel), a zakres praw ucieleśnionych w dokumencie można wyprowadzić z treści tego dokumentu¹⁹⁶. W konsekwencji treść praw udziałowych z akcji nie wynika jedynie z treści dokumentu akcji, lecz także z treści przepisów prawa oraz ze statutu¹⁹⁷.

¹⁹⁴ Zob. A. Szumański, (w:) *System prawa...*, s. 57. Autor zauważa, że wnioski takie należy wyprowadzić z istnienia celu gospodarczego, który zwykle leży u podstaw tworzenia spółek akcyjnych czy też zawsze w przypadku spółek komandytowo-akcyjnych.

¹⁹⁵ S. Grzybowski, (w:) *System prawa prywatnego*, t. III, cz. 2, s. 231-233. Prawa udziałowe z akcji nie przysługują akcjonariuszowi względem pozostałych akcjonariuszy i nie zmienia tego fakt, iż statut spółki można w zasadzie, zgodnie z przeważającym w doktrynie poglądem, traktować jako umowę zawieraną przez akcjonariuszy. Zob. M. Goszczyk, *Charakter prawny statutu spółki akcyjnej*, Pr. Sp. 1997, nr 3, s. 10 i nast.

¹⁹⁶ Zob. np. M. Bączyk, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 38; A. Szpunar, *Akcje...*, s. 18.

¹⁹⁷ T. Siemiątkowski, R. Potrzezecz, (w:) J. Naworski, K. Strzelczyk, J. Raglewski, T. Siemiątkowski, R. Potrzezecz, *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych. Spółka akcyjna i przepisy karne*, t. 1, Warszawa 2003, s. 285. Możliwość statutowego określania treści praw akcjonariusza inkorporowanych w akcji, a więc niejako w oderwaniu od treści dokumentu akcji, nie oznacza dowolności w tym zakresie. Autonomia woli stron w kształtowaniu jego treści jest ograniczona przede wszystkim z uwagi na domniemanie bezwzględnie wiążącego charakteru przepisów k.s.h. A. Szumański, *Ograniczona wolność umów w prawie spółek handlowych*, (w:) *Księga Pamiątkowa dla uczczenia pracy naukowej Profesora Kazimierza Kruczalaka*, GSP 1999, s. 409 i nast.; J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH 2000, nr 8, s. 3 i nast.

4.6. Dematerializacja

Zgodnie z treścią art. 5 ust. 1 ustawy o OIF papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu albo emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych¹⁹⁸. Tym samym, mając na uwadze przyjęte przez ustawodawcę rozwiązania, aktualny jest problem definiowania papieru wartościowego mającego postać zdematerializowaną. Pewien problem w tym procesie może stanowić pozorne zerwanie więzi między prawem majątkowym a nośnikiem, w którym było ono inkorporowane. Dematerializacja papierów wartościowych polega bowiem w istocie na zastąpieniu tradycyjnego dokumentu inkorporującego prawa z papierów wartościowych przez elektroniczne nośniki informacji, dzięki którym prawa z papierów wartościowych zapisywane są na właściwych rachunkach papierów wartościowych¹⁹⁹. W konsekwencji dematerializacja oznacza, upraszczając nieco rzecz, pozbawienie papieru wartościowego formy dokumentu poprzez zapisanie praw i osób do nich uprawnionych we właściwym systemie ewidencyjnym. Funkcję legitymacyjną prawa podmiotowego, które tradycyjnie jest inkorporowane w dokumencie papierowym, przejmuje system rejestracji²⁰⁰. Zapisy komputerowe, które są z natury rzeczy dokonywane w formie elektronicznej, nie mogą być utożsamiane z wystawieniem przez dłużnika dokumentów w formie elektronicznej²⁰¹.

Istotą dematerializacji papierów wartościowych jest zatem stwarzanie możliwości emitowania papierów wartościowych niemających postaci dokumentu materialnego. Przy czym ważne jest wskazanie, iż zapis dokonany w rejestrze uprawnień, który nawet jeżeli przybiera postać elektroniczną, nie może być identyfikowany z podpisem

¹⁹⁸ Stosownie natomiast do treści art. 5 ust 3 ustawy o OIF papiery wartościowe wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu mogą nie podlegać dematerializacji.

¹⁹⁹ M. Romanowski, *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych*, (w:) *System prawa prywatnego*, tom 18, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2005, s. 98.

²⁰⁰ Por. M. Michalski, *Spółka akcyjna*, Warszawa 2010, s. 146; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 120. Dematerializację papierów wartościowych należy oczywiście jednoznacznie odróżnić od dematerializacji obrotu (immobilizacji), która jest wynikiem postępu technicznego. Zjawiska dematerializacji papierów wartościowych i dematerializacji obrotu współlistnieją wprawdzie ze sobą, nie oznacza to jednak, że dematerializacja obrotu nie może występować samodzielnie. A. Chłopecki, *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, (w:) *System prawa prywatnego*, tom 19, *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, 874 i nast.

²⁰¹ J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru...*, s. 102; M. Romanowski, *Zagadnienia ogólne...*, s. 101.

na dokumencie elektronicznym²⁰². Można zatem przyjąć, że dematerializacja nie powinna mieć wpływu na kwalifikowanie papieru wartościowego jako innej w stosunku do tradycyjnej postaci instytucji prawnej. Zdematerializowany papier wartościowy charakteryzuje się bowiem również tym, iż prawa majątkowe wyrażane są, już nie w dokumencie tradycyjnym, lecz w pewnym sensie w zapisie komputerowym, tj. na elektronicznym, zamiast na papierowym nośniku informacji²⁰³. Wydaje się jednak, że kwalifikacja prawna tego typu rozwiązań prawnych jak dematerializacja papierów wartościowych powinna uwzględniać nie tylko sam rozwój technologii i jednocześnie nie powinna abstrahować od racjonalnego podejścia, które musi uwzględniać, iż patrząc na tę kwestię z punktu widzenia doświadczeń historycznych, rozwój elektronicznych nośników informacji nie powinien być uznany za zjawisko „nadzwyczajne” w porównaniu z istnieniem tradycyjnych form papierowych. Te przecież były niegdyś również niesłychanie nowoczesną formą²⁰⁴.

Na etapach kształtowania się pojęcia dematerializacji, patrząc przez pryzmat różnych kryteriów, w doktrynie uformował się widoczny jej podział. Ze względu na metody dochodzenia do statusu papieru wartościowego zdematerializowanego możemy wyróżnić dematerializację pierwotną i następczą. W dematerializacji pierwotnej papier wartościowy od chwili powstania występuje wyłącznie w postaci zapisu elektronicznego na właściwym rachunku papierów wartościowych. Za przykład może posłużyć nowa emisja papierów wartościowych wprowadzanych do obrotu publicznego

²⁰² M. Romanowski, *Zagadnienia ogólne...*, s. 101.

²⁰³ W doktrynie wyróżnia się dwie zasadnicze grupy systemów regulacyjnych: germański i romański. Pierwsza grupa systemów oparta jest na tradycyjnym rozumieniu konstrukcji papieru wartościowego, druga zaś pomija tradycyjną formę opartą na nośniku materialnym, a kładzie akcent na zapisy na rachunkach prowadzonych na rzecz osób uprawnionych. Zob. M. Michalski, (w:) *Prawo rynku...*, s. 734; L. Dabin, *Régime juridique de marché financiers et des valeurs mobilières*, Bruxelles 2010, s. 186; H. de Vauplane, J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Paris 2001, s. 38. Niezależnie od wyróżniania dwóch grup systemów w literaturze wskazuje się też, że dematerializacja nie wpływa na podejście do konstrukcji papieru wartościowego. Fakt, iż dane uprawnienie jest wykazywane zapisem informatycznym, nie oznacza, że zapis taki nie może być uważany za dokument. Tak F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 31. Drugie stanowisko wyrażane w literaturze przyjmuje, że dematerializacja radykalnie zmienia podejście do klasycznej teorii papierów wartościowych, zmienia bowiem zasady dotyczące obrotu papierami wartościowymi. M. Romanowski, *Zagadnienia ogólne...*, s. 20.

²⁰⁴ Takie podejście nie oznacza w najmniejszym stopniu dezynwoltury w traktowaniu rzeczywiście nowych problemów prawnych związanych z wdrażaniem nowych technologii. Ponadto trzeba przyznać, iż regulacja prawna dematerializacji papierów wartościowych w ustawie o OIF aktualnie nie daje podstaw do traktowania zapisów elektronicznych jako „dokumentów elektronicznych”. Szerzej zob. M. Michalski, (w:) *Prawo rynku...*, s. 737-738.

w trybie obrotu pierwotnego. Z kolei w dematerializacji następczej papier wartościowy w chwili powstania występuje w postaci dokumentu, który następnie ulega przekształceniu w zapis elektroniczny na właściwym rachunku papierów wartościowych²⁰⁵. Ten rodzaj traktowany jest jako dematerializacja *sensu stricto*. Pogląd taki wywodzi się z pojęcia dematerializacji, które zakłada przekształcenie dokumentu w postać niematerialną.

Inny podział dokonuje rozróżnienia dematerializacji ze względu na charakter przepisu ją wprowadzającego. Taka klasyfikacja wskazuje na dematerializację obligatoryjną i dobrowolną. Dematerializację obligatoryjną cechuje możliwość jej przeprowadzenia jedynie na podstawie bezwzględnie obowiązującego przepisu prawa w przeciwieństwie do dobrowolnej, która może być dokonana przez emitenta papieru wartościowego na podstawie właściwego przepisu prawa²⁰⁶.

Dematerializacja papierów wartościowych dla współczesnego obrotu instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym ma też bardzo duże znaczenie z uwagi na zalety, wśród których można wskazać m.in.:

- obniżenie kosztów, zwłaszcza związanych z przechowywaniem papierów wartościowych, co przy wielkości współczesnych obrotów na rynkach kapitałowych, w tym na alternatywnych rynkach, ma zasadnicze znaczenie;
- niewątpliwy wzrost bezpieczeństwa obrotu poprzez wyeliminowanie tradycyjnych ryzyk przypisywanych formie dokumentowej, przede wszystkim wyeliminowanie ryzyka utraty dokumentu²⁰⁷;
- usprawnienie obrotu, zarówno w skali rynku regulowanego, jak i alternatywnych systemów obrotu²⁰⁸;
- ułatwienie kontroli, zarówno sprawowanej przez organy powołane ustawowo do nadzoru nad funkcjonowaniem rynku kapitałowego, jak i inne organy, np. kontroli skarbowej, które dzięki zapisom na elektronicznych nośnikach

²⁰⁵ M. Romanowski, *Zagadnienia ogólne...*, s. 99.

²⁰⁶ *Ibidem*.

²⁰⁷ Nie sposób oczywiście nie dostrzec, iż dematerializacja niesie ze sobą inne ryzyka, związane z rozwojem technologii, tym niemniej wydaje się, że biorąc pod uwagę skalę obrotu, ryzyka związane z „przechowywaniem” praw na elektronicznych nośnikach informacji są nieporównanie mniejsze.

²⁰⁸ Oczywiście znaczenie dematerializacji dla rynku regulowanego jest obecnie niewątpliwie większe niż dla alternatywnych systemów obrotu, na których wolumen transakcji jest nieporównanie mniejszy. Stąd też w regulacjach prawnych dotyczących alternatywnych rynków przewiduje się możliwość odstąpienia od dematerializacji papierów wartościowych, jeżeli emitent tak postanowi. Tak np. uregulowano tę kwestię w art. 5 ust. 3 ustawy o OIF.

informacji mają łatwiejszy dostęp do informacji niezbędnych z punktu widzenia celów kontroli;

- ograniczenie kosztów emisji;
- ułatwienie procedury wykonywania zobowiązań emitenta wobec uprawnionych z papierów wartościowych²⁰⁹.

Znaczenie dematerializacji papierów wartościowych dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi jest nie do przecenienia. Oczywiście na tych rynkach, na których wolumen transakcji jest duży, znaczenie to porównywalne jest do znaczenia dla rynków regulowanych. Ewentualny rozwój alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi może jeszcze bardziej akcentować znaczenie dematerializacji. Wydaje się wręcz, że w sytuacji ewentualnej ekspansji alternatywnych systemów obrotu rozwiązania przyjęte w art. 5 ust. 3 pkt 2 ustawy o OIF będą nie do przyjęcia. Pozostawienie decyzji o dematerializacji papierów wartościowych emitentowi, przy założeniu, że wolumen transakcji na danym alternatywnym rynku będzie dużo większy, będzie rozwiązaniem niesprzyjającym usprawnianiu obrotu, a można zaryzykować stwierdzenie, że także niezwykle utrudniającym. Stąd należy sformułować postulat *de lege ferenda* dokonania zmiany przepisu art. 5 ust. 3 pkt 2 ustawy o OIF poprzez jego wykreślenie.

²⁰⁹ M. Michalski, (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 735-736; M. Michalski, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 741.

Rozdział II

Organizowanie obrotu instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym

1. Charakter norm publicznego obrotu instrumentami finansowymi

Zgodnie z normą konstytucyjną zawartą w art. 87 ust. 1 i 2 Konstytucji RP źródłami powszechnie obowiązującego prawa Rzeczypospolitej Polskiej są Konstytucja, ustawy, ratyfikowane umowy międzynarodowe, rozporządzenia oraz akty prawa miejscowego. Tym samym katalog źródeł prawa powszechnie obowiązującego ma charakter zamknięty. Dotyczy to oczywiście również prawa rynku kapitałowego. Niemniej jednak specyfika nie tylko rynku kapitałowego, ale szerzej całego rynku finansowego nie pozwala na ograniczenie regulowania procesów zachodzących na tych rynkach tylko w oparciu o regulacje prawne. Wydaje się zresztą, że szczegółowe unormowanie rynku kapitałowego poprzez ingerencję prawną jest niemożliwe i niepożądane. Stąd też niezwykle istotną rolę odgrywają obok regulacji prawnych, regulacje, których normy nie mają prawnego charakteru i tym samym nie są normami prawa powszechnie obowiązującego. Można je określać jako pozaprawne normy.

W literaturze zwraca się uwagę, że rynek kapitałowy nie jest pojęciem natury prawnej czy prawniczej, gdyż wywodzi się z nauki ekonomii i finansów²¹⁰. W żadnym razie nie oznacza to, że pojęcie rynku kapitałowego jest obojętne z punktu widzenia prawa. Rynek kapitałowy i zachodzące na nim procesy są przedmiotem wielu regulacji, a pojęcie „rynek kapitałowy” jest niejednokrotnie wykorzystywane w treści aktów prawnych²¹¹.

Prawo rynku kapitałowego stanowi konglomerat norm, które można rekonstruować na podstawie różnych źródeł, stąd też mają one różny charakter prawny. Na prawo

²¹⁰ Definiowany jako część systemu finansowego, będący platformą obrotu instrumentami finansowymi, dla których wyróżnikiem jest okres ich zapadalności, wynoszący co najmniej jeden rok. Zob. np. M. Dusza, (w:) *System finansowy...*, s. 275; S. Owsiak, *Podstawy...*, s. 305.

²¹¹ Por. M. Wierzbowski, P. Wajda, (w:) *Prawo rynku...*, s. 649. Autorzy zwracają uwagę, że pojęcie rynku kapitałowego w ujęciu prawnym zawiera następujące części rynku finansowego: część rynku pieniężnego, niemal cały rynek kapitałowy (z wyjątkiem takich instrumentów finansowych jak np. bankowe papiery wartościowe), część rynku instrumentów pochodnych oraz dodatkowo specyficzny rynek towarowy (rynek oznaczonych co do gatunku rzeczy; rynek różnych rodzajów energii). Zob. też P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 18 i nast.; A. Sławiński, *Rynki...*, s. 9 i nast.

rynku kapitałowego składają się nie tylko ustawy stanowiące trzon źródeł tego prawa, tj. ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, ustawa o ofercie publicznej, ale także np. k.s.h., Prawo bankowe, ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Wszystkie wymienione akty prawne zawierają normy istotne dla funkcjonowania rynku kapitałowego. Jednocześnie istotne jest to, że prawo rynku kapitałowego zawiera normy o charakterze cywilnoprawnym, administracyjnoprawnym i prawnokarnym, pozostające ze sobą w ścisłym, funkcjonalnym związku. To co z prawnego punktu widzenia charakteryzuje jednak normy prawa rynku kapitałowego, to silny wpływ norm administracyjnoprawnych (finansowoprawnych) na sferę prawa prywatnego²¹².

Jak już akcentowano, obok norm prawnych, dla sfery funkcjonowania rynku kapitałowego istotne znaczenie mają normy, które można określać mianem norm pozaprawnych. Bezsporne powinny one być w zakresie nakazów, zakazów lub upoważnień zgodnie z dyspozycjami norm prawnych kształtujących prawo rynku kapitałowego. Regulacja prawna, której podstawowym, choć nie jedynym celem jest ochrona inwestorów i zapewnienie bezpieczeństwa obrotu, powinna być ukierunkowana na stworzenie ram do pozaprawnej działalności regulacyjnej. Tym samym ustawodawca powinien uwzględnić, iż charakterystyczną cechą regulacji publicznego obrotu jest znaczna rola regulacji kontraktowych, zwłaszcza przybierających postać regulaminów (*lex contractus*)²¹³. Charakterystycznymi cechami regulaminów na rynku kapitałowym jest to, że oddziałują one na relacje kontraktowe zarówno pomiędzy podmiotami, które je wykreowały, a ich kontrahentami, jak też pomiędzy podmiotami, do których mają zastosowanie, a ich z kolei kontrahentami. Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. formalnie wiąże np. domy maklerskie, tym niemniej regulacje w nim zawarte oddziałują też na treść umów zawieranych pomiędzy domami maklerskimi i ich klientami. Nie inaczej sprawa przedstawia się z oddziaływaniem Regulamin Alternatywnych Systemów Obrotu.

Obok regulaminów, które w istotny sposób wpływają na funkcjonowanie rynku kapitałowego, coraz większe znaczenie mają tzw. dobre praktyki oraz zasady ładu

²¹² Por. A. Chłopecki, (w:) *Prawo papierów...*, t. 19, s. 757. Autor zwraca uwagę, że regulacja prawna odnosząca się do organizacji i administracyjnoprawnych regulacji rynku kapitałowego nie ma ambicji „zupełności” zarówno w zakresie czysto merytorycznym, jak i prezentacji źródeł. Jest to oczywiście słuszne stwierdzenie, niemniej jednak należy je traktować w kategoriach metafory. W istocie regulacja administracyjnoprawna, na co zwraca się uwagę w niniejszej pracy, nie powinna ingerować zbyt głęboko w obszar funkcjonowania rynku kapitałowego. Swego rodzaju granicą powinna być zdolność regulacyjna podmiotów wyspecjalizowanych, działających na rynku kapitałowym.

²¹³ *Ibidem*.

korporacyjnego²¹⁴. Wynika to, jak się wydaje, z faktu, iż prawidłowo funkcjonujący rynek kapitałowy wymaga budowania swego rodzaju pozaprawnej więzi opartej na zaufaniu. Przejrzystość podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym jest z tego względu nie do przecenienia. Mogą one też odgrywać niepoślednią rolę w ustalaniu przez ustawodawcę granic ingerencji prawnej, choć wymaga to stałej obserwacji rynku i właściwego nadzorowania przez uprawnione organy państwowe.

2. Rynek pierwotny

Rynek kapitałowy składa się z dwóch wzajemnie ze sobą powiązanych elementów, tj. rynku pierwotnego (*primary market*) oraz rynku wtórnego (*secondary market*). Istota rynku pierwotnego sprowadza się do emisji papierów wartościowych i wstępnego rozpowszechnienia ich między inwestorów, a w konsekwencji przesuwania środków pieniężnych od pierwotnych dysponentów do emitentów. Natomiast rynek wtórny, na którym następuje późniejszy obrót, realizuje funkcję transformacji kapitału, czyli natychmiastowej zamiany formy ulokowanego kapitału na środki pieniężne lub zamiany jednych papierów wartościowych na drugie²¹⁵.

Podstawowym celem rynku pierwotnego jest stworzenie możliwości dopływu kapitału (środków pieniężnych średnio- i długoterminowych) do podmiotów gospodarczych poszukujących kapitału niezbędnego do realizacji określonych przedsięwzięć. W konsekwencji na rynku pierwotnym występują emitenci papierów wartościowych i wystawcy innych instrumentów finansowych oraz zinstytucjonalizowani i niezinstytucjonalizowani inwestorzy.

Z ekonomicznego punktu widzenia rynek pierwotny (*primary market*) to ta część rynku kapitałowego, na której dokonuje się sprzedaż nowo wyemitowanych papierów wartościowych. Jego funkcjonowanie w gospodarce rynkowej uzależnione jest m.in. od istnienia odpowiedniej liczby inwestorów, dysponujących odpowiednią ilością wolnych środków finansowych z jednej strony, z drugiej zaś od efektywności przedsięwzięć podejmowanych przez emitentów, dających możliwość uzyskania określonej stopy zwrotu od zainwestowanych środków. Tym samym w ramach rynku pierwotnego, dzięki wskazanym schematycznie czynnikom, następuje alokacja środków pieniężnych, przy czym

²¹⁴ We współczesnej gospodarce rynkowej zasady ładu korporacyjnego czy też dobre praktyki powinny wręcz odrywać bardzo istotną rolę, gdyż ustawodawca nie zawsze jest w stanie nadążyć za potrzebami dynamicznie zmieniającego się rynku. Por. J.E. Stiglitz, *Credit Markets...*, s. 133 i nast.

²¹⁵ M. Dusza, (w:) *System finansowy...*, s. 277.

dokonywane one zwykle w układzie długookresowym, gdyż wysoka stopa zwrotu na rynku kapitałowym możliwa jest zwykle dopiero po upływie dłuższego okresu²¹⁶.

Pojęciem węższym znaczeniowo od pojęcia rynek pierwotny jest obrót pierwotny²¹⁷. Zgodnie z art. 4 pkt 3 ustawy o ofercie publicznej²¹⁸ obrotem pierwotnym jest dokonywanie oferty publicznej przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty. W konsekwencji można przyjąć, iż obrotem pierwotnym jest obrót spełniający kumulatywnie trzy warunki:

- przedmiotem oferty publicznej są papiery wartościowe nowej emisji²¹⁹;
- podmiotem dokonującym oferty publicznej jest emitent lub subemitent usługowy;
- zbywanie i zarazem nabywanie papierów wartościowych następuje na podstawie oferty publicznej²²⁰.

Mając powyższe na względzie, można stwierdzić, iż na obrót pierwotny w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej składają się zarówno czynności prawne i czynności faktyczne, będące wynikiem realizacji obowiązków wynikających z treści czynności prawnej²²¹, ale także szereg czynności składających się na proces udostępniania

²¹⁶ Inwestorzy lokują swój kapitał z założeniem określonej stopy zwrotu, a więc z zasady w potencjalnie najbardziej rentowne przedsięwzięcia. W konsekwencji alokacja kapitału następuje do tych przedsiębiorstw, gałęzi czy działów gospodarki, które mają wysoką wycenę rynkową, tj. z ustabilizowaną sytuacją finansową, dobrymi wynikami finansowymi i pozytywną opinią na rynku. Por. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 103-104.

²¹⁷ Pojęcie rynek pierwotny jest przede wszystkim pojęciem ekonomicznym, obejmującym aspekt podmiotowy, przedmiotowy i funkcjonalny, natomiast pojęcie obrotu pierwotnego, zdefiniowane w prawie rynku kapitałowego, odwołuje się głównie do czynności zmierzających do zbycia i/lub skutkujących zbywaniem papierów wartościowych. Uprawnione jest zatem stwierdzenie, że obrót pierwotny dokonuje się na rynku pierwotnym.

²¹⁸ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 ze zm.), zwana dalej ustawą o ofercie publicznej.

²¹⁹ Wydaje się, że skoro ustawodawca definiuje obrót pierwotny poprzez odwołanie się do pojęcia oferty publicznej, tj. w zasadzie proponowania nabycia papierów wartościowych, to pojęcie emisji należy rozumieć wąsko, jako wystawienie papieru wartościowego zgodnie z wymogami ustawowymi i puszczanie go w obieg. Taka konstatacja, nie zamykająca bynajmniej dyskusji w literaturze, jest istotna z uwagi na dwie koncepcje rozumienia pojęcia emisji. W znaczeniu szerokim emisją jest ogół czynności podejmowanych przez dany podmiot w celu samodzielnego wykreowania papierów wartościowych, tak np. M. Michalski, *Przepisy ogólne...*, s. 167. W wąskim znaczeniu pojęcie emisji sprowadza się właśnie do wykreowania papieru wartościowego, tzn. jego wystawienia i puszczania w obieg. Tak np. M. Romanowski, *Prawo...*, s. 143-144.

²²⁰ M. Wierzbowski, P. Wajda, (w:) *Prawo rynku...*, s. 11.

²²¹ Zob. M. Michalski, *Pojęcie publicznego...*, s. 956.

informacji o proponowanych do zbycia papierach wartościowych (art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej), jak np. przygotowanie prospektu emisyjnego czy publicznego dokumentu informacyjnego w przypadku emisji papierów wartościowych w ramach alternatywnego systemu obrotu.

Elementem składowym pojęcia obrót pierwotny jest dokonywanie oferty publicznej. Zgodnie z treścią art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych ofertą publiczną jest udostępnianie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych może być dokonywane wyłącznie w drodze oferty publicznej, przy czym może się ono odbywać niezależnie od formy i sposobu proponowania przy spełnieniu jednego z dwóch warunków: propozycja kierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata.

Niejako na marginesie można zwrócić uwagę, że na gruncie prawidłowo zaimplementowanej tzw. dyrektywy prospektowej²²² oferta publiczna jest zdarzeniem kreującym obowiązek prospektowy, a precyzyjniej rzecz ujmując, ofertą papierów wartościowych (*securities*) skierowaną do publiczności (art. 3 ust. 1 dyrektywy prospektowej)²²³. Zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. d) dyrektywy oferta publiczna stanowi akt komunikacji skierowany do osób, przedstawiający w jakiegokolwiek formie i w jakiegokolwiek sposób informacje dotyczące warunków oferty oraz papierów wartościowych (*securities*) podlegających ofercie, które są wystarczające dla podjęcia przez inwestorów decyzji o nabyciu lub subskrybowaniu tych papierów wartościowych.

W literaturze przedmiotu pojawiają się również różne stanowiska na temat charakteru prawnego oferty publicznej. W myśl jednego z nich pojęcie oferty publicznej ma niewiele wspólnego z pojęciem oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego, gdyż aby określoną czynność można było zakwalifikować jako publiczne proponowanie papierów wartościowych, czyli jako ofertę publiczną, wystarczy wskazanie możliwości ich nabycia bez określenia wszystkich istotnych postanowień umowy²²⁴.

²²² Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. U. UE L 345 z 31.12.2003, s. 64), zwana dyrektywą prospektową.

²²³ Obowiązek nie dotyczy zatem oferty prywatnej.

²²⁴ Tak np. M. Wierzbowski, (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda. Warszawa 2012, s. 7. Autor z jednej strony zwraca uwagę, iż

Z drugiej strony wskazuje się, że istnieje wyraźna zbieżność definicji oferty publicznej z definicją oferty w rozumieniu art. 66 ust. 1 k.c.²²⁵ Wydaje się jednak, że ocenę charakteru prawnego oferty publicznej powinno zdominować bardziej utylitarne podejście. Przede wszystkim ofertą publiczną w języku potocznym rynku kapitałowego jest nie tyle sam wyraz woli wywołania określonych skutków prawnych, lecz pewien kompleks czynności wynikających z ustawy, których podjęcie jest konieczne do osiągnięcia w przyszłości celu, jakim jest zbycie nowo wyemitowanych papierów wartościowych. Znaczenia nadawane określonym pojęciom w języku potocznym nie mogą być jednak ze względów oczywistych brane pod uwagę przy podejmowaniu prób kwalifikacji danego pojęcia. Oświadczenie woli uznaje się za ofertę nie na podstawie zawarcia w niej słowa „oferta”, lecz poprzez spełnienie pewnych przesłanek, w szczególności objęcie treścią oświadczenia istotnych elementów przyszłej umowy. W świetle przepisów Kodeksu cywilnego oferta publiczna może być zatem uznana za ofertę²²⁶. Należy jednocześnie pamiętać, że oferujący papiery wartościowe w ramach oferty publicznej najczęściej nie składa oferty w rozumieniu k.c., lecz oczekuje złożenia ofert od potencjalnych nabywców²²⁷.

Mając zatem na względzie treść unormowania zawartego w art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, *de lege lata* należy przyjąć, iż ustawodawca nie determinuje ofertowego charakteru oferty publicznej. Dopiero analiza konkretnych zapisów danej oferty publicznej i sposobu skierowania do potencjalnego nabywcy mogą wykazać, że jest ona ofertą w rozumieniu Kodeksu cywilnego. W praktyce jednak, z uwagi na wskazane wcześniej utrwalone na rynku kapitałowym zwyczaje, oferta publiczna rzadko miewa charakter oferty w rozumieniu art. 66 ust. 1 k.c.

w szczególności brak oznaczenia ceny czy innych istotnych postanowień umowy nie oznacza, że danej czynności nie można zakwalifikować jako oferty publicznej, z drugiej zaś dodaje, że konstrukcja oferty publicznej ma swoje źródło w utrwalonych zwyczajach rynku kapitałowego i tym samym nie można jej wiązać z pojęciem oferty w rozumieniu k.c.

²²⁵ Tak np. A. Chłopecki, (w:) *System Prawa Prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006 r., s. 821-822. Autor, nie przesądzając jednoznacznie charakteru oferty publicznej zwraca uwagę na to, iż ustawodawca, używając zwrotu „informacje o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych”, niejako sugeruje konieczność wskazania w ofercie publicznej wszystkich istotnych postanowień przyszłej umowy.

²²⁶ Najczęściej, jeśli w ogóle, jako oferta *ad incertam personam*. Por. A. Chłopecki, (w:) *System Prawa...*, t. 19, s. 822.

²²⁷ Np. poprzez złożenie zapisu subskrypcyjnego. Por. M. Wierzbowski, (w:) *Prawo rynku...*, s. 7.

W obrębie rynku pierwotnego mieści się też proponowanie nabywania papierów wartościowych w ramach tzw. oferty prywatnej²²⁸, która jest zdecydowanie prostsza i szybsza do przeprowadzenia. Oferta prywatna podlega znacznie bardziej ograniczonym wymogom formalnym, a przede wszystkim nie jest dokonywana na zorganizowanej części rynku kapitałowego²²⁹. Można w pewnym uproszczeniu stwierdzić, że proponowanie nabycia papierów wartościowych w ramach oferty prywatnej odbywa się np. w przypadku akcji na podstawie przepisów Kodeksu spółek handlowych, a w przypadku ofert obligacji na podstawie ustawy o obligacjach. Z prawnego punktu widzenia definicja oferty prywatnej ma charakter negatywny, tzn. *a contrario* w stosunku do przepisów art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej ofertą prywatną jest oferta niespełniająca przewidzianych w tym przepisie wymogów, a zatem oferta niedokonywana przez masowego emitenta.

W literaturze ekonomicznej wskazuje się na fakt, iż uczestnictwo emitentów na tzw. rynku publicznym²³⁰ pozwala na realizację wielu celów trudno osiągalnych lub wręcz nieosiągalnych na tzw. rynku niepublicznym. Przede wszystkim dzięki ofercie publicznej emitent uzyskuje łatwiejszy dostęp do dużych kwot kapitału, co wynika głównie z faktu występowania na rynku publicznym dużej liczby inwestorów instytucjonalnych, a także z istoty funkcjonowania rynku jako takiego. Ponadto emisja papierów wartościowych w ramach oferty publicznej pozwala na osiągnięcie celów marketingowych, a także wpływa na wzrost wiarygodności, choćby w związku z obowiązkiem przekazywania do publicznej wiadomości informacji o sytuacji finansowej oraz innych zdarzeniach mogących mieć wpływ na kurs notowanych papierów wartościowych. Niezależnie od wskazanych zalet niezwykle istotną z gospodarczego punktu widzenia kwestią jest także rynkowa wycena papierów wartościowych, jaka jest dokonywana właśnie na rynku publicznym²³¹. Poprzez efektywny rynek wtórny dokonuje się wycena akcji

²²⁸ Jest to oczywiście zwrot, który funkcjonuje w praktyce rynku kapitałowego. Oferta prywatna nie ma jednak tak dużego znaczenia dla funkcjonowania całego rynku kapitałowego, w tym zarówno dla rynków regulowanych, jak i dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu.

²²⁹ Tym samym, jak się wydaje, nie ma większego znaczenia dla jego funkcjonowania.

²³⁰ W języku profesjonalnych uczestników rynku finansowego często występuje pojęcie „ryнку publicznego” i „ryнку niepublicznego”, które nie są definiowane w języku prawnym, lecz są o tyle istotne, że na przykład kreacja instrumentów finansowych, jaka następuje poprzez ofertę publiczną, inicjuje obrót tymi instrumentami, a w konsekwencji uruchamia mechanizmy rynkowe („rynek publiczny”). Posługiwanie się w praktyce pojęciem rynek publiczny, potocznie błędnie kojarzonym wyłącznie z rynkiem giełdowym, można dodatkowo uznać za uzasadnione, gdyż z uwagi na różnice pomiędzy ofertą publiczną i prywatną, w tym w zakresie regulacji prawnej, można – wydaje się – mówić o rynku publicznym jako rynku podlegającym specyficznym, bardziej rygorystycznym regułom.

²³¹ W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 106.

spółek publicznych w sposób odmienny niż na rynku niepublicznym, na którym w związku ze znacznie mniejszym stopniem sformalizowania czynności podejmowanych przez uczestników może często dochodzić do przewartościowania lub niedowartościowania papierów wartościowych, wynikających np. z posiadania przez inwestorów niedostatecznych informacji.

Nie ma też wątpliwości, że z ekonomicznego punktu widzenia wprowadzanie do obrotu papierów wartościowych w ramach oferty publicznej wykazuje pewne mankamenty, zwłaszcza z punktu widzenia emitentów. Przede wszystkim wymogi dotyczące obowiązków informacyjnych, niesłuchanie istotne dla zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, powodują, że warunki realizowania różnego rodzaju przedsięwzięć stają się znane nie tylko inwestorom, ale także podmiotom konkurującym na danym rodzaju rynku. Informacje te zatem mogą być często wykorzystywane niezgodnie z celem, w jakim są upubliczniane. Ponadto funkcjonowanie na rynku publicznym, co do zasady, niesie ze sobą wyższe koszty niż oferowanie papierów wartościowych na rynku niepublicznym. Wynika to m.in. z wyższych kosztów przygotowania emisji czy też kosztów związanych z dodatkowymi obowiązkami funkcjonowania na rynku regulowanym czy nieregulowanym²³². Należy jednak zwrócić uwagę, iż te obowiązki związane z funkcjonowaniem emitentów na rynku kapitałowym są zróżnicowane również w ramach samego rynku publicznego. Alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi stwarzają bowiem mniej ograniczeń dla emitentów, a tym samym pozwalają na mniejsze koszty funkcjonowania niż na rynku giełdowym.

Wskazane zalety i pewnego rodzaju wady rynku publicznego mają istotne znaczenie dla rozwoju całego rynku kapitałowego²³³, tj. zarówno rynku pierwotnego, jak i rynku wtórnego, z którym rynek pierwotny w oczywisty sposób jest funkcjonalnie powiązany. Mając na względzie, iż „publiczny rynek pierwotny” funkcjonuje w oparciu o szczególne wymogi i w szczególnym trybie, należy zwrócić uwagę, że regulacje prawne, które są w zupełności wystarczające do zapewnienia ochrony obrotu i jego uczestników w przypadku transakcji niepublicznych, są niewystarczające do zapewnienia efektywności i bezpieczeństwa obrotu przy transakcjach o charakterze masowym²³⁴. Trzeba pamiętać, że uczestnikami takiego obrotu są często podmioty niedysponujące fachową wiedzą, co zmusza niejako do zapewnienia daleko idącej ochrony. Tym samym niezbędne są dodatkowe regulacje nakładające na uczestników rynku kapitałowego

²³² *Ibidem.*

²³³ Także dla rozwoju i funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi.

²³⁴ Por. S. Thiel, *Rynek kapitałowy...*, s. 10.

(w tym rynku pierwotnego) obowiązek sformalizowanego prowadzenia czynności związanych z obrotem.

Istotną rolę na rynku pierwotnym odgrywa też pierwsza oferta publiczna, którą stosownie do treści art. 4 pkt 5 ustawy o ofercie publicznej stanowi dokonywana po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych²³⁵. A zatem pierwsza oferta akcji skierowana przez spółkę publiczną na zasadach określonych w art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej jest w znaczeniu prawnym pierwszą ofertą publiczną (*initial public offering*, IPO)²³⁶. Pierwsza oferta publiczna obejmuje zarówno pierwszą emisję publiczną (tzw. pierwszą subskrypcję), jak i pierwszą sprzedaż akcji. Między pierwszą ofertą publiczną a ofertą sprzedaży występują jednak pewne istotne różnice. W przypadku pierwszej oferty publicznej spółka oferuje akcje po cenie emisyjnej inwestorom po raz pierwszy przez segment rynku publicznego. W konsekwencji następuje zwiększenie kapitału własnego spółki²³⁷. Pierwsza oferta publiczna to pierwszy etap tzw. wejścia spółki na giełdę, ale także do alternatywnego systemu obrotu. Nie musi być jednak związana z „debiutem” giełdowym lub w alternatywnym systemie spółki, a emitent może mieć na celu jedynie pozyskanie kapitału na realizację konkretnego przedsięwzięcia²³⁸.

3. Rynek wtórny

3.1. Zorganizowany rynek obrotu

Obrót instrumentami na rynku kapitałowym może przybierać postać obrotu zorganizowanego lub niezorganizowanego. Stosownie do treści art. 3 pkt 9 ustawy o OIF obrotem zorganizowanym jest obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku

²³⁵ W praktyce pierwsza oferta publiczna jest wykorzystywana do realizacji prywatyzacji kapitałowej przedsiębiorstw państwowych. Tak M. Dyl, (w:) *System Prawa Prywatnego*, tom 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 765. Nie do końca można się jednak zgodzić z autorem, iż jest to główny cel pierwszej oferty publicznej. Przede wszystkim pierwsza oferta publiczna jest pierwszą ofertą publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych, a tym samym każde pierwsze oferowanie publiczne papieru wartościowego ma charakter pierwszej oferty, bez względu na to, czy emitentem jest dotychczasowe przedsiębiorstwo państwowe, czy też podmiot o zupełnie innej strukturze właścicielskiej.

²³⁶ IPO odgrywa istotną rolę, gdyż to dzięki pierwszej ofercie rozpoczyna się „byt” instrumentu finansowego na rynku kapitałowym. K. Mamcarz, *Inwestorski marketing-mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*, Warszawa 2012, s. 103 i nast.

²³⁷ K. Mamcarz, *Rozwodnienie majątku akcjonariuszy podczas pierwszych ofert publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 59, s. 561.

²³⁸ *Ibidem*.

regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu. Tym samym pojęcie obrotu zorganizowanego zostało zdefiniowane w ustawie zakresowo, poprzez wskazanie dwóch części składowych rynku kapitałowego. *A contrario* zatem obrót, który nie spełnia kryteriów ustawowych zakwalifikowania do obrotu zorganizowanego, ma charakter obrotu, który można określić jako niezorganizowany w rozumieniu ustawy o OIF²³⁹. Obrót zorganizowany stanowi niewątpliwie esencjonalny element rynku kapitałowego, ale i też wyzwanie dla ustawodawcy, który z uwagi na poważniejsze skutki ewentualnych negatywnych zjawisk²⁴⁰ zmuszony jest do podejmowania stosownych działań legislacyjnych.

Dyrektywa 2004/39/WE określa rynki regulowane i alternatywny system obrotu jako charakteryzujące się tą samą funkcją organizowania obrotu. Zgodnie z pkt 6 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE krajowi prawodawcy zobligowani są do wprowadzania i dostosowywania definicji rynku regulowanego i alternatywnych systemów obrotu (MTF), tak aby odzwierciedlały one fakt, iż charakteryzują się one tą samą funkcją zorganizowania obrotu. Stosownie do treści powołanego przepisu z definicji należy wyłączyć systemy dwustronne, jeżeli przedsiębiorstwo inwestycyjne wchodzi w transakcje na własny rachunek, a nie jako wolny od ryzyka kontrahent pośredniczący między kupującym a sprzedającym²⁴¹.

Ponadto powołany pkt 6 preambuły wskazuje na wiele istotnych różnic pomiędzy zorganizowanym i niezorganizowanym obrotem instrumentami finansowymi, które z kolei mają istotne znaczenie w procesie tworzenia nie tylko norm prawnych, ale także pozaprawnych norm regulujących zorganizowany obrót. Rozróżnienie zorganizowanego i niezorganizowanego obrotu ma też znaczenie dla funkcjonowania rynku regulowanego i alternatywnych systemów obrotu. Przede wszystkim rynki regulowane i wielostronne platformy obrotu (MTF) nie są zobowiązane do prowadzenia „technicznego” kojarzenia zleceń. Ponadto, co znacznie ważniejsze, rynek utworzony wyłącznie w oparciu o zestaw reguł rządzących aspektami dotyczącymi członkostwa, wprowadzania instrumentów do obrotu, obrotu między członkami, sprawozdawczości oraz, w miarę potrzeb, przejrzystości transakcji to, w rozumieniu dyrektywy 2004/39/WE, rynek regulowany lub MTF, a transakcje zawierane na podstawie tych zasad muszą być uznawane

²³⁹ Nazywany w literaturze również prywatnym. K. Gorzelak, (w:) K. Gorzelak, A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe...*, s. 89.

²⁴⁰ W porównaniu z obrotem niezorganizowanym.

²⁴¹ Należy zwrócić uwagę, iż określenie „system” w rozumieniu dyrektywy 2004/39/WE obejmuje wszystkie rynki utworzone w oparciu o zestaw reguł i platformy obrotu, jak i te, które funkcjonują wyłącznie w oparciu o zestaw reguł.

za zawarte w oparciu o systemy rynku regulowanego lub MTF²⁴². Taka regulacja pozwala bezspornie na stwierdzenie, iż wspólną cechą rynków regulowanych i alternatywnego systemu obrotu²⁴³ jest zapewnienie koncentracji podaży i popytu na instrumenty finansowe²⁴⁴, choć niezależnie od cech wspólnych różni je ilość wymogów prawnych²⁴⁵.

Na podobne cechy wspólne rynku regulowanego i alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi wskazuje też ustawa o OIF. Stosownie do treści art. 3 pkt 9 ustawy o OIF obrotem zorganizowanym jest obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu. Cechami definiującymi rynek regulowany są: działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabywania i zbywania instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów (art. 14 ust. 1 ustawy o OIF). Natomiast definiując alternatywny system obrotu, ustawodawca wskazał, iż jest nim organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, 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. W konsekwencji zatem niezorganizowanym obrotem będzie obrót niespełniający

²⁴² Dyrektywa wprowadza też w odniesieniu do zorganizowanego obrotu inne bardziej szczegółowe wymogi, podkreślające również różnice między zorganizowanym i niezorganizowanym obrotem. Należy tu wskazać na wymóg, aby transakcje ujmować w systemie za pomocą pozbawionych uprawnień uznaniowych reguł ustalonych przez operatora systemu i aby gromadzenie oparte było na zasadach systemu lub za pomocą protokołów systemu albo wewnętrznych procedur wykonawczych (w tym procedur włączonych do oprogramowania komputerowego). Określenie „reguły pozbawione uprawnień uznaniowych” oznacza, że reguły te nie pozostawiają przedsiębiorstwu inwestycyjnemu prowadzącemu MTF możliwości indywidualnego uznawania sposobu wzajemnych powiązań między transakcjami. Transakcje powinny być gromadzone w sposób skutkujący podpisaniem kontraktu, co oznacza, że realizacja zlecenia następuje na podstawie reguł systemu lub za pomocą protokołów systemu albo wewnętrznych procedur wykonawczych. Żadnego ze wskazanych wymogów nie można przypisać obrotowi, który ma niezorganizowany charakter.

²⁴³ Cechą odróżniającą zarazem obrót zorganizowany od niezorganizowanego. K. Gorzelak, (w:) K. Gorzelak, A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe...*, s. 89.

²⁴⁴ M. Pachucki, *Alternatywny System Obrotu – nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi*, PPH 2008, nr 1, s. 18.

²⁴⁵ K. Gorzelak, (w:) K. Gorzelak, A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe...*, s. 89; M. Dyl, (w:) *System Prawa Prywatnego*, tom 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 766.

kryteriów zaliczenia go ani do rynku regulowanego, ani do alternatywnego systemu obrotu, odbywający się poza platformami obrotu zorganizowanego²⁴⁶.

Obrót instrumentami finansowymi, który nie spełnia kryteriów obrotu zorganizowanego, ma charakter obrotu niezorganizowanego. Tym samym ustawodawca, nie definiując wprawdzie tego pojęcia, pośrednio wskazał na możliwość łatwego poszukiwania treści pojęcia obrót niezorganizowany poprzez odwołanie się do wniosku *a contrario*²⁴⁷. Pod pojęciem obrotu niezorganizowanego należy zatem rozumieć obrót instrumentami finansowymi, mogący przybierać charakter masowy, który nie odbywa się na zorganizowanych platformach obrotu, tj. na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu²⁴⁸.

Pojęciem zbliżonym do pojęcia obrotu niezorganizowanego jest pojęcie rynku niepublicznego obejmującego transakcje, w których ramach wzajemne relacje oparte są na indywidualnych kontaktach emitenta z potencjalnymi inwestorami²⁴⁹. Udostępnianie informacji na temat oferowanych instrumentów finansowych przyjmuje zwykle uproszczoną formę i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 §1 k.c. Zbycie instrumentów

²⁴⁶ Transakcje dokonywane na niezorganizowanym, prywatnym rynku bywają w literaturze określane mianem transakcji rynku powszechnego niepublicznego. A. Chłopecki, L. Sobolewski, (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, red. L. Sobolewski, Warszawa 1999, s. 17.

²⁴⁷ Pojęcia obrotu niezorganizowanego nie należy utożsamiać z pojęciem rynku niepublicznego, gdyż obrót niezorganizowany może mieć również charakter obrotu publicznego. Pojęcie rynek niepubliczny pojawiło się w literaturze pod reżimem ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (t.j. Dz. U. z 2002 r., Nr 49, poz. 447, ze zm.); A. Chłopecki, L. Sobolewski, (w:) *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 17. Wówczas można było uznać je za uzasadnione, ponieważ ustawodawca posługiwał się pojęciem publiczny obrót papierami wartościowymi. Tym samym nie było nadużyciem używanie pojęcia rynek niepublicznego w odniesieniu do obrotu papierami wartościowymi niepodlegającego ustawie.

²⁴⁸ Por. K. Gorzelak, (w:) K. Gorzelak, A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe...*, s. 90. Autor proponuje dla obrotu niespełniającego kryteriów obrotu zorganizowanego pojęcie obrotu prywatnego. Należy zwrócić uwagę, iż tego typu określenia stanowią jedynie pewne uproszczenie. Autor pośrednio zresztą zwraca na to uwagę, proponując używanie zwrotu obrót prywatny jedynie na potrzeby opracowania. Wydaje się, że warta jest rozważenia propozycja, aby w literaturze prawniczej ograniczyć się do klarownego terminologicznie i uzasadnionego *de lege lata* podziału na obrót zorganizowany i niezorganizowany. Ten drugi może przecież przybierać charakter obrotu publicznego, zwłaszcza gdy jest masowy. Pojęcie obrót prywatny wprowadza tylko niepotrzebne zamieszanie. Dodatkowo, mając na względzie istotę współczesnych rynków kapitałowych, ważniejsze jest położenie akcentu na fakt zorganizowania obrotu, tj. podlegania zestandaryzowanym regułom.

²⁴⁹ Przy czym wyraźnego podkreślenia wymaga, iż w odróżnieniu od pojęć obrót zorganizowany i obrót niezorganizowany pojęcia rynek publiczny i rynek niepubliczny mają *stricte* ekonomiczny charakter i posługiwanie się nimi w tym kontekście nie powinno budzić wątpliwości. Pojęcia rynek publiczny i niepubliczny używa m.in. S. Thiel, *Rynek kapitałowy...*, s. 9.

finansowych poprzedzone jest negocjacjami, a fakt dokonania transakcji nie musi podlegać upublicznieniu²⁵⁰. Z uwagi na fakt, że na rynku niepublicznym dochodzi do proponowania nabywania instrumentów finansowych ograniczonej liczbie podmiotów, liczba inwestorów jest konsekwentnie również ograniczona²⁵¹. Transakcje na rynku niepublicznym nie generują po stronie emitenta istotnych kosztów, a w każdym razie koszty wprowadzenia do obrotu instrumentów finansowych są nieporównanie niższe niż na rynku publicznym.

Uproszczony tryb, w którym dokonują się transakcje na rynku niepublicznym, a także ryzyko, które dotyka ograniczonej liczby podmiotów, powodują, że nie jest to rynek objęty szczególnie „głęboką” regulacją prawną. Ujmując rzecz na najwyższym poziomie ogólności²⁵², można stwierdzić, iż obrót niezorganizowany, jaki dokonuje się na rynku niepublicznym, podlega regulacjom Kodeksu cywilnego, Kodeksu spółek handlowych i ustawie o obligacjach. Konsekwentnie też ustawodawca słusznie nie widzi potrzeby obejmowania rynku niepublicznego wyspecjalizowanym, zinstytucjonalizowanym nadzorem²⁵³.

3.1.1. Giełda papierów wartościowych

Rynek giełdowy stanowi najbardziej zinstytucjonalizowaną formę wtórnego rynku instrumentów finansowych²⁵⁴. Zgodnie z art. 3 pkt 10 ustawy o OIF przez pojęcie giełdy należy rozumieć giełdę papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych²⁵⁵. Oczywiście w warunkach polskiego rynku kapitałowego używany przez

²⁵⁰ I w praktyce w zasadzie nigdy nie podlega.

²⁵¹ Propozycja nabycia instrumentu finansowego jest zresztą zazwyczaj adresowana do indywidualnie oznaczonego inwestora.

²⁵² A zatem w tym przypadku narażając się świadomie na zarzut braku precyzji.

²⁵³ Nadzór ten ma jednak charakter pośredni, gdyż podlega mu wiele uczestników tego rynku, tj. instytucje finansowe będące stronami transakcji lub instytucje finansowe będące pośrednikami. Zob. S. Thiel, *Rynek kapitałowy...*, s. 10.

²⁵⁴ W rzeczywistości giełda, na co wskazuje się również w literaturze, stanowi odzwierciedlenie kondycji gospodarki. Zapewnia ona wolny obrót kapitałami pieniężnymi oraz stanowi miejsce finansowania nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Zob. np. E. Gruszczyńska-Broźbar, *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Poznań 2007, s. 50-51.

²⁵⁵ Semantycznie giełda to forma zorganizowanego rynku, natomiast giełda papierów wartościowych to zorganizowany rynek, na którym dokonuje się wyceny kapitałowej przedsiębiorstw, których akcje zostały dopuszczone do obrotu na tym rynku. *Uniwersalny słownik języka polskiego*, red. S. Dubisz, tom 1, Warszawa 2003, s. 1004. W literaturze ekonomicznej pojęcie giełdy nie jest definiowane jednoznacznie. Zob. szerzej. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 139. Niewątpliwie jednak za mało ryzykowne należy uznać stwierdzenie, iż z ekonomicznego punktu widzenia giełda to regularne, odbywające się w określonym miejscu i czasie, podporządkowane określonym normom i zasadom spotkania osób pragnących zawrzeć umowę sprzedaży oraz podmiotów

ustawodawcę zwrot giełda należy w zasadzie utożsamiać z rynkiem giełdowym zorganizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.²⁵⁶ Giełda papierów wartościowych w rozwiniętych gospodarkach rynkowych stanowi zupełnie fundamentalny element rynku kapitałowego. Jest nieodłączną częścią rynku wtórnego, pełniąc jego podstawowe funkcje, jak np. mobilizacja kapitału, transformacja czy wycena.

Do podstawowych cech giełd papierów wartościowych z ekonomicznego punktu widzenia należy zaliczyć:

- instytucjonalną formę obrotu instrumentami finansowymi, tym samym oparcie obrotu na określonych unormowaniach prawnych i zasadach wynikających zarówno z tych unormowań, jak i reguł wynikających ze zwyczajów rynkowych;
- stałe miejsce i stały czas zawierania transakcji;
- jednorodność przedmiotu transakcji, którym są w zasadzie określone uprawnienia²⁵⁷.

Na świecie występują dwa sposoby organizacji giełdy papierów wartościowych. W Stanach Zjednoczonych czy też w Wielkiej Brytanii giełda powoływana jest przez podmioty zainteresowane stworzeniem rynku papierów wartościowych, które następnie nią zarządzają, tj. zwłaszcza przedsiębiorstwa prowadzące domy maklerskie. Tworzenie giełdy odbywa się oczywiście w granicach określonych przez prawo, lecz w największej mierze granice te wyznaczone są przez normy prawa prywatnego. Giełda staje się instytucją w dużym stopniu niezależną od państwa, gdyż samo funkcjonowanie obrotu giełdowego regulowane jest w największej mierze regułami ustalonymi

pośredniczących w zawieraniu transakcji, których przedmiot stanowią zamienne papiery wartościowe, przy czym obiektywne warunki cenowe transakcji ustalone są na podstawie popytu i podaży, a następnie podawane do wiadomości publicznej. Zob. A. Dorosz, M. Puławski, *Giełdy pieniężne*, (w:) *Giełdy w gospodarce światowej*, red. W. Januskiewicz, Warszawa 1991, s. 120.

²⁵⁶ GPW w Warszawie S.A. jest największą częścią polskiego rynku kapitałowego, pozwalającą na pozyskiwanie kapitału na dużą skalę, dzięki stosunkowo dużej ilości inwestorów, zachęcanych z kolei relatywnie dużą ofertą proponowanych do nabycia instrumentów finansowych. Por. m.in. A. Adamska, *Publiczny rynek pierwotny w Polsce na tle tendencji światowych*, (w:) *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, red. S. Buczek, A. Fierla, Warszawa 2008, s. 27. Trzeba zresztą przyznać, iż w państwach należących do tzw. strefy euro obrót akcjami jest skupiony właśnie na giełdach papierów wartościowych. Odmienne niż w Stanach Zjednoczonych w Europie nie wykształcił się silny rynek pozagiełdowy, porównywalny z NASDAQ. Zob. T. Kowalak, *Giełdy papierów wartościowych jako miejsce obrotu akcjami w strefie euro*, (w:) *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Warszawa 2007, s. 293. Również alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi, choć odgrywają w niektórych krajach, jak np. AIM czy nawet NewConnect istotną rolę, nie stanowią rynków porównywalnych z giełdowymi.

²⁵⁷ Por. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 140.

przez członków giełdy. Drugim sposobem organizacji giełdy jest uzależnienie jej powstania od zezwolenia organu państwowego, który następnie sprawuje nad nią nadzór, jak to ma miejsce np. w przypadku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Istotą funkcjonowania giełd w ramach tego sposobu organizacji jest wyznaczanie przez państwo ściśle określonych reguł, a ingerencja prawna w funkcjonowanie rynku giełdowego jest znacznie szersza niż w przypadku giełd tworzonych przez domy maklerskie²⁵⁸. Fakt szerokiej ingerencji prawnej nie powinien jednak oznaczać, że inne reguły, jak choćby *corporate governance* czy tzw. dobre praktyki, nie powinny mieć znaczenia dla funkcjonowania rynku giełdowego²⁵⁹. Wydaje się wręcz, że granica ingerencji w funkcjonowanie rynku giełdowego powinna opierać się na efektywnych regulacjach wewnętrznych, tj. zapewniających płynny bezpieczny obrót instrumentami finansowymi. Wymaga to intensywnej, stałej analizy, dającej ewentualnie ustawodawcy podstawę do ingerencji w te obszary, w których regulacje wewnętrzne nie pozwalają na zapewnienie płynności i bezpieczeństwa funkcjonowania rynku giełdowego.

Giełda papierów jest rynkiem formalnym, a zatem zgromadzeniem handlowym stale odbywającym się w określonym czasie i w wyznaczonym miejscu, poddanym określonym regułom postępowania. Jak każdy rynek formalny, tak i działalność giełdy papierów wartościowych poddana jest nadzorowi zarówno organizatorów rynku, jak i organów władzy państwowej. Związane jest to głównie z dążeniem do zapewnienia wysokiego stopnia bezpieczeństwa funkcjonowania rynku kapitałowego²⁶⁰. Założenia wysokiego poziomu bezpieczeństwa podmiotów instytucjonalnych funkcjonujących na rynku kapitałowym przyczyniły się do stworzenia regulacji odrębnych od ogólnych rozwiązań przyjętych w k.s.h.²⁶¹

Konstytutywną cechą każdej giełdy papierów wartościowych, rozumianej jako rynek, jest wymiennosc przedmiotów obrotu, czyli instrumentów finansowych wyrażających określone prawa podmiotowe. Transakcje giełdowe zawierane są w systemie

²⁵⁸ *Ibidem*.

²⁵⁹ Zob. np. R. Aggarwal, *Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2002, No. 15/1, s. 105-113. Przy czym znaczenie innych reguł niż wynikających z regulacji prawnej jest dużo większe w krajach, gdzie organizowanie giełd odbywa się przez podmioty zainteresowane funkcjonowaniem rynku giełdowego. Zob. np. R.E. Freeman, D.L. Reed, *Stockholders and Stakeholders: a New Perspective on Corporate Governance*. „California Management Review” 1983, No. 25/3, s. 88-106.

²⁶⁰ Zob. szerzej M. Michalski, *Obrót papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu*, (w:) M. Bączyk [et al.], *Papiery...*, s. 685. Podobnie w literaturze ekonomicznej A. Dorosz, M. Puławski, *Giełdy pieniężne*, (w:) *Giełdy...*, s. 120.

²⁶¹ A. Chłopecki, (w:) *System Prawa...*, s. 772.

składania zleceń na cudzy rachunek przez wyspecjalizowanych pośredników działających w swoim imieniu, lecz na rzecz nabywców lub zbywców instrumentów finansowych²⁶².

Ustawodawca wprowadza też istotne ograniczenie dotyczące formy prawnej, w jakiej może funkcjonować podmiot prowadzący giełdę. Wyłączną formą prawną giełdy, stosownie do treści art. 21 ust. 1 ustawy o OIF, jest spółka akcyjna. Nie może ona więc być prowadzona przez osobę prawną w innej formie i nie jest możliwe przekształcenie giełdy w inną formę prawną spółki. Zasadniczym przedmiotem działalności spółki prowadzącej giełdę może być wyłącznie prowadzenie giełdy, organizowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi lub prowadzenie innej działalności w zakresie organizowania obrotu instrumentami finansowymi oraz działalności związanej z tym obrotem (art. 21 ust. 2 ustawy o OIF)²⁶³.

Podstawą działalności spółki akcyjnej prowadzącej giełdę papierów wartościowych są przepisy k.s.h., z tym że istotną rolę nie tylko dla działalności samej spółki, ale również całego rynku kapitałowego stanowią unormowania zawarte w treści ustawy o OIF, które mają charakter *lex specialis* w stosunku do k.s.h.²⁶⁴ Specyfika regulacji prawnych podmiotów organizujących rynek giełdowy, zwłaszcza w tych krajach, w których system finansowy ukształtowany jest według modelu kontynentalnego, powinna uwzględniać nie tylko szczególnie publicznoprawny status giełdy papierów wartościowych, ale także jej kształtujący wpływ na cały rynek kapitałowy. Stąd też ingerencja prawna powinna odbywać się zarówno w sferze prawa prywatnego, jak i w sferze prawa publicznego. Regulacja prawna powinna uwzględniać podstawowe mechanizmy rynku kapitałowego. Jej przedmiotem zaś oraz swoistą troską ustawodawcy powinno być zapewnienie bezpieczeństwa obrotu, będącego fundamentalnym warunkiem funkcjonowania rynku kapitałowego. Regulacja prawna zawarta w ustawie o OIF wydaje się w dużej mierze odpowiadać tym właśnie wymogom. Zwłaszcza przepisy prawne zawarte w art. 14-32 stanowią prawidłowe uzupełnienie rozwiązań przyjętych w obrębie prawa prywatnego, szczególnie k.s.h., nakładając na spółkę akcyjną będącą giełdą dodatkowe obowiązki w zakresie prawidłowego organizowania rynku regulowanego.

²⁶² Por. M. Romanowski, *Prawo...*, s. 503-504.

²⁶³ Spółka prowadząca giełdę może także prowadzić działalność w zakresie edukacji, promocji i informacji związanej z funkcjonowaniem rynku kapitałowego (art. 21 ust. 3 ustawy o OIF), a także, po uprzednim zawiadomieniu Komisji Nadzoru Finansowego, może organizować obrót towarami giełdowymi (art. 21 ust. 3a ustawy o OIF) w rozumieniu ustawy z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (t.j. Dz. U. z 2010 r. Nr 48, poz. 284 ze zm.).

²⁶⁴ Por. M. Wierzbowski, P. Wajda, (w:) *Prawo rynku...*, s. 666.

Prowadzenie giełdy wymaga zezwolenia, które wydaje minister właściwy do spraw instytucji finansowych na wniosek zainteresowanego, zaopiniowany przez KNF. Wydanie zezwolenia przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych połączone jest z jednoczesnym zatwierdzeniem statutu spółki i regulaminu giełdy, w tym regulaminu alternatywnego obrotu instrumentami finansowymi, jeżeli podmiot prowadzący giełdę zamierza taki system organizować (art. 25 ust. 3 ustawy o OIF). Dla prawidłowego funkcjonowania rynku regulowanego istotne jest też to, że wszelkie zmiany w statucie lub w regulaminie giełdy wymagają zgody KNF, dla której podstawą odmowy może być fakt, iż proponowane zmiany są sprzeczne z przepisami prawa lub mogłyby naruszyć bezpieczeństwo obrotu. Tym samym organ nadzoru weryfikuje akty wewnętrzne, mające jednak znaczenie dla funkcjonowania rynku, nie tylko pod względem legalności. Takie rozwiązanie należy uznać za słuszne, gdyż bezpieczeństwo rynku kapitałowego jest wartością samą w sobie²⁶⁵.

Podstawą dla określenia sposobu funkcjonowania giełdy jako miejsca dokonywania obrotu instrumentami finansowymi jest regulamin giełdy. Zakres takiego regulaminu nie został w pełni ograniczony, na co wyraźnie wskazuje treść art. 28 ust. 2 ustawy o OIF. Tym samym ustawodawca pozostawił możliwość w miarę swobodnego kształtowania jego postanowień, chociaż regulacja ustawowa zakłada pewne określone wymogi minimalne. *Ratio legis* takiego rozwiązania wydaje się nie tylko wola, ale zwłaszcza konieczność pozostawienia podmiotowi wyspecjalizowanemu możliwości oddziaływania na rynek. Wśród najważniejszych płaszczyzn regulacji zawartych w Regulaminie GPW²⁶⁶, biorąc pod uwagę istotę rynku regulowanego, należy wskazać:

- kryteria i warunki dopuszczania papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych do obrotu na giełdzie;
- sposób i tryb rozstrzygania sporów dotyczących przebiegu transakcji giełdowych;
- rodzaje transakcji zawieranych na giełdzie;
- porządek obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi na giełdzie;
- warunki i tryb notowania, zawieszania i zaprzestania notowania papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych na giełdzie.

²⁶⁵ Ponadto pozwala to niejako monitorować działalność regulacyjną organizatora rynku.

²⁶⁶ Regulamin Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., przyjęty uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy ze zm.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. prowadzi handel na następujących rynkach:

- Główny Rynek GPW, który jest rynkiem regulowanym, podlegającym w pełni nadzorowi KNF. Przedmiotem obrotu na Rynku Głównym mogą być akcje, obligacje, prawa poboru, PDA, certyfikaty inwestycyjne, produkty strukturyzowane oraz takie instrumenty pochodne jak np. kontrakty terminowe, opcje i jednostki indeksowe;
- NewConnect, będący zorganizowanym rynkiem, prowadzonym przez GPW jako alternatywny system obrotu instrumentami finansowymi. Przedmiotem obrotu na NewConnect mogą być akcje, PDA, prawa poboru akcji, obligacje, kwity depozytowe i inne udziałowe papiery wartościowe;
- Catalyst, będący rynkiem instrumentów dłużnych, tj. obligacji komunalnych, korporacyjnych i listów zastawnych. Rynek Catalyst tworzą dwie platformy obrotu instrumentami finansowymi w formule rynku regulowanego i dwie w formule alternatywnego systemu obrotu, przeznaczone odpowiednio dla inwestorów detalicznych i hurtowych;
- Poee Rynek Energii GPW, działający w obszarze rynku towarowego. Przedmiotem obrotu jest na tym rynku energia elektryczna i kontrakty terminowe na energię²⁶⁷.

3.1.2. Pozagiełdowy rynek wtórny

Drugim obok rynku giełdowego segmentem rynku regulowanego jest rynek pozagiełdowy i tak też unormował funkcjonowanie rynku regulowanego polski ustawodawca. Stosownie do treści art. 15 ust. 1 ustawy o OIF rynek regulowany na terytorium RP obejmuje rynek giełdowy i pozagiełdowy. Przyjęte przez ustawodawcę rozwiązania prawne zmierzają do stworzenia symetrycznych wymogów dla podmiotów prowadzących giełdę i rynek pozagiełdowy. W związku z tym regulacja prawna wprowadza dla nich tożsame rozwiązania odnoszące się do postrzegania ich w obrocie gospodarczym, poprzez ustalenie jednolitych wymogów co do ich formy prawnej i, co do zasady, wyłącznego, charakterystycznego dla każdego z tych podmiotów przedmiotu działalności²⁶⁸.

²⁶⁷ M. Wierzbowski, P. Wajda, (w:) *Prawo rynku...*, s. 667-668.

²⁶⁸ Por. A. Chłopecki, (w:) *System Prawa...*, s. 775.

Wyłączną formą prawną podmiotu, który może prowadzić rynek pozagiełdowy, jest spółka akcyjna (art. 33 ust. 1 ustawy o OIF)²⁶⁹, natomiast przedmiotem działalności spółki prowadzącej rynek pozagiełdowy może być wyłącznie organizowanie rynku pozagiełdowego, organizowanie alternatywnego systemu obrotu lub prowadzenie innej działalności w zakresie organizowania obrotu instrumentami finansowymi oraz działalności związanej z tym obrotem (art. 33 ust. 2 ustawy o OIF)²⁷⁰. Ograniczenie przedmiotu prowadzonej działalności jest absolutnie prawidłowym rozwiązaniem, gdyż eliminuje ryzyko podejmowania działań niezwiązanych z głównym przedmiotem działalności, co niewątpliwie wpływa na zwiększenie bezpieczeństwa obrotu instrumentami finansowymi. Konieczność koncentracji na podstawowym przedmiocie działalności oznacza też koncentrację ryzyka, co abstrahując od organizowania segmentów rynku regulowanego, można by z kolei uznać za pewien mankament. Gdy jednak spojrzeć przez pryzmat istoty rynku kapitałowego, którego prawidłowe funkcjonowanie jest jednym z warunków stabilności całego systemu finansowego, to z łatwością można dojść do wniosku, że lepszym rozwiązaniem jest umożliwienie organizowania rynków regulowanych, w tym rynku pozagiełdowego, wyłącznie podmiotom o ściśle wyznaczonych przez prawo granicach w zakresie przedmiotu działalności niż możliwość zdywersyfikowania ryzyka, która ze swej istoty musiałaby wpłynąć na ograniczenie wyspecjalizowania spółki prowadzącej rynek pozagiełdowy. To ostatnie rozwiązanie wpływałoby też, siłą rzeczy, na bezpieczeństwo obrotu pozagiełdowego.

Spółka akcyjna prowadząca rynek pozagiełdowy należy do podmiotów zapewniających instytucjonalizację rynku instrumentów finansowych. Wykonuje ona funkcje i zadania związane z określaniem zasad obrotu na rynku pozagiełdowym oraz dopuszczeniem instrumentów finansowych do obrotu na organizowanym przez siebie rynku²⁷¹.

²⁶⁹ Tak jak w przypadku spółki prowadzącej giełdę (art. 21 ust. 1 ustawy o OIF). Podobnie nie jest możliwe przekształcenie spółki akcyjnej prowadzącej rynek pozagiełdowy w inną formę. Spółka prowadząca rynek pozagiełdowy nie posiada jednak obowiązków związanych z wyłącznością określonego elementu firmy w obrocie. Przesądza to o mniejszym poziomie zabezpieczenia inwestorów przed działaniem podmiotów niepoddanych rygorom ustawy o OIF, próbujących funkcjonować na zasadach zbliżonych do przewidzianych w tej ustawie jako spółka prowadząca rynek pozagiełdowy. Wydaje się, że jest nie jest słuszne takie rozwiązanie, a wręcz można uznać, iż ustawodawca błędnie pominął regulację w tym zakresie. W dodatku regulację istotną z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu na rynku pozagiełdowym.

²⁷⁰ Podobnie jak w przypadku spółki prowadzącej giełdę spółka prowadząca rynek pozagiełdowy może dodatkowo prowadzić działalność w zakresie edukacji, promocji i informacji związanej z funkcjonowaniem rynku kapitałowego (art. 33 ust. 3 ustawy o OIF), a także, po uprzednim zawiadomieniu Komisji, może organizować obrót towarami giełdowymi w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych (art. 33 ust. 3a ustawy o OIF).

²⁷¹ Por. K. Glibowski, (w:) *Prawo rynku...*, s. 861.

Działalność spółki akcyjnej prowadzącej rynek pozagiełdowy, podobnie zresztą jak spółki prowadzącej giełdę, obejmuje element władztwa²⁷². Możliwość władczego oddziaływania w pewnym zakresie jest konsekwencją nałożenia na spółkę²⁷³ trzech podstawowych obowiązków (art. 18 ust. 1 ustawy o OIF):

- zapewnienie koncentracji podaży i popytu na instrumenty finansowe, będące przedmiotem obrotu na danym rynku, w celu kształtowania ich powszechnego kursu;
- zapewnienie bezpiecznego i sprawnego przebiegu transakcji;
- upowszechnianie jednolitych informacji o kursach i obrotach instrumentami finansowymi, które są przedmiotem obrotu na danym rynku organizowanym przez tę spółkę.

Osiągnięcie celów wyznaczonych przez ustawę możliwe jest oczywiście wyłącznie w przypadku takiej regulacji prawnej, która pozwoli podmiotom organizującym jakikolwiek segment rynku kapitałowego oddziaływać władczo na uczestników tego rynku, oczywiście wyłącznie w zakresie organizacji i funkcjonowania rynku. Stąd też najistotniejszą chyba kwestią w odniesieniu do granic regulacji prawnej w omawianym obszarze jest zrozumienie mechanizmów rynkowych i przyjęcie założenia, iż niemożliwe²⁷⁴ jest ich zbyt szczegółowe normowanie na poziomie regulacji ustawowych, choćby z uwagi na dynamikę procesów zachodzących na rynku kapitałowym. Stąd też znacznie łatwiej osiągnąć cel legislacyjny poprzez działalność regulacyjną nietypowego podmiotu administrującego, jakim w przypadku rynku pozagiełdowego jest spółka akcyjna prowadząca ten rynek. Takie ukształtowanie oddziaływania ustawowego na

²⁷² Spółki prowadzące giełdę i rynek pozagiełdowy, ale w istocie również alternatywny system obrotu instrumentami finansowymi, zaliczane są do nietypowych podmiotów administrujących. Zob. np. *Prawo administracyjne*, red. M. Wierzbowski, Warszawa 2011, s. 127. Podmiotem administrującym może być wyodrębniona w systemie administracji jednostka organizacyjna, niezależnie od tego, czy jest ona podmiotem publicznym czy podmiotem niepublicznym (społecznym, prywatnym, przedsiębiorcą, osobą fizyczną), wykonująca zadania tej administracji. Podmioty administrujące w sensie szerokim to podmioty, którym ustawodawca zlecił na zasadzie decentralizacji lub dekoncentracji wykonywanie zadań i kompetencji z zakresu administracji publicznej. Ich cechą charakterystyczną stanowi usytuowanie poza aparatem państwowym oraz zasadniczy brak pierwotnych kompetencji do stosowania władztwa administracyjnego. Mając to na względzie, przyjmuje się, że nietypowe podmioty administrujące, to podmioty o złożonej charakterystyce, czasem korporacyjne, tradycyjnie niekojarzone bezpośrednio z wykonywaniem administracji publicznej i mogące uczestniczyć w obrocie prawnym bez wykonywania zadań administracji publicznej (spółki prawa publicznego, stowarzyszenia, organizacje społeczne i związki wyznaniowe). Zob. np. M. Stefaniuk, *Działanie administracji publicznej w ujęciu nauk administracyjnych*, Lublin 2009, s. 139 i nast.

²⁷³ Tj. zarówno na spółkę prowadzącą giełdę, jak i rynek pozagiełdowy.

²⁷⁴ A w każdym razie niewskazane.

funkcjonowanie rynku regulowanego jest zresztą zgodne z wymogami sformułowanymi w dyrektywie 2004/39/WE. Stosownie do treści art. 36 ust. 3 tej państwa członkowskie zapewniają, że podmiot prowadzący rynek regulowany odpowiada za zapewnienie, że zarządzany przez niego rynek wypełnia wszystkie wymogi ustanowione na podstawie tego tytułu III. Ponadto państwa członkowskie obowiązane są zapewnić również, że podmiot taki jest uprawniony do wykonywania prawa dotyczącego rynku regulowanego, którym zarządza.

3.2. Zasady nadzoru nad funkcjonowaniem rynku regulowanego

Niezależnie sposobu regulacji działalność spółek organizujących rynek kapitałowy, w tym organizujących rynek regulowany, jak i nieregulowany, powinna być poddawana zinstytucjonalizowanemu nadzorowi państwowemu. Taki wymóg wynika zresztą również z dyrektywy 2004/39/WE. Zgodnie z treścią art. 36 ust. 2 państwa członkowskie wymagają, aby podmiot rynku regulowanego wykonywał zadania odnoszące się do organizacji i funkcjonowania rynku regulowanego w oparciu o nadzór właściwych władz. Ustawodawstwa państw członkowskich muszą zapewnić rozwiązania, w ramach których zgodność funkcjonowania rynków regulowanych z przepisami dyrektywy (zwłaszcza zawartymi w tytule III) poddana będzie nieustannej weryfikacji ze strony właściwych władz. W ramach krajowych regulacji prawnych organy nadzorcze zobowiązane muszą być także do monitorowania, czy organizatorzy rynków regulowanych wypełniają warunki zezwolenia ustanowione na podstawie przepisów dyrektywy²⁷⁵. Wydaje się, że wykładnia systemowa i funkcjonalna powołanych przepisów dyrektywy 2004/39/WE powinna prowadzić do stwierdzenia, że działalność organów nadzorczych ma sprowadzać się nie tylko do zapewnienia legalności działań podmiotów organizujących rynek kapitałowy, ale także do bieżącej analizy efektywności aktualnego stanu prawnego, biorąc pod uwagę bezpieczeństwo, stabilność i płynność obrotów na rynku kapitałowym. W konsekwencji działalność nadzoru państwowego powinna obejmować również, obok tradycyjnych zadań nadzoru, monitorowanie efektywności granic ingerencji prawnej, wyznaczonych przez ustawodawcę, oraz ewentualne proponowanie rozwiązań prawnych. Skoro bowiem podmioty organizujące rynki kapitałowe mają istotny wpływ na funkcjonowanie rynku regulowanego, to niewątpliwie właśnie organy

²⁷⁵ Zmiany prawa w coraz większym stopniu uwzględniają wpływ na stabilność nie tyle poszczególnych państw, co całej Wspólnoty. Por. A. Zalcewicz, *Zmiana struktury instytucjonalnej i koncepcji nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym UE*, (w:) *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, red. A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, Warszawa 2012, s. 236-237.

nadzorcze są tymi, które z uwagi na znajomość mechanizmów rynku kapitałowego powinny monitorować potrzebę zainicjowania ewentualnych procesów legislacyjnych²⁷⁶.

Uwzględnwszy powyższe konstatacje, należy też stwierdzić, iż prawidłowo rozwinięty i zarazem bezpiecznie funkcjonujący rynek finansowy jest podstawowym warunkiem efektywności gospodarczej w ogóle. Pozwala on na ciągłą fluktuację kapitału pomiędzy podmiotami lokującymi nadwyżki finansowe a podmiotami aktywnie poszukującymi kapitału na finansowanie swej działalności. Zagrożenia wynikające z funkcjonowania rynku finansowego mają bezpośredni wpływ na funkcjonowanie całego systemu finansowego²⁷⁷, stąd konieczne jest nadzorowanie rynku finansowego oraz poszczególnych jego segmentów. Jest to zadanie skomplikowane nie tylko z uwagi na segmentację rynku finansowego, ale również z uwagi na złożoność i towarzyszący jej brak przejrzystości procesów zachodzących na tym rynku²⁷⁸.

Mechanizmy dyscyplinujące działania uczestników rynku finansowego mogą mieć naturę rynkową bądź regulacyjną²⁷⁹, przy czym każda z nich stanowić powinna uzupełnienie. W zależności od segmentu rynku finansowego, a nawet w obrębie tego samego segmentu, z uwagi na specyfikę obszaru poddawanego nadzorowi, mechanizmy rynkowe i regulacyjne powinny się uzupełniać. Uzupełnienie to powinno przebiegać w taki sposób, aby mechanizmy regulacyjne były wprowadzane albo jako sposób nadzorowania mechanizmów rynkowych, albo głębiej, gdy mechanizmy rynkowe nie wystarczają dla zapewnienia bezpieczeństwa funkcjonowania rynku finansowego. Istotne jest bowiem, aby unikać ryzyka przeregulowania, które jest spore głównie w tych obszarach rynku finansowego, w których istota wymiany pomiędzy zbywcami i nabywcami instrumentów finansowych sprowadza się do minimalizowania ograniczeń. Wszelkie zmiany w zakresie nadzoru muszą być zatem dokonywane w sposób wyważony, poprzedzony oceną potencjalnych skutków, jakie mogą wywoływać nowe unormowania²⁸⁰.

²⁷⁶ Oczywiście zawsze istnieje niedająca się wyeliminować obawa, że organy nadzorcze będą ulegały pokusie proponowania zmian ułatwiających nadzór, a nie usprawniających działanie rynku kapitałowego.

²⁷⁷ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku...*, s. 166-167.

²⁷⁸ A. Michór, *Nadzór nad rynkami finansowymi w Unii Europejskiej*, (w:) *Prawo europejskie – 5 lat doświadczeń w polskim prawie finansowym*, red. H. Litwińczuk, Warszawa 2010, s. 307.

²⁷⁹ Dyscyplinę rynkową sprawują oczywiście podmioty, które inwestują na rynku finansowym wolne środki pieniężne, natomiast dyscyplinę regulacyjną sprawują powołane do tego organy nadzoru finansowego. Zob. K. Jackowicz, *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych Unii Europejskiej*, (w:) *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanowicz-Drozdowska, Warszawa 2009, s. 258-261.

²⁸⁰ A. Michór, *Nadzór...*, s. 308.

W doktrynie wskazuje się na trzy podstawowe typy organizacji systemów nadzoru nad rynkiem finansowym. Tradycyjny system nadzoru składa się oczywiście z niezależnych od siebie instytucji nadzorujących poszczególne segmenty rynku finansowego. Inny system nadzoru, stanowiący modyfikację systemu tradycyjnego, obejmuje niezależne instytucje nadzorujące poszczególne segmenty rynku, które realizują swoje zadania w ramach skoordynowanych procedur. Ostatni, zintegrowany system polega na wykonywaniu nadzoru nad rynkiem finansowym i jego segmentami w oparciu o jedną instytucję nadzorczą²⁸¹. Obecnie w krajach Unii Europejskiej funkcjonuje zarówno nadzór sektorowy, jak i uniwersalny²⁸².

Stabilne funkcjonowanie rynku kapitałowego jako segmentu rynku finansowego wymaga właściwej regulacji, zapewniającej bezpieczną wymianę pomiędzy zbywcami i nabywcami instrumentów finansowych. Regulacja prawna, a zwłaszcza jej zakres na rynku kapitałowym, powinna być skorelowana, jak się wydaje, z jednoczesnym określeniem szczegółowych celów nadzoru na tym rynku, a w konsekwencji z doбором właściwych, zapewniających skuteczność, środków nadzoru²⁸³.

Podstawową zasadą działania państwowych organów nadzoru²⁸⁴ nad rynkiem finansowym, a tym samym również nad rynkiem kapitałowym regulowanym, jest zasada legalizmu, która ma charakter zasady ogólnej. Pozwala ona na formułowanie cech szczególnych nadzoru nad rynkiem finansowym²⁸⁵. Przede wszystkim stosunek pomiędzy podmiotem nadzorującym i podmiotem nadzorowanym musi być określony przez przepisy prawa²⁸⁶. Ponadto określenie celów, kryteriów i sytuacji, w których organ

²⁸¹ T. Nieborak, *Europejski zintegrowany nadzór finansowy – aspekty instytucjonalno-prawne*, (w:) *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, red. E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2010, s. 53-54; A. Michór, *Nadzór...*, s. 309.

²⁸² T. Nieborak, *Nowe podejście do kwestii nadzoru finansowego*, „Prawo Bankowe” 2006, nr 5, s. 21-36.

²⁸³ Same cele nadzoru są pochodną zarówno wykorzystywania rynku kapitałowego jako platformy do transferu kapitału od podmiotów posiadających nadwyżki do tych, którzy tego kapitału potrzebują, jak i wykorzystywania rynku kapitałowego jako mechanizmu wartościowania zainwestowanych funduszy. Takie zadania spełnia w gospodarce rynkowej rynek kapitałowy. Zob. M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 47; J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003, s. 22 i nast.; W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 19.

²⁸⁴ Nadzoru rozumianego jako kompetencje organu, polegające nie tylko na prawie badania działalności określonej jednostki organizacyjnej, ale również wkraczania za pomocą środków władczych w celu usunięcia ich braków. Zob. Z. Leoński, *Nauka administracji*, Warszawa 2004, s. 138; E. Ochendowski, *Prawo administracyjne*, Toruń 2005, s. 217.

²⁸⁵ Szerzej zob. L. Góral, *Nadzór bankowy*, Warszawa 1998, s. 18 i nast.

²⁸⁶ Określenie tego stosunku poprzez normy prawne powinno uwzględniać istotę nadzoru, czy kontroli jako takiej. Jedną z podstawowych zasad organizacji kontroli jest bowiem niez-

nadzorujący ma prawo do ingerencji, ma charakter normatywny. Istotne jest również, że w ramach nadzoru finansowego proces stosowania środków nadzoru jest sformalizowany. Organ nadzoru musi przestrzegać określonej procedury zbierania informacji o kontrolowanym podmiocie oraz stosować adekwatne do sytuacji środki nadzorcze. Ostatnią, niesłychanie istotną i zarazem zupełnie logiczną cechą nadzoru jest uregulowanie organizacji oraz trybu wykonywania nadzoru nad podmiotami nadzorowanymi poprzez akty normatywne takiej rangi, aby nie mogły być zmieniane przez organy nadzorujące²⁸⁷.

Zgodnie z treścią art. 4 ust. 1 ustawy o NRK celem nadzoru jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu²⁸⁸. Tym samym *de lege lata* nadrzędnym celem nadzoru nad rynkiem regulowanym jest zapewnienie jego prawidłowego funkcjonowania. Systematyzacja celów nadzoru pozwala na wskazanie kilku kluczowych z punktu widzenia prawidłowości funkcjonowania rynku kapitałowego: stabilność i bezpieczeństwo rynku, ochrona inwestorów oraz reguły uczciwego obrotu²⁸⁹.

W literaturze wskazuje się też na umowny podział związany z zadaniami KNF, które *de lege lata* zostały sformułowane w art. 7 ustawy o OIF, a który to podział ma znaczenie dla zrozumienia istoty nadzoru nad rynkiem regulowanym. Wyróżnia się mianowicie następujące kategorie: funkcję licencyjną (reglamentacyjną), funkcję regulacyjną, funkcję kontrolno-administracyjną (kontrolno-nadzorczą) oraz funkcję policyjną²⁹⁰.

Funkcja licencyjna (reglamentacyjna) sprowadza się do reglamentacji przez organ nadzoru dostępu podmiotów i kapitału do działalności na rynku kapitałowym. Wynikiem realizacji tej funkcji jest konieczność uzyskania zezwolenia KNF na prowadzenie rynku regulowanego, co w efekcie daje możliwość wyeliminowania podmiotów

leżność organów kontrolujących wobec organów kontrolowanych. Zob. E. Knosala, *Zarys nauki administracji*, Kraków 2005, s. 254.

²⁸⁷ Zob. T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s. 18-19.

²⁸⁸ Podobnie ustawodawca sformułował cele nadzoru w odniesieniu do całego rynku finansowego. Ponadto realizacja celów określonych w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym wypełnia w części realizowanie celów w odniesieniu do całego rynku finansowego. Stosownie do treści art. 2 ustawy o NRK 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 przez realizację celów określonych w szczególności w wymienionych ustawach.

²⁸⁹ Por. T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s. 69.

²⁹⁰ Zob. T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s. 18-19; J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996, s. 55; B. Smykła, *Prawo bankowe – Komentarz*, Warszawa 2005, s. 425 i nast.; P. Zapadka, *Podmioty nadzorujące polski rynek finansowy – analiza podstawowych regulacji*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 4, s. 99.

budzących wątpliwości. Celem takiego postępowania jest zapewnienie stabilności systemowi finansowemu i zaufania do niego, a w konsekwencji zapewnienie bezpieczeństwa²⁹¹.

Mając na względzie fakt, iż nie wydaje się możliwe²⁹² uregulowanie wszystkich obszarów funkcjonowania rynku regulowanego w wyniku ingerencji prawnej, szczególnego znaczenia nabiera funkcja regulacyjna, poprzez którą należy rozumieć określanie przez KNF standardów niezbędnych dla zachowania stabilności i bezpieczeństwa rynku kapitałowego, w tym rynku regulowanego. Tego rodzaju działania powiązać można z ustanawianiem przez organ nadzoru w formie uchwał określonych norm postępowania (rekomendacji, zaleceń), które jednak ze względu na brak mocy powszechnie obowiązującej i niemożność zaliczenia ich do katalogu źródeł prawa w rozumieniu przepisów konstytucyjnych należy kwalifikować jako swoistą formę sprawowania nadzoru²⁹³.

Znaczenie funkcji regulacyjnej dla rynku regulowanego należy też postrzegać poprzez pryzmat realizacji obowiązku wspierania przez KNF tzw. przyjętych praktyk rynkowych. Uchwały podejmowane w tej materii nie mają wprawdzie mocy wiążącej, ale z uwagi na znaczenie zachowań uczestników rynku kapitałowego dla jego bezpieczeństwa nie należy ich lekceważyć²⁹⁴. Na podstawie art. 44 ust. 1, w związku z art. 11 ust. 1 ustawy o nadzorze finansowym²⁹⁵ KNF podjęła uchwałę w sprawie wsparcia inicjatywy przyjęcia Kanonu Dobrych Praktyk²⁹⁶. Wypełniając niejako funkcję regulacyjną, KNF stwierdziła, iż dla całego rynku finansowego duże znaczenie mają ograniczenia dobrowolnie nakładane na siebie przez uczestników tego rynku. Ujęcie Kanonu Dobrych Praktyk ma wprawdzie charakter bardzo ogólny, gdyż odnosi się on do całego rynku finansowego, niemniej jednak należy, podążając za tendencjami panującymi na innych rynkach²⁹⁷, dążyć do uszczegóławiania i profilowania tych zasad na poszczególne segmenty.

²⁹¹ J. Głuchowski, *Komisja Nadzoru Finansowego oraz Urząd Komisji Nadzoru Finansowego*, (w:) *System prawa finansowego*, tom 4, *Prawo walutowe, prawo dewizowe, prawo rynku finansowego*, red. J. Głuchowski, Warszawa 2010, s. 145 i nast.

²⁹² Ani potrzebne.

²⁹³ Por. T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s. 89; a także A. Kozaczewska, *Charakter prawny uchwał Komisji Papierów Wartościowych*, PUG 1997, nr 4, s. 6 i nast.

²⁹⁴ Dobre praktyki dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu mają, jak się wydaje, jeszcze większe znaczenie, o czym szczegółowo mowa w rozdziale IV.

²⁹⁵ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. Nr 157, poz. 1119 ze zm.).

²⁹⁶ Uchwała Nr 152/07 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 22 czerwca 2007 r. w sprawie wsparcia inicjatywy przyjęcia Kanonu Dobrych Praktyk Rynku Finansowego.

²⁹⁷ Zob. M. Aluchna, *Dobre praktyki corporate governance. Światowe tendencje a polskie doświadczenia*, „E-Mentor” 2008, nr 2/24, s. 18.

Funkcja kontrolno-administracyjna związana jest bezpośrednio z wykonywaniem czynności nadzorczych przez organ nadzoru i stosowaniem przez niego określonych środków nadzoru. Omawiana funkcja realizowana jest przez trzy rodzaje czynności, którymi są czynności wstępne (uprzednie), bieżące (operacyjne) oraz następcze, przy czym niejako punktem odniesienia jest tutaj uzyskanie zezwolenia na prowadzenie określonej działalności na rynku regulowanym²⁹⁸.

Funkcja policyjna odnosi się nie tylko do „zewewnętrznej” działalności, ale również i do spraw wewnętrznych podmiotu nadzorowanego, stąd też jej realizacja wiąże się z koniecznością przeprowadzenia postępowania administracyjnego²⁹⁹. Istota tej funkcji związana jest z ochroną porządku, bezpieczeństwa i spokoju publicznego przed określonymi niebezpieczeństwami.

Zadania KNF w zakresie sprawowania nadzoru nad działalnością podmiotów nadzorowanych oraz wykonywaniem przez te podmioty obowiązków związanych z ich uczestnictwem w obrocie na rynku kapitałowym, w zakresie określonym przepisami prawa, jest ściśle związane z potrzebą zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego. Ustawodawca nawiązuje w ten sposób bezpośrednio do *meritum* instytucji nadzoru nad rynkiem kapitałowym i jego funkcji, wskazuje na zależności, jakie istnieją pomiędzy podmiotami nadzorowanymi (zobowiązanymi do wypełniania określonych obowiązków związanych z uczestnictwem w obrocie) a podmiotem nadzorującym. Należy w tym miejscu przypomnieć, iż w prawie publicznym nadzór posiada cechy samodzielnej instytucji prawnej, opartej na zasadzie legalizmu, która jednocześnie określa zakres określonych prawem uprawnień do ingerowania w działalność podmiotu nadzorowanego. Organ nadzoru zobligowany jest kwalifikować zachowania adresata, a naruszenie określonych norm prawa materialnego stanowi następnie przesłankę do zastosowania odpowiednich środków. Tego rodzaju schemat postępowania wynika mię-

²⁹⁸ T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s. 89. W pewnym sensie funkcję kontrolno-administracyjną sprawują też organizatorzy rynku regulowanego, choć oczywiście nie w ramach nadzoru, a w związku z funkcjonalnym uzupełnieniem zadań KNF na rynku kapitałowym. Przykładowo stosownie do treści art. 20 ust. 4b ustawy o OIF spółka prowadząca rynek regulowany może podjąć decyzję o zawieszeniu lub wykluczeniu papierów wartościowych lub instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi z obrotu w przypadku, gdy instrumenty te przestały spełniać warunki obowiązujące na tym rynku, pod warunkiem że nie spowoduje to znaczącego naruszenia interesów inwestorów lub zagrożenia prawidłowego funkcjonowania rynku. Norma zawarta w powołanym przepisie nakazuje też spółce prowadzącej rynek regulowany niezwłoczne poinformowanie KNF o podjęciu decyzji o zawieszeniu lub wykluczeniu instrumentów finansowych z obrotu.

²⁹⁹ R. Blicharz, *Kryteria nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w świetle prawnych form jej działania*, (w:) *Instrumenty i formy prawne działania administracji gospodarczej*, red. B. Popławska, K. Kokocińska, Poznań 2009, s. 277.

dzy innymi z braku strukturalnej zależności pomiędzy nadzorcą a nadzorowanym, a wiążący charakter instrumentów nadzorczych, wykorzystywanych przez pierwszego z nich, ma swe źródło w woli ustawodawcy, który przewidział określone uprawnienia nadzorcze³⁰⁰.

Ze względu na charakter prawny środki nadzoru można podzielić na dwie grupy:

- środki nadzoru prewencyjnego,
- środki nadzoru bieżącego³⁰¹.

Środkami nadzoru prewencyjnego są normatywne akty administracyjne, mające najczęściej formę rozporządzeń lub zarządzeń³⁰². Ich rola sprowadza się przede wszystkim do dokonywania wykładni lub uzupełniania przepisów ustawowych. Stosowanie tych środków musi być oczywiście przewidziane w akcie prawnym wyższej rangi³⁰³. Natomiast środki nadzoru bieżącego służą aktualnemu i elastycznemu nadzorowi przy wykorzystaniu indywidualnych aktów administracyjnych. Mogą one być wydawane w stosunku do organu podmiotu nadzorowanego (środki *ad personam*) lub w związku z przejawami działania tego organu albo działaniami podmiotu jako całości (środki *ad rem*)³⁰⁴.

Specyfika nadzoru nad rynkiem regulowanym polega m.in. na tym, że w pewnym zakresie instytucje organizujące i rozliczające obrót na rynku kapitałowym posiadają uprawnienia o charakterze nadzorczym³⁰⁵ wpływające na możliwości uczestnictwa w obrocie (zarówno od strony przedmiotowej, jak i podmiotowej). Wynika to ze specyfiki rynku kapitałowego, którego mechanizmy powodują konieczność ograniczenia ingerencji ustawowej. Zakres oceny dokonywany przez podmioty organizujące poszczególne segmenty rynku kapitałowego wiąże się głównie z wykonywaniem obowiązków uczestników rynku wynikających z zawartych umów o uczestnictwo (zarówno z podmiotem organizującym, jak i rozliczającym obrót). Pomimo pozornej zasady równorzędności stron stosunku umownego możliwe jest władcze oddziaływanie podmiotów organizujących bądź rozliczających obrót na podmioty będące po drugiej stronie stosunku prawnego³⁰⁶. Ustawa o OIF przewiduje dla spółki prowadzącej rynek regulowany uprawnienia do władczego oddziaływania. Przykładowo zgodnie

³⁰⁰ Por. T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s. 91.

³⁰¹ *Ibidem*.

³⁰² *Ibidem*.

³⁰³ Por. W. Chróścielewski, *Akt administracyjny generalny*, Łódź 1994, s. 130.

³⁰⁴ H. Gronkiewicz-Waltz, *Bank centralny od gospodarki planowej do rynkowej. Zagadnienia administracyjnoprawne*, Warszawa 1992, s. 150.

³⁰⁵ Przy czym nie są to uprawnienia nadzorcze *sensu stricto*.

³⁰⁶ A. Chłopecki, (w:) *Prawo papierów...*, s. 757 i nast.

z treścią art. 28 ust. 2 pkt 5 regulamin giełdy powinien określać warunki i tryb zawieszania i zaprzestania notowania papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych na giełdzie. W konsekwencji, 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 albo naruszenia interesów inwestorów, spółka prowadząca rynek regulowany może z własnej inicjatywy zawiesić obrót tymi papierami lub instrumentami na okres nie dłuższy niż miesiąc³⁰⁷.

4. Alternatywne systemy obrotu jako nieregulowany rynek obrotu instrumentami finansowymi

4.1. Geneza alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi

Zrealizowanie postawionego celu badawczego wymaga bezspornie uwzględnienia genezy powstania alternatywnych systemów obrotu. Nie jest bowiem możliwe ani wskazane przeprowadzenie badań nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu bez zrozumienia samej idei, która legła u podstaw tworzenia alternatywnych rynków. Przede wszystkim podkreślenia wymaga fakt, iż tradycyjne rynki giełdowe historycznie przewidziane były dla spółek, które spełniać mają określone wymagania. Idea tworzenia rynków papierów wartościowych alternatywnych w stosunku do rynków regulowanych pojawiła się w Europie pod koniec lat 70. XX wieku i jak się wydaje, była wynikiem obserwacji rynku kapitałowego, który był w zasadzie zamknięty dla małych i średnich przedsiębiorstw. Tym samym przedsiębiorstwa te pozbawione były jednej z możliwości pozyskiwania środków na realizację inwestycji.

W latach 1977–2004 powstały 33 nowe rynki papierów wartościowych, zorganizowane przez giełdy państw europejskich. Większość z tych alternatywnych rynków funkcjonowała jednak bardzo krótko, a przyczyn takiego stanu należy m.in. upatrywać w braku właściwej regulacji prawnej, niewystarczającym wsparciu ze strony instytucji finansowych oraz w traktowaniu alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi przez giełdy jako konkurencji³⁰⁸. Na fali tworzenia nowych, alternatywnych

³⁰⁷ Na żądanie KNF musi dokonać zawieszenia zgodnie z art. 20 ust. 2 ustawy o OIF.

³⁰⁸ Pierwszym alternatywnym rynkiem papierów wartościowych był Compartment Spécial we Francji, utworzony w 1977 r. D. Kordela, *Alternatywne rynki papierów wartościowych w Europie – geneza, systematyka i rozwój*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 550, „Ekonomiczne Problemy Usług” nr 40, s. 369-370.

rynków w 1980 r. w Wielkiej Brytanii uruchomiony został The Unlisted Securities Market. Rozwiązania na nim zastosowane w zakresie regulacji prawnych miały jak na owe czasy absolutnie nowatorski charakter. Przede wszystkim był to rynek adresowany głównie do małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie zasileń kapitałowych z rynku papierów wartościowych i znacznie różnił się w zakresie wymogów od rynku regulowanego. Dla przykładu wprowadzenie papierów wartościowych na rynek główny (regulowany), tj. na London Stock Exchange, wymagało od przedsiębiorstwa kapitalizacji równej przynajmniej 500 tys. funtów oraz co najmniej trzyletniej historii i min. 25% akcji znajdujących się już w publicznym obrocie. USM przewidywał natomiast nieporównanie łagodniejsze wymogi, stanowiące nie tylko udogodnienie, ale właściwie stwarzające małym i średnim przedsiębiorstwom możliwość uczestnictwa w zorganizowanym obrocie papierami wartościowymi. Przede wszystkim uczestnictwo na alternatywnym rynku USM nie było uzależnione od poziomu kapitalizacji. Ponadto USM wymagał od emitentów krótszej, bo jedynie 2-letniej, obecności na rynku. Znacznie obniżony został też wymóg dotyczący liczby wyemitowanych akcji spółki znajdujących się już w obrocie publicznym, która wynosiła tylko 10%. Pomimo niewielkich wymogów USM nie zdążył się rozwinąć, a powodem, jak się wydaje, były nie tyle niewłaściwe regulacje prawne czy też regulacje organizatora rynku, ile po prostu niesprzyjające okoliczności ekonomiczne³⁰⁹. Tym samym doświadczenia USM pozwalają na sformułowanie dość oczywistej konkluzji, iż nawet ingerencja prawna tworząca sprzyjające okoliczności dla rozwoju rynku kapitałowego, w tym alternatywnych systemów obrotu, nie musi prowadzić do osiągnięcia minimalnego celu gospodarczego w postaci zapewnienia ich egzystencji.

Pierwszym i zarazem modelowym do dnia dzisiejszego rynkiem alternatywnym stał się utworzony w 1995 r. przy giełdzie londyńskiej Alternative Investment Market. AIM był wówczas i jest do dnia dzisiejszego alternatywnym systemem wypełniającym na rynku kapitałowym lukę istotną dla przedsiębiorstw, których wielkość kapitału nie pozwala na wprowadzanie instrumentów finansowych na rynek regulowany, cechujący się nie tylko bardziej rozbudowanymi regulacjami prawnymi, ale także wyższymi kosztami wejścia i funkcjonowania na tym rynku. Niewymagający ponoszenia dużych

³⁰⁹ Kryzys finansowy i wzrastające stopy procentowe dotyczą w pierwszej kolejności małe i średnie przedsiębiorstwa, bez względu na sprzyjające regulacje prawne bądź regulacje wewnętrzne. Rynek kapitałowy zaś jest szczególnie wrażliwy na przedłużające się okresy wzrastania stóp procentowych. S. Rousseau, *The Competitiveness of Canadian Stock Exchange: What Can We Learn From the Experience of the Alternative Investment Market*, Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, Montreal 2006, s. 93; D. Kordela, *AIM – europejski model alternatywnego rynku papierów wartościowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 58, „Ekonomiczne Problemy Usług” nr 50, s. 208.

kosztów i zarazem relatywnie mało sformalizowany rynek stał się perspektywą dla małych i średnich przedsiębiorstw. Stanowi dodatkowe źródło pozyskiwania kapitału, a dla inwestorów nowy rynek, na którym można też poszukiwać zysków. Inaczej niż w przypadku amerykańskiego NASDAQ AIM w założeniu nie był tworzony z myślą o przedsiębiorstwach nowych technologii, choć oczywiście idea AIM nie wyklucza obecności takich przedsiębiorstw. NASDAQ, który powstał w 1971 r. jako alternatywny rynek i w tym sensie stał się niewątpliwie pierwowzorem dla współczesnych alternatywnych systemów obrotu, jest w zasadzie elektronicznym rynkiem papierów wartościowych i w znaczeniu jurydycznym jest bardziej rynkiem pozagiełdowym niż rynkiem nieregulowanym³¹⁰. Przez sam fakt utworzenia alternatywnego w stosunku do tradycyjnych giełd rynku NASDAQ stał się jednak impulsem do poszukiwania nowych rozwiązań na rynku kapitałowym.

W założeniu AIM miał być skierowany do przedsiębiorstw ze wszystkich branż. Model AIM bazuje na niższym standardzie notowań oraz stosunkowo liberalnej regulacji, z mocnym akcentem na wprowadzenie wyspecjalizowanych podmiotów mających sprawować rynkową kontrolę wobec spółek. Wydaje się, że dzięki temu, iż AIM jako pierwszy rynek w Europie mocno ograniczył wymogi dotyczące spółek wprowadzających instrumenty finansowe na rynku, miał on szansę stać się najbardziej dynamicznym, najszybciej wzrastającym rynkiem świata pod względem liczby tzw. debiutów³¹¹. AIM stał się modelowym alternatywnym rynkiem dla innych rynków europejskich, które zarówno pod względem infrastrukturalnym, jak i regulacji prawnych były budowane w oparciu o ten model³¹².

Model AIM został w zasadniczych ramach przeniesiony także na polski rynek – pierwszy alternatywny system był zbudowany w oparciu o doświadczenia AIM. Powstanie polskiego alternatywnego systemu obrotu wpisuje się zresztą w europejski trend w zakresie tworzenia platform obrotu o liberalnym w stosunku do rynków regulowanych w prawodawstwie i regulacjach. Pierwszym alternatywnym systemem obrotu, funkcjonującym do dnia dzisiejszego, jest utworzony w 2007 r. NewConnect. Przed jego utworzeniem obrót akcjami małych i średnich przedsiębiorstw odbywał się na rynku poza-

³¹⁰ Na temat specyfiki tego rynku zob. szerzej Ch. Cao, E. Ghysels, F. Hatheway, *Price Discovery without Trading: Evidence from the Nasdaq Preopening*, „The Journal of Finance” 2000, vol. LV, No. 3, s. 1343.

³¹¹ J.M. Mendoza, *Securities regulation in low-tier listing venues: The rise of the Alternative Investment Market*, „Fordham Journal of Corporate and Financial Law”, vol. XIII, 2008, s. 265.

³¹² W 2011 r. FESE wymieniała 24 rynki w Europie, które miały charakter alternatywnych systemów lub co najmniej różniły się w sposób istotny od rynków regulowanych w zakresie wymogów. Zob. A. Kurczewska, *Alternatywne rynki europejskie*, (w:) *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Wrocław 2011, s. 260.

giełdowym CeTO (Centralna Tabela Ofert), którego założeniem było notowanie spółek uczestniczących w Programie Powszechnej Prywatyzacji. Rynek CeTO nie był jednak alternatywnym systemem obrotu. Powstał w 1996 r. jako rynek pozagiełdowy³¹³, przy czym była to w zasadzie pierwsza próba wypełnienia na polskim rynku kapitałowym luki, polegającej na braku oferty dla mniejszych przedsiębiorstw. Rynek nie zdołał jednak zainteresować emitentów i inwestorów, co przekreśliło sukces CeTO³¹⁴. Jedną z istotnych przyczyn było niewątpliwie objęcie tego rynku wymogami zbliżonymi do rynku regulowanego, co nie mogło stanowić dostatecznej zachęty dla emitentów, do których był w założeniu adresowany. Koszty transakcyjne, w tym koszty wprowadzenia instrumentów finansowych na rynek, były nieadekwatne do ówczesnych możliwości małych i średnich przedsiębiorstw³¹⁵.

Organizatorem i prowadzącym polski alternatywny system obrotu jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Tworzeniu nowego rynku GPW S.A. przyświecał cel budowy platformy finansowania i obrotu instrumentami finansowymi małych i średnich spółek charakteryzujących się wysokim potencjałem wzrostu. Potencjał ten miał wynikać z wykorzystywania innowacyjności produktowej i usługowej lub innowacyjności procesów biznesowych. Z założenia rynek ten miał być pomostem pomiędzy finansowaniem własnym z zasobów właścicieli a kapitałem z rynku regulowanego. Znalazło to swoje odzwierciedlenie w strategii GPW, w której sporządzono opis wzorcowego emitenta³¹⁶. Wskazano w nim na takie charakterystyczne cechy, jak:

- początkowa faza rozwoju w cyklu życia przedsiębiorstwa (także przedsięwzięcia typu *start-up*);
- zapotrzebowanie na kapitał od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu milionów złotych³¹⁷;
- działalność w innowacyjnych sektorach, których model biznesowy oparty jest na aktywach niematerialnych;
- wysoki potencjał i dynamika wzrostów.

³¹³ Zob. J. Socha, *Rynek, giełda, inwestycje*, Warszawa 1998, s. 131.

³¹⁴ Już w 2006 r. przewidywano marginalizację tego rynku w zakresie obrotu akcjami; zob. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*, red. J. Osiński, D. Tymoszko, Warszawa 2006, s. 345.

³¹⁵ Przed uruchomieniem alternatywnego systemu obrotu GPW S.A. realizowała także inne pomysły segmentacji rynku chociażby poprzez podział na rynek podstawowy (charakteryzujący się wyższymi wymogami) oraz rynek równoległy (z niższymi kryteriami dopuszczenia do obrotu). D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 45.

³¹⁶ *Ibidem*.

³¹⁷ W praktyce górna granica jest nieporównanie mniejsza i zamyka się w kilkumilionowych wartościach.

Alternatywny rynek w Polsce bazuje na wytworzonej przez GPW S.A. infrastrukturze i wykorzystuje ten sam system transakcyjny, jaki używany jest przez rynek podstawowy – WARSET. Rynek NewConnect jest bardzo młodym rynkiem. Pierwsza sesja odbyła się 30 sierpnia 2007 r. Notowanych wtedy było tylko 5 spółek: Digital Avenue, S4E, ViaGuara, Virtual Vision oraz Wrocławski Dom Maklerski³¹⁸. Uzupełnieniem NewConnect jest z kolei rynek obligacji Catalyst, prowadzony również w formule alternatywnego systemu obrotu. Zaczął on funkcjonować w 2009 r. i niejako stworzył przedsiębiorstwom, a także jednostkom samorządu terytorialnego dodatkową możliwość pozyskiwania funduszy. Utworzenie Catalyst było również korzystne dla inwestorów, dając im łatwiejszy dostęp do inwestycji w instrumenty dłużne oraz możliwość sprzedaży obligacji przed wykupem przez emitenta. Wymogi dla inwestorów na tym rynku są też zminimalizowane. Aby zostać uczestnikiem rynku i mieć możliwość nabywania i zbywania obligacji, wystarczy w zasadzie posiadanie rachunku maklerskiego. Rynek Catalyst jest prowadzony na dwóch platformach transakcyjnych organizowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółkę BondSpot S.A. Każda z platform składa się z dwóch części prowadzonych w formule rynku regulowanego oraz w formacie alternatywnego systemu obrotu, różniących się głównie wymogami adresowanymi do emitentów.

Niewątpliwym przełomem w rozwoju alternatywnych systemów obrotu było wprowadzenie dyrektywy 2004/39/WE, która po raz pierwszy stworzyła na taką skalę ramy regulacyjne dla funkcjonowania systemów. Z jednej strony dostrzeżono bowiem zagrożenia wynikające z niejednolitej regulacji w różnych krajach, z drugiej słusznie uznano, że brak ram regulacyjnych może być w gruncie rzeczy barierą rozwoju. Funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu zostało więc kompleksowo uregulowane, a kolejne systemy w Europie powstawały właśnie na bazie ram regulacyjnych określonych przez prawo unijne³¹⁹.

4.2. Alternatywny system obrotu a rynek regulowany

Z prawnego punktu widzenia³²⁰ pomiędzy alternatywnymi systemami obrotu a rynkami regulowanymi występują dość istotne różnice i nie dotyczą one wyłącznie kwestii definicyjnych. *De lege lata* uprawniony wydaje się podział rynku kapitałowego

³¹⁸ Aktualnie 446, dane za http://www.newconnect.pl/?page=statystyki_ryнку_roczne, 3.07.2013.

³¹⁹ AIM jeszcze w 2004 r. dostosował swoje regulacje wewnętrzne do wymogów dyrektywy 2004/39/WE.

³²⁰ Ale również z ekonomicznego.

na rynek regulowany i rynek nieregulowany, chociaż ustawodawca nie posługuje się w zasadzie zwrotem „rynek nieregulowany”³²¹. Niemniej jednak wykładnia językowo-logiczna art. 15 ustawy o OIF pozwala na przyjęcie takiego podziału. Zgodnie bowiem z art. 15 ust. 1 rynek regulowany obejmuje: rynek giełdowy i rynek pozagiełdowy. *A contrario* zatem rynki niebędące rynkami giełdowymi lub pozagiełdowymi z prawnego punktu widzenia należy określać jako rynki nieregulowane. Tego rodzaju podział jest o tyle istotny, że ułatwia, jak się wydaje, zrozumienie zasadniczych odmienności pomiędzy alternatywnymi systemami obrotu (będącymi rynkami nieregulowanymi) a rynkami, które z jurydycznego punktu widzenia mają charakter rynków regulowanych.

Podział taki występuje zresztą nie tylko w Polsce, ale także w całej Unii Europejskiej, a podstawowym kryterium podziału jest spełnianie określonych przez prawo wymogów odnoszących się przede wszystkim do organizatorów rynku oraz zasad dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na tych rynkach. Tym niemniej oba rodzaje rynków należą do wspólnej grupy rynków zorganizowanych.

Alternatywne systemy obrotu (ang. *Alternative Trading Systems*, ATS) w literaturze ekonomicznej definiowane są jako organizowany przez spółkę prowadzącą rynek regulowany albo przedsiębiorstwo inwestycyjne wielostronny system obrotu papierami wartościowymi lub instrumentami pieniężnymi, dokonywany poza rynkiem regulowanym, zapewniający koncentrację popytu i podaży³²². Specyfika alternatywnych rynków przejawia się m.in. w tym, że posiadają one odmienne zasady i regulacje w stosunku do rynków głównych. Podstawowe dwa kryteria, pozwalające wskazać różnice pomiędzy rynkami regulowanymi a alternatywnymi systemami obrotu, to zasady dopuszczenia do obrotu oraz wymogi informacyjne. Ponadto różne są funkcje organizacyjne oraz nadzorcze, które w obu przypadkach sprawowane są przez różne podmioty³²³.

Zrozumieniu odmienności alternatywnych systemów obrotu, co ma istotne znaczenie dla osiągnięcia postawionego celu badawczego, sprzyjać może odniesienie się do doświadczeń regulacyjnych w Stanach Zjednoczonych. Wprawdzie alternatywne rynki amerykańskie wykazują też istotne odmienności w stosunku do rynków europejskich, jednak pewnym spoiwem są dwa elementy:

³²¹ Wyjątek w zakresie ustawy o OIF stanowią tutaj przepisy art. 45 ust. 1 pkt 5 i 7 odnoszące się do treści regulaminu przyjętych praktyk rynkowych.

³²² Szczegółowe rozważania na temat pojęcia „alternatywne systemy obrotu” w ujęciu prawnym zawarte zostały w rozdziale III.

³²³ D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 12, a także P. Szczepankowski, *Funkcjonowanie i rozwój rynku alternatywnego systemu obrotu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, (w:) *Innowacje finansowe*, red. S. Antkiewicz, M. Kalinowski, Warszawa 2008, s. 90.

- alternatywne rynki amerykańskie powstały jako pierwsze na świecie rynki charakteryzujące się minimalizowaniem wymogów w porównaniu z rynkami regulowanymi;
- alternatywne rynki amerykańskie stanowiły dla pierwszych rynków europejskich, jak USM czy AIM, nie tylko inspirację do ich utworzenia, ale przede wszystkim model funkcjonowania, który oczywiście był odpowiednio modyfikowany.

SEC definiuje alternatywne systemy obrotu jako każdy system, który spełnia dwa warunki. Po pierwsze, alternatywny system obrotu jest rynkiem zapewniającym dogodny sposób łączenia ofert podmiotów zbywających i nabywających papiery wartościowe lub zapewniającym inne formy wykorzystania funkcji papierów wartościowych, realizowanych zwykle przez giełdę. Po drugie, jest to rynek pozbawiony regulacji i nadzoru typowych dla rynku giełdowego, tzn. regulowany i nadzorowany w sposób znacznie bardziej liberalny³²⁴. Jednocześnie w systemie amerykańskim SEC, jako organ regulacyjny i nadzorczy, zobowiązana jest dążyć do zapewnienia efektywności operacji wykonywanych na papierach wartościowych, w szczególności poprzez promowanie rozwiązań zapewniających uczciwą konkurencję, przejrzystość transakcji i dostęp inwestorów do zleceń z pominięciem pośredników³²⁵. Ponadto, wraz ze wzrostem obrotu w alternatywnych systemach niezwykle istotne stało się objęcie tego rynku odpowiednim nadzorem, gdyż dla realizowania podstawowych funkcji ATS, podobnie jak każda część rynku kapitałowego, musi utrzymywać odpowiedni poziom zaufania wśród inwestorów. Tym samym SEC uznała, iż niezwykle istotne jest właściwe regulowanie takich kwestii jak dostęp do rynku, przejrzystość reguł panujących na rynku, nadzór nad nim oraz stabilność i określanie ryzyka systemowego.

Kierunki regulacji prawnej wyznaczone przez SEC, wprawdzie w odniesieniu do NASDAQ i innych alternatywnych rynków amerykańskich, pozwalają znacznie lepiej zrozumieć istotę alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, a także ich naturę prawną w porównaniu z rynkami regulowanymi. Należy zająć stanowisko, iż struktura regulacyjna alternatywnych rynków powinna uwzględniać głównie takie obszary jak możliwość dostępu do rynku przedsiębiorców i wprowadzania instrumentów finansowych do obrotu, ograniczenia lub wszelkiego rodzaju działania dyskryminacyjne podejmowane przeciwko uczestnikom alternatywnych systemów obrotu czy określanie

³²⁴ Securities and Exchange Commission Release No. 34-39884, File No. S7-12-98 (April 17, 1998), s. 27–28.

³²⁵ N. Arshadi, *NYSE, NASDAQ, and Alternative Trading Systems: An Evaluation of the SEC's Proposal Toward a National Market System*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 1998, Vol. 7, Issue 5, s. 8.

zakresu obowiązków informacyjnych nakładanych na uczestników systemu. Oczywiście osiągnięcie tych celów jest znacznie trudniejsze na tych rynkach (np. polskim rynku), które zdominowane są przez jednego lub niewielu operatorów. Brak konkurencji może mieć bowiem wpływ, nawet w przypadku podejmowania stosownych prób regulacyjnych różnicujących alternatywne systemy obrotu od rynków regulowanych, na mniej sprawiedliwy, mniej powszechny dostęp do systemu w porównaniu z istnieniem rynku obfitującego w wiele alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi

Problemy te mają zupełnie inny wymiar na rynkach regulowanych, gdzie z natury rzeczy regulacja prawna wkracza (i powinna wkraczać) znacznie głębiej i ze znacznie większą szczegółowością, odnosząc się chociażby do możliwości wprowadzania instrumentów finansowych do obrotu, obowiązków informacyjnych nakładanych na uczestników rynków regulowanych czy też kwestii nadzoru nad nimi.

Podejmując próbę wskazania istotnych odmienności pomiędzy rynkiem regulowanym i alternatywnymi systemami obrotu, należy odnieść się do regulacji zawartych w dyrektywie 2004/39/WE oraz ustawie o OIF. Przede wszystkim stosownie do treści art. 4 ust. 1 pkt 14 i 15 dyrektywy rynek regulowany oznacza wielostronny system realizowany i/lub zarządzany przez podmiot gospodarczy, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Podstawą dla funkcjonowania rynków regulowanych są przepisy zawarte w tytule III. Natomiast wielostronne platformy obrotu (MTF) oznaczają wielostronny system, obsługiwany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, który kojarzy transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Podstawą dla funkcjonowania MTF są przepisy zawarte w tytule II. Co jednak najistotniejsze, alternatywne systemy mają stanowić udogodnienie w realizowaniu transakcji na rynku kapitałowym. Natura jurydyczna przejawia się w dużej mierze w stworzeniu i obsłudze przez organizatora platformy ułatwiającej obrót podmiotom na rynku publicznym.

Podobne rozwiązania przyjął oczywiście polski ustawodawca, który zgodnie z art. 14 ust. 1 ustawy o OIF jako rynek regulowany traktuje działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, 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. Natomiast stosownie do treści art. 3 pkt 2 ustawy o OIF istota alternatywnych systemów obrotu przejawia się w zorganizowaniu przez organizatora, poza rynkiem regulowanym, wielostronnego systemu, pozwalającego na kojarzenie ofert kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji powinno dochodzić w ramach tego systemu.

Uwzględniając te fundamentalne odmienności, łatwiej jest zrozumieć, dlaczego tak istotne jest tworzenie odrębnych regulacji dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu i dlaczego ingerencja prawna w działanie systemów nie może obejmować tych samych obszarów co na rynku regulowanym. Ponadto ważne w określaniu granic ingerencji prawnej jest też to, iż podstawową cechą wyróżniającą alternatywne systemy obrotu, z gospodarczego punktu widzenia, jest zapewnienie odpowiedniej koncentracji podaży i popytu w sposób umożliwiający zawieranie transakcji pomiędzy jego uczestnikami. W dużej mierze zatem istota systemu sprowadza się do zapewnienia jak najefektywniejszego przeprowadzania transakcji instrumentami finansowymi, przy czym założenie efektywności, z uwagi na istotę obrotu instrumentami finansowymi, musi obejmować konieczność zapewnienia bezpieczeństwa transakcji. Pomimo faktu, iż alternatywne systemy obrotu cechuje niewątpliwie zwiększone w porównaniu z rynkami regulowanymi ryzyko inwestycyjne, to jednak nie sposób założyć, iż zasadne byłoby oczekiwanie ciągłego zwiększania popytu i podaży na instrumenty finansowe (a przynajmniej odpowiedniego ich poziomu), przy jednoczesnym niekontrolowanym zmniejszaniu wymogów odnoszących się do bezpieczeństwa transakcji, a tym samym bezpieczeństwa środków finansowych inwestorów. Oczywiście można by przyjąć nieracjonalne, jak się wydaje, założenie, że rynek pozbawiony podstawowych ograniczeń oferowałby inwestorom możliwość wypracowania ponadprzeciętnych zysków, jednakże wątpliwe jest to, aby wysoka rentowność, przy równocześnie ponadprzeciętnym ryzyku, była wystarczającą zachętą dla inwestorów. Ponadto rynek pozbawiony podstawowych regulacji prawnych w zakresie bezpieczeństwa nie byłby z pewnością rynkiem atrakcyjnym dla wielu przedsiębiorców, którzy wprowadzając innowacyjne rozwiązania, mogliby mieć obawy przed emisją instrumentów wartościowych na rynku kojarzonym ze zbyt dużym ryzykiem. Alternatywne systemy obrotu powinny więc cechować się odpowiednio wysokim poziomem bezpieczeństwa i efektywności obrotu, choć w tym zakresie nie muszą, a nawet nie powinny być tożsame z rynkami regulowanymi³²⁶.

W ramach alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi zasady bezpieczeństwa, a w konsekwencji efektywność działania alternatywnego systemu obrotu, określają, w granicach ustawowych, podmioty organizujące tę część rynku kapitałowego. Organizatorzy rynku są wyposażeni w uprawnienia do wydawania regulacji, według których odbywa się obrót w sposób w maksymalnym stopniu odpowiadający potrzebom i specyfice funkcjonowania rynku alternatywnego. Rozwiązanie to umożliwia przyjmowanie wymogów na poziomie bardziej w stosunku do rynków regulowanych liberalnym, a ostatecznie tworzy możliwość pozyskiwania kapitału również dla

³²⁶ Por. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 39

przedsiębiorców dysponujących niewielkimi kapitałami własnymi, którzy z uwagi z relatywnie zbyt restrykcyjne wymogi na rynkach regulowanych nie są w stanie ich spełnić³²⁷.

Fakt, iż organizatorzy alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi mają dużą swobodę w zakresie kształtowania regulacji dotyczących rynku alternatywnego, może stanowić też swoiste zagrożenie dla tego rynku, zwłaszcza wówczas, gdy podmiotem prowadzącym rynek alternatywny jest jednocześnie podmiot prowadzący rynek giełdowy. Powstawać może wówczas ryzyko określania wymogów dla rynku giełdowego w taki sposób, by niejako automatycznie kierować akcje spółek o niskiej kapitalizacji do alternatywnego systemu obrotu. Taki mechanizm może być wykorzystywany w celu wspierania głębokości, szerokości i płynności pozostałych rynków prowadzonych przed organizatora rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu. Może to doprowadzić do niemożności pozyskania przez małe i średnie przedsiębiorstwa kapitału w obrębie rynku giełdowego, a w konsekwencji może przynosić negatywne skutki zarówno dla funkcjonowania samych spółek, jak i całego systemu gospodarczego³²⁸.

Z gospodarczego punktu widzenia podstawowymi cechami odróżniającymi alternatywne systemy obrotu od rynków regulowanych są kryteria dopuszczenia do obrotu oraz wymogi informacyjne. Ponadto akcenty, jeśli chodzi o funkcje administracyjno-organizacyjne oraz nadzorcze w jednym i w drugim modelu rynku, są rozłożone nieco inaczej, gdyż rola organizatora alternatywnego systemu jest większa. Wśród mniej restrykcyjnych kryteriów dopuszczenia do obrotu w ramach alternatywnych systemów obrotu (ASO) wymienić należy brak obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego, brak ograniczeń lub mniejsze wymogi w zakresie minimalnej kapitalizacji oraz tzw. *free float*. W zakresie wymogów informacyjnych liberalna polityka informacyjna dotyczy

³²⁷ C. Kupman, *Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems*, „European Company and Financial Law Review” 2006, nr 3, s. 383 i nast.

³²⁸ Stałoby to w sprzeczności z ogólnym celem innych regulacji dotyczących dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych oraz o informacjach upublicznianych w odniesieniu do tych instrumentów. Tym niemniej nie naruszałoby to, jak się wydaje, żadnej z norm tej dyrektywy. Przyjęta w treści dyrektywy z dnia 4 listopada 2003 r. 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. U. UE L 2003.345.64 ze zm.) koncepcja *official listing* została oparta na założeniu, że tradycyjny rynek giełdowy jest monopolistą w zakresie świadczonych usług. Warunki brzegowe, mające zabezpieczyć przed nadużywaniem tej pozycji, zostały jednakże sformułowane w taki sposób, że możliwe jest tworzenie przez organy rynku giełdowego dyskryminujących warunków dopuszczania do obrotu. G. Ferrarini, *The European regulation of Stock Exchanges: New perspectives*, „Common Market Law Review” 1999, nr 36, s. 573 i nast.

zarówno raportów bieżących poprzez krótszy katalog wymaganych informacji, jak i raportów okresowych. Co więcej sankcje za niewypełnianie tych wymogów określa regulamin rynku, a nie ustawa bądź rozporządzenia, których nieprzestrzeganie może wiązać się także z odpowiedzialnością karną³²⁹.

4.3. AIM jako modelowy system obrotu instrumentami finansowymi

Najbardziej rozwiniętym alternatywnym rynkiem w Europie jest londyński AIM. Alternative Investment Market (AIM) rozpoczął swoje działanie w 1995 r. i w zasadzie od początku jego funkcjonowanie uznawane było za sukces gospodarczy³³⁰. AIM, utworzony przez LSE, stanowi bez wątpienia modelowy przykład podejścia do regulacji alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi³³¹, a jego atrakcyjność powoduje, że wiele spółek notowanych na LSE emituje instrumenty finansowe na AIM. Niewątpliwie jednak największą zaletą AIM jest to, że przyciąga on małe i średnie przedsiębiorstwa³³². Model AIM opiera się w dużej mierze na niższych standardach dotyczących obrotów, połączonych z działalnością tzw. *nominated advisers* (NOMADS)³³³, pełniących funkcje konsultantów. Z pewnością są to główne przyczyny największej liczby pierwszych ofert publicznych (IPO)³³⁴.

Obecnie w tym najbardziej efektywnym w Europie alternatywnym systemie obrotu instrumentami finansowymi notowanych jest ponad 1500 przedsiębiorstw. AIM jest systemem niezwykle przyjaznym w szczególności dla małych i średnich przedsiębiorstw, gdyż charakteryzuje się przede wszystkim nieporównanie mniej „uciążliwymi” wymaganiami stawianymi emitentom i spółkom notowanym w stosunku do rynków

³²⁹ Por. D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 89 i nast.

³³⁰ W okresie 15 lat działalności przedsiębiorstwa pozyskały w drodze nowych emisji około 67 miliardów funtów. AIM został stworzony z myślą o małych przedsiębiorstwach na wczesnym etapie rozwoju, wspieranych przez fundusze *venture capital* i poszukujących kapitału na rozwój. Zob. D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 89 i nast.

³³¹ Przy czym określenie „modelowy” nie oznacza, iż możliwe, a nawet pożądane jest wykorzystywanie w innych systemach dokładnie tych samych rozwiązań. Modelowość rozwiązań przyjętych w AIM należy rozumieć jako osiągnięcie optymalnej równowagi pomiędzy regulacją prawną a regulacjami pochodzącymi od podmiotu prowadzącego system, z jednoczesnym zachowaniem bezpieczeństwa obrotu i efektywności rynku.

³³² Zob. J.M. Mendoza, *Securities regulation...*, s. 283 i nast.

³³³ Odpowiednikiem na polskim NewConnect są Autoryzowani Doradcy.

³³⁴ Ponadto istotne są też inne istotne udogodnienia, jak np. umożliwienie osobom fizycznym skorzystania z ulgi w podatku dochodowym. Każdy inwestor, który zainwestuje do 500 000 funtów w roku podatkowym w nową emisję akcji spółki notowanej na AIM i nie sprzeda ich przez 3 lata, skorzysta z ulgi w podatku dochodowym w wysokości 20% zainwestowanych środków. Zob. J.M. Mendoza, *Securities regulation...*, s. 283 i nast.

regulowanych (zwłaszcza rynku głównego London Stock Exchange). Jednocześnie AIM, pomimo płytkiej i stosunkowo mało rygorystycznej regulacji prawnej adresowanej głównie do małych i średnich przedsiębiorstw, jest rynkiem charakteryzującym się dużym, porównywalnym z rynkami regulowanymi, zaufaniem inwestorów³³⁵.

Podstawą działalności AIM jest sporządzony przez LSE regulamin określający zasady wprowadzania i funkcjonowania spółek na tym alternatywnym rynku (*AIM Rules for Companies*)³³⁶. Zresztą w zasadzie całość szczegółowych regulacji rynku AIM określana jest przez jego organizatora, tj. LSE. Przedsiębiorstwa zamierzające funkcjonować na alternatywnym rynku muszą dostosować swoje działania do wymogów regulaminu AIM.

Samoregulacja stanowi niewątpliwie klucz do tworzenia na AIM mniejszych obciążeń regulacyjnych, których zasadnicze cele formułowane są następująco:

- spółki wchodzące na rynek nie mogą podlegać znacznym kryteriom przyjęć;
- obowiązki dotyczące spółek notowanych powinny być stosunkowo mniejsze niż te, które są formułowane w odniesieniu do spółek notowanych na rynku regulowanym;
- wprawdzie zasady ładu korporacyjnego nie są obowiązkowe dla spółek notowanych na AIM, to jednak organizator wprowadził politykę wdrażania tych zasad³³⁷.

Niewątpliwie z prawnego punktu widzenia swego rodzaju nowością, ale można też postawić tezę, że determinantą rozwoju AIM, jest koncepcja tzw. NOMAD (*nominated adviser*)³³⁸. Za uprawnione należy uznać, oczywiście metaforyczne stwierdzenie, iż NOMAD stanowią rdzeń AIM³³⁹, a jednym z podstawowych unormowań działania systemu jest nałożenie przez jego organizatora, tj. LSE, na emitentów w alternatywnym systemie obrotu obowiązku wyznaczenia (a w zasadzie zawarcia umowy i korzystania

³³⁵ Sukces AIM stał się z pewnością powodem utworzenia na jego wzór alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi we Włoszech czy Japonii. Ch. Mallin, Kean Ow-Yong, *The UK Alternative Investment Market – Ethical Dimensions*, „Journal of Business Ethics”, September 2010, s. 223; S. Parsa, R. Kouhy, *Social Reporting by Companies Listed on the Alternative Investment Market*, „Journal of Business Ethics”, May 2008, Vol. 79, Issue 3, s. 345 i nast.

³³⁶ Obecny obowiązuje od 2010 r.

³³⁷ Większość firm AIM dobrowolnie poddaje się zresztą standardom ładu korporacyjnego oraz standardom ujawniania informacji, a głównym powodem jest aktywność NOMAD i presja ze strony inwestorów instytucjonalnych. J.M. Mendoza, *Securities regulation...*, s. 295 i nast.

³³⁸ Podobny status do NOMAD mają Autoryzowani Doradcy działający zgodnie z Regulaminem NewConnect, choć rola, jaką odgrywają na polskim alternatywnym rynku, który w dużym stopniu wzorowany był na AIM, jest niestety znacznie mniejsza.

³³⁹ Ch. Mallin, Kean Ow-Yong, *The UK Alternative...*, s. 223.

z usług) NOMAD, którym może być jedynie spełniający określone wymogi doradca w zakresie finansowania przedsiębiorstw³⁴⁰. Zgodnie z wymogami stawianymi przez London Stock Exchange NOMAD, jako wyspecjalizowani doradcy, dokonują przede wszystkim ogólnej oceny spółki w kategoriach jej przydatności dla AIM, spełnienia wymogów dopuszczenia do systemu, potencjalnych zagrożeń w zakresie spełniania wymogów zapewniających bezpieczeństwo obrotu instrumentami finansowymi, a w konsekwencji udzielają profesjonalnej pomocy w procesie wprowadzania spółek na rynek kapitałowy. Ponadto spółki notowane w AIM zobowiązane są do stałej współpracy z NOMAD. Zgodnie bowiem z postanowieniami *AIM Rules for Companies*³⁴¹ spółki notowane na AIM muszą wyznaczyć NOMAD już przy pierwszej emisji w alternatywnym systemie i następnie w ramach funkcjonowania na AIM spółka musi korzystać z ich usług. Brak wyznaczonego wyspecjalizowanego doradcy powoduje automatycznie zawieszenie notowań instrumentów finansowych takiej spółki, a po miesiącu zaprzestanie notowań spółki.

Fakt, iż spółka musi korzystać z usług NOMAD, powoduje niewątpliwie profesjonalizację samego systemu i prowadzi do zwiększenia zaufania inwestorów, co ostatecznie przekłada się na rozwój alternatywnego systemu obrotu. Bez wątpienia bowiem tworzenie ram prawnych dla funkcjonowania AIM związane było z koniecznością rozstrzygnięcia dylematu, przed którym stoją wszystkie współczesne alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi, a mianowicie jak ograniczyć wymogi prawne, zachęcając głównie małe i średnie przedsiębiorstwa do wprowadzania instrumentów finansowych na ten rynek, nie zwiększając ponad racjonalną miarę ryzyka związanego z inwestowaniem środków finansowych w instrumenty finansowe na alternatywnym rynku. Wydaje się, że wprowadzenie obowiązku korzystania z NOMAD jako wyspecjalizowanych doradców jest jednym z kluczowych elementów systemu, który pozwala na osiągnięcie pewnej równowagi w tym zakresie³⁴². Ponadto można postawić mało ryzykowną tezę, iż działalność NOMAD wpływa na istnienie jeszcze innej zależności: mniejsze wymogi w porównaniu z rynkami regulowanymi stawiane przedsiębiorstwom wchodzącym na AIM są możliwe dzięki profesjonalnym usługom świadczonym przez NOMAD.

³⁴⁰ Szczegółowe wymogi określone są w *AIM Rules for Nominated Adviser*, dokumencie wydanym przez London Stock Exchange.

³⁴¹ Regulamin AIM dla przedsiębiorstw.

³⁴² Oczywiście można postawić pytanie, czy *nominated advisers* nie naruszają innego ważnego elementu alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi, jakim są niższe niż na rynku regulowanym koszty wprowadzenia instrumentów do obrotu i funkcjonowania w systemie. Biorąc pod uwagę, że AIM ogranicza znacznie wiele wymogów, które są typowe dla rynków regulowanych, koszt obsługi ponoszony na doradztwo NOMAD, wobec korzyści dla przedsiębiorców, a także całego systemu, należy uznać za niewielki.

Działalność wyspecjalizowanych doradców daje bowiem możliwość zapewniania nie tylko odpowiedniego poziomu w zakresie stosowania prawidłowych reguł badania finansów przedsiębiorstw, ale także zmusza przedsiębiorstwa notowane na AIM do przestrzegania istotnych dla rynku kapitałowego zasad ładu korporacyjnego³⁴³.

Wskazując na główne, mające wpływ na funkcjonowanie rynków różnice w zakresie regulacji pomiędzy Alternative Investment Market a London Stock Exchange, należy wskazać przede wszystkim na następujące:

- brak ograniczeń w zakresie liczby akcji upublicznionych, umożliwiających wejście na rynek, podczas gdy wprowadzenie spółki na LSE wymaga posiadania co najmniej 25% akcji znajdujących się w publicznym obrocie;
- brak ograniczeń w zakresie minimalnego okresu prowadzenia działalności przez spółkę przed wejściem na AIM – w przypadku LSE co najmniej trzyletni okres prowadzenia działalności;
- dokumenty dopuszczające spółkę na alternatywny rynek, a tym samym dopuszczające instrumenty finansowe do obrotu, są zatwierdzane przez organizatora (a przygotowane przy współpracy z *nominated adviser*), podczas gdy dokumenty dopuszczające instrumenty finansowe spółki do obrotu na LSE wymagają zatwierdzenia przez United Kingdom Listed Authority (UKLA),
- brak progu minimalnej kapitalizacji na AIM i określenie takiego progu na LSE³⁴⁴.

AIM, oczywiście jak każdy rynek kapitałowy, wykazuje też pewne mankamenty, które jednak związane są raczej z naturą alternatywnych systemów obrotu, a nie z samym modelem AIM. Należy do nich głównie podwyższone ryzyko, wynikające właśnie z faktu, iż małe i średnie przedsiębiorstwa dysponują „słabszą” i mniej rozbudowaną strukturą organizacyjną. Ponadto związana z tym, zaplanowana infrastruktura rynku i zmniejszony zakres obowiązków nakładanych w ramach działalności regulacyjnej z natury rzeczy przyczynia się do zwiększonego ryzyka³⁴⁵. Niemniej jednak zbyt szeroka ingerencja prawna w funkcjonowanie AIM zniwelowałaby zapewne zalety tego rynku, a w konsekwencji mogłaby zbliżyć zasady funkcjonowania do rynków regulowanych.

³⁴³ Szerzej na temat znaczenia reguł ładu korporacyjnego dla AIM zob. C.A. Mallin, K. Ow-Yong, *Corporate Governance in Small Companies – the Alternative Investment Market*, „Corporate Governance: An International Review” 1998, No. 6, s. 224 i nast. W brytyjskiej doktrynie *common law* równie istotne znaczenie jak regulacje rangi ustawowej i zasady prawa precedensu mają zasady pozwalające przedsiębiorstwom działać efektywniej. Zob. S. Griffin, *Company Law Fundamental Principles*, London 2006, s. 365.

³⁴⁴ D. Kordela, *AIM...*, s. 209.

³⁴⁵ Zob. J.M. Mendoza, *Securities regulation...*, s. 295 i nast.

Można zaryzykować tezę, iż w takich warunkach doprowadziłoby to wcześniej czy później do zaprzestania notowań w systemie bądź w najlepszym przypadku całkowitej zmiany jego charakteru.

4.4. Znaczenie alternatywnych systemów obrotu w gospodarce

Zgodnie z regulacją zawartą w pkt 5 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady³⁴⁶ konieczne było ustanowienie kompleksowego reżimu regulacyjnego rządzącego realizacją transakcji na instrumentach finansowych, bez względu na metody handlowe stosowane do zawierania tych transakcji. Celem kompleksowej regulacji zawartej w dyrektywie było podjęcie próby zapewnienia wysokiej jakości realizacji transakcji inwestorskich i podtrzymanie integralności oraz ogólnej efektywności systemu finansowego. Niewątpliwie istotne wyzwanie stanowiło określenie spójnych i dostosowanych do specyficznego dla MTF ryzyka ram regulacyjnych obowiązujących na europejskim rynku finansowym. Mając to na względzie, przyjęto, iż konieczne jest uznanie pojawienia się na rynkach regulowanych nowej generacji zorganizowanych systemów obrotu, które powinny podlegać zobowiązaniom utworzonym w celu utrzymania efektywnych i prawidłowo funkcjonujących rynków finansowych. W celu ustanowienia proporcjonalnych ram regulacyjnych wprowadzono przepisy dotyczące włączenia nowej usługi inwestycyjnej, która polega na prowadzeniu platform obrotu (MTF).

Mając na względzie powołane unormowania dyrektywy 2004/39/WE zawarte w jej preambule, należy stwierdzić, iż wskazują one nie tylko na potrzebę kompleksowego uregulowania funkcjonowania różnych platform obrotu instrumentami finansowymi, ale potwierdzają zupełnie nowe ujęcie zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi. Uprawnione wydaje się stwierdzenie, że zaakceptowana została na gruncie prawnym potrzeba poszukiwania nowych źródeł pozyskiwania środków finansowych przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Koncepcja zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi obejmuje zatem dokonywanie obrotu nie tylko na rynku regulowanym, ale również w alternatywnym systemie obrotu³⁴⁷.

³⁴⁶ Dyrektywa z dnia 21 kwietnia 2004 r. 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady 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.

³⁴⁷ Taka koncepcja została również konsekwentnie przyjęta do polskiego systemu, gdyż stosownie do treści art. 3 pkt 9 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. z 2010 r. Dz. U. Nr 211, poz. 1384 ze zm.) przez obrót zorganizowany rozumie się obrót pa-

Regulacje zawarte w dyrektywie 2004/39/WE były wynikiem dostrzeżenia nie tylko samego funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, ale także ich coraz większego znaczenia w ramach całego rynku kapitałowego. Bezspornie sukces AIM nie był tutaj bez znaczenia. Z jednej strony instytucje finansowe zauważyły swoistą lukę na rynku kapitałowym w postaci braku możliwości pozyskiwania za pośrednictwem tego rynku środków finansowych przez mniejsze przedsiębiorstwa. Z drugiej zaś strony unijny legislator dostrzegł, iż wobec coraz powszechniejszego „wchodzenia” w tę lukę przez instytucje finansowe konieczne jest objęcie funkcjonowania MTF ujednoliconą regulacją prawną.

Badania nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie poszczególnych instytucji prawnych mających znaczenie dla funkcjonowania systemu finansowego nie mogą abstrahować od roli, jaką pełnią one w gospodarce. Tym samym w odniesieniu do alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi ważne jest, aby podjąć próbę określenia ich znaczenia. Znaczenie to bowiem powinno determinować określone zachowania regulacyjne, uwzględniające oczywiście specyfikę alternatywnych rynków oraz ich uczestników.

Mając powyższe na względzie, należy przede wszystkim przypomnieć, iż na przełomie XX i XXI wieku na światowych rynkach finansowych, w tym także na polskim rynku finansowym, nastąpiło wiele dynamicznych zmian. Okres ten charakteryzował się nie tylko wprowadzaniem różnego rodzaju innowacyjnych rozwiązań finansowych, ale także znacznym wzrostem ryzyka. Stanowiło to impuls do poszukiwania nowych rozwiązań pozwalających na zdwersyfikowanie ryzyka na rynkach finansowych. Wiązało się to również z faktem coraz poważniejszego dostrzegania przez małych i średnich przedsiębiorców korzyści, jakie dają papiery wartościowe, szczególnie w zakresie możliwości pozyskiwania kapitału i traktowania ich jako alternatywnych w stosunku do tradycyjnych (np. bankowych instrumentów finansowych) źródeł finansowania różnego rodzaju inwestycji³⁴⁸.

pierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu.

³⁴⁸ W efekcie globalizacji wzrasta też konkurencja między instytucjami finansowymi, które poszukują nowych, relatywnie tanich produktów, nie tylko w celu zwiększenia konkurencyjności, ale często także w celu przetrwania na rynku. M. Dąbrowska, M. Wargacki, *Alternatywne Systemy Obrotu ATS-y a rynek papierów wartościowych – wyzwanie przyszłości*, (w:) *Rynek kapitałowy w przededniu integracji Polski z Unią Europejską*, red. W. Tarczyński, Szczecin 2004, s. 61. Warto też zwrócić uwagę, iż w przypadku polskiego alternatywnego systemu obrotu NewConnect bardzo duże znaczenie mają przyjęte przez banki zasady oceny ryzyka kredytowego, które mają bardzo restrykcyjny charakter, eliminując wiele podmiotów, zwłaszcza małych i średnich przedsiębiorstw. W odniesieniu do sektora MŚP banki krajowe przyjęły w zasadzie

Związek pomiędzy dobrze, bezpiecznie funkcjonującymi rynkami kapitałowymi a wzrostem gospodarczym jest zależnością bezsporną³⁴⁹. Niewątpliwie też, zważywszy na fakt, iż rozwój gospodarczy zależy w dużej mierze od rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw, istotne jest prawidłowe funkcjonowanie tej części rynku kapitałowego, która tego rodzaju przedsiębiorstwom, poprzez stwarzanie odpowiednich warunków prawnych, sprzyja, tj. alternatywnych systemów obrotu³⁵⁰. Alternatywne systemy obrotu których podstawowa idea podobna jest do funkcjonujących giełd – są operatorem systemu kojarzącego podaż i popyt na instrumenty finansowe w obrębie tego systemu – różnią się od nich znacznie, co w konsekwencji pozwala na spełnianie samodzielnych, niezależnych w pewnej mierze od rynków regulowanych, funkcji. Rozwój alternatywnych rynków związany jest niewątpliwie z co najmniej dwoma cechami. Po pierwsze, jest to rynek, którego regulacja prawna ma charakter znacznie łagodniejszy zarówno w zakresie wymogów odnoszących się do podmiotów występujących na tym rynku, jak i w zakresie wprowadzania do obrotu instrumentów finansowych. Po drugie, alternatywny rynek daje możliwość obniżenia kosztów transakcyjnych. Konsekwentnie zatem z jednej strony alternatywne systemy obrotu dają możliwość świadczenia usług

strategię obsługi rachunków rozliczeniowych oraz przyjmowania czasowych nadwyżek finansowych. Zob. M. Zaleska, *Pobudzanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) w Polsce*, (w:) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, red. J. Bieliński, Warszawa 2004, s. 279.

³⁴⁹ Oczywiście ta zależność ma szerszy wymiar, gdyż w zasadzie prawidłowe funkcjonowanie całego rynku finansowego jest warunkiem niezbędnym, choć nie jedynym, dobrze funkcjonującej gospodarki. To rynki finansowe, w tym rynek kapitałowy, są miejscem gromadzenia i kumulowania kapitału, co niewątpliwie stymuluje gospodarkę. Ponadto w literaturze zwraca się też uwagę na bezsporną korelację, jaka zachodzi pomiędzy kondycją gospodarki a kondycją rynków finansowych. Zależność ta jest bowiem obustronna. Zob. J. Gurley, E. Shaw, *Financial Aspects of Economic Development*, „American Economic Review” 1995, vol. 45; P. Demetriades, K. Hussein, *Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries*, „Journal of Development Economics”, vol. 51, s. 389-390.

³⁵⁰ Najbardziej rozwinięty alternatywny system obrotu instrumentami finansowymi, tj. Alternative Investment Market, odgrywa niezwykle istotną rolę w gospodarce Wielkiej Brytanii. Podmioty notowane na AIM przyczyniły się w zauważalnym stopniu do wytworzenia PKB Wielkiej Brytanii, zmniejszenia bezrobocia oraz rozwoju dużej liczby małych i średnich przedsiębiorstw. Zob. D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 26-27. Autor zwraca też uwagę, iż w Polsce, biorąc pod uwagę relatywnie krótki okres funkcjonowania alternatywnego rynku NewConnect, brak jest szczegółowych badań, tym niemniej rynek ten rozwija się bez wątplenia dynamicznie, pomimo dużego zróżnicowania przedsiębiorstw na nim występujących. Tworzenie Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO) w Polsce możliwe było dopiero od 24.10.2005 r., tj. od dnia wejścia w życie trzech ustaw regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego, w tym zawierającej stosowne uregulowania – ustawy o obrocie. Stworzenie możliwości prawnej organizowania ASO było konsekwencją implementacji prawa Unii Europejskiej.

komplementarnych w stosunku do rynków giełdowych³⁵¹, a z drugiej nie można też całkowicie wykluczyć, że rozwój rynków alternatywnych spowoduje zwiększanie konkurencyjności na rynkach kapitałowych i ograniczy w pewnym sensie naturalne tendencje monopolistyczne giełd³⁵², choć sam fakt funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu przełamuje w pewnym stopniu monopol tradycyjnych rynków.

Wprowadzenie dyrektywy 2004/39/WE i zawartych w niej rozwiązań odnoszących się do funkcjonowania wielostronnych platform obrotu instrumentami finansowymi stało się niewątpliwie swego rodzaju katalizatorem wzrostu i bezspornej akceptacji, zwłaszcza ze strony inwestorów i alternatywnych systemów obrotu w Europie. Dyrektywa 2004/39/WE stworzyła warunki do powstania tanich platform obrotu przez wprowadzenie nowych zasad dotyczących przejrzystości funkcjonowania podmiotów na tym rynku oraz ujawniania przez nie informacji. Dzięki przyjętym rozwiązaniom obrót instrumentami finansowymi nie musi już podlegać takiej koncentracji, a wielostronne platformy obrotu (MTF) i podmioty giełdowe mogą stanowić alternatywę dla rynków regulowanych. Funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu w Stanach Zjednoczonych wskazuje, że obrót instrumentami finansowymi na nich staje się znaczącą alternatywą dla utrzymania płynności finansowej przez inwestorów, a także często wpływa na polepszenie wyników finansowych w porównaniu z inwestowaniem na rynkach regulowanych³⁵³.

Powody, dla których alternatywne systemy obrotu stały się atrakcyjnymi rynkami, są różne. Przede wszystkim wprowadzanie do obrotu instrumentów finansowych nie jest związane z żadnymi szczególnie uciążliwymi wymogami, a kryteria zakwalifikowania do obrotu należy wręcz uznać za łagodne. Przedsiębiorstwa dążące do pozyskania środków finansowych w ramach alternatywnego systemu obrotu nie muszą np. legitymować

³⁵¹ Nie można zgodzić się z poglądem, że alternatywne systemy obrotu stanowią typową konkurencję w stosunku do tradycyjnych rynków giełdowych, choć oczywiście przesadą byłoby kategorięczne stwierdzenie, iż alternatywne systemy obrotu nie stanowią absolutnie żadnej konkurencji dla rynków regulowanych. Alternatywne rynki nie są, na tym etapie rozwoju, zagrożeniem dla giełd. Oczywiście zupełnie inną kwestią jest fakt, iż dynamiczny rozwój alternatywnych systemów obrotu może stanowić pewną konkurencję dla innych instytucji finansowych, szczególnie banków, gdyż w ramach tych systemów, w pewnym stopniu poza systemem bankowym, przedsiębiorcy uzyskują innowacyjne źródło pozyskania kapitału. Nie można jednak zapominać, że inwestorami na alternatywnych rynkach są również banki, tak więc pośrednio uczestniczą w rozwoju tego źródła finansowania inwestycji. Nieco inaczej M. Dąbrowska, M. Wargacki, *Alternatywne Systemy Obrotu...*, s. 62.

³⁵² M. Kachniewski, *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 11-12, s. 6.

³⁵³ C.R.W. de Meijer, *The new trading environment post-MiFID: one year later*, „Journal of Securities Operations and Custody”, February 2009, s. 8.

się szczególnie wskazanymi wynikającymi z aktualnego bilansu czy wcześniejszych lub przewidywanych wyników finansowych. Stwarza to alternatywne w stosunku do rynku regulowanego możliwości nie tylko małym i średnim przedsiębiorcom, ale również (a może zwłaszcza) przedsiębiorcom podejmującym nowe działania biznesowe, bardziej skłonny do podejmowania przedsięwzięć o istotnym stopniu ryzyka³⁵⁴.

Rozwój alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi związany jest też, dzięki ograniczonym wymogom formalnym w stosunku do rynków regulowanych, z możliwościami, jakie dają nowo tworzonym lub niedawno utworzonym przedsiębiorstwom, które uzyskują nie tylko alternatywne w stosunku do tradycyjnych źródło pozyskania kapitału, ale również możliwość zaistnienia na rynku publicznym. Rynek ten jest jednocześnie miejscem, na którym dokonywana jest weryfikacja przedsiębiorstwa przez inwestorów, co przy prawidłowej regulacji prawnej odnoszącej się do alternatywnych systemów obrotu zmusza notowane w tym systemie podmioty do profesjonalnego zarządzania przedsiębiorstwem³⁵⁵.

³⁵⁴ Należy pamiętać, że podejmowanie ryzyka często związane jest z przedsięwzięciami wymagającymi znacznej kreatywności i zarazem charakteryzującymi się dużym stopniem innowacyjności. W istocie alternatywne systemy obrotu otwierają przed przedsiębiorstwami podejmującymi takie działania duże możliwości, zwłaszcza że inwestorzy, jak się wydaje, w pełni akceptują fakt inwestowania środków finansowych na alternatywnych rynkach w projekty o zwiększonym stopniu ryzyka, ale dające podstawy do założenia wysokich stóp zwrotu w razie powodzenia przedsięwzięcia i rozwoju przedsiębiorstwa. Por. A. Colombelli, *Alternative Investment Market: A Way to Promote Entrepreneurship*, „Journal of Industry, Competition and Trade”, September 2010, s. 257.

³⁵⁵ Funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu, ale szerzej również giełd, poprzez odpowiednio konstruowane wymogi prawne odnoszące się do uczestników obrotu, ma niewątpliwie wpływ na przestrzeganie podstawowych reguł w zakresie ładu korporacyjnego. Zob. H. Christiansen, A. Koldertsova, *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2009, Vol. 3, Issue 1, s. 212 i nast. System zarządzania i kontrolowania organizacji, określający podział praw i odpowiedzialności pomiędzy akcjonariuszami, radą nadzorczą czy też zarządem, z punktu widzenia inwestorów ma wpływ na zapewnienie przejrzystości mechanizmów zachodzących w spółkach publicznych. R. Czerniawski, A. Rapacka, *Pomiędzy prawem a finansami. Poradnik członka rady nadzorczej spółki akcyjnej*, Warszawa 2007, s. 267; B. Binek, P. Heciak, M. Stępniewska, D. Waltz-Komierowska, *Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych*, Warszawa 2006, s. 147; P. Błaszczyk, *Przyszłość europejskiego prawa spółek i ładu korporacyjnego w najnowszym Planie działania (Action Plan) Komisji Europejskiej*, PPH 2013, nr 4, s. 18 i nast. Znaczenie reguł w zakresie ładu korporacyjnego i znaczenie ich przestrzegania dla funkcjonowania rynku kapitałowego jest oczywistą przyczyną ingerencji państwa w działania na rzecz poprawy ładu korporacyjnego. Zob. A.S. Nartowski, *Od samoregulacji rynku do prawa*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 2, s. 174-175.

Platformy obrotu będące alternatywnymi systemami obrotu, które opierają się na unijnych regulacjach, działają w wielu państwach³⁵⁶. Jest to rynek, który umożliwia pozyskanie kapitału przez niewielkie przedsiębiorstwa charakteryzujące się znacznym potencjałem rozwoju po relatywnie, w porównaniu z kosztami na rynkach regulowanych, niskim koszcie. Sprzyjające okoliczności ekonomiczne, a także rozwiązania prawne przyczyniają się do powstania możliwości zaistnienia na publicznym rynku kapitałowym i wykorzystywania przez przedsiębiorców możliwości, jakie te rynki oferują. Z drugiej strony wprowadzanie nowych technologii i innowacji jest koniecznością, przed którą stają uczestnicy rynków finansowych, w tym rynków kapitałowych, a to z kolei skutkuje tworzeniem ram prawnych pozwalających na funkcjonowanie nowych rozwiązań, przy czym zasadniczym wyzwaniem staje się wprowadzenie właściwych regulacji prawnych, nieograniczających procesu rozwoju i jednocześnie zapewniających właściwy poziom bezpieczeństwa³⁵⁷. W procesie globalizacji poszukiwanie nowych rozwiązań dostosowanych do zmieniających się potrzeb przedsiębiorców, zwłaszcza rozwiązań zapewniających relatywnie tanią, kompleksową obsługę, staje się warunkiem przetrwania na tym rynku. Przykładem takiego rozwiązania są platformy alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi (*Alternative Trading Systems*).

³⁵⁶ Ich rozwój ma bezspornie dynamiczny charakter, niemniej jednak warto pamiętać, iż cały czas głównymi organizatorami tych rynków są podmioty prowadzące rynki regulowane. I tak w Anglii przy London Stock Exchange funkcjonuje rynek Alternative Investment Market (AIM), w Irlandii przy Irish Stock Exchange – rynek Irish Enterprise Exchange, przy ponadnarodowej giełdzie Euronext – rynek Alternext, we Włoszech – rynek Expandi, którego operatorem jest Borsa Italiana, a w Niemczech przy Deutsche Börse – rynek Entry Standard.

³⁵⁷ W przypadku rynków kapitałowych, czy wręcz szerszej rynków finansowych, kwestia wzajemnego wpływu regulacji prawnej i rozwoju technologii jest jeszcze bardziej oczywista niż w przypadku regulacji prawnej odnoszącej się do tradycyjnych dziedzin. Rozwój technologii wymusza dynamiczne zmiany w obszarze rozwiązań prawnych, które stymulują określone zachowania uczestników rynku kapitałowego.

Rozdział III

Ingerencja prawna w płaszczyzny konstytutywne dla alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi

1. Pojęcie alternatywnych systemów obrotu i ich charakter prawny

Do momentu wejścia w życie dyrektywy 2004/39/WE pojęcie alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi, czy raczej – jak określa je dyrektywa 2004/39/WE – wielostronnej platformy obrotu instrumentami finansowymi, nie było definiowane w unijnym porządku prawnym, mimo iż tego rodzaju sposoby realizacji zleceń występowały powszechnie na wielu rynkach europejskich³⁵⁸. Funkcjonowały one w różnych formach, od prostych, kojarzących zlecenia po z góry ustalonej cenie, do stosunkowo bardziej złożonych, działających w oparciu o reguły zbliżone do zasad funkcjonowania rynków regulowanych. Nie tylko brak definicji, ale przede wszystkim brak jednolitych regulacji powodował, iż niezwykle trudno było jednoznacznie określić charakter prawny alternatywnych systemów obrotu. W zależności bowiem od przyjętych na danym rynku rozwiązań legislacyjnych alternatywne systemy obrotu postrzegane były bądź jako przedsiębiorstwa inwestycyjne, bądź wręcz jako giełdy papierów wartościowych w tradycyjnym tego słowa znaczeniu. Zupełnie nietypowe, można powiedzieć: osobliwe, jak na zwyczaje europejskie, rozwiązania przyjęto w Stanach Zjednoczonych, gdzie alternatywnym systemom obrotu pozostawiona została możliwość wyboru najdogodniejszej dla siebie formy prowadzenia działalności i w zależności od przyjętego modelu funkcjonowania możliwość poddania się reżimowi właściwemu dla giełd bądź przedsiębiorstw inwestycyjnych³⁵⁹. Takie rozwiązanie wydaje się nieco

³⁵⁸ W Europie, o czym już była mowa, alternatywne rynki funkcjonowały wiele lat przed wprowadzeniem dyrektywy 2004/39/WE, jak np. AIM w Londynie. Rynki alternatywne były definiowane w sposób dość ogólny, jako zorganizowany system obrotu instrumentów finansowych, funkcjonujący niezależnie od rynków regulowanych. Zob. np. R. Pastusiak, *Rynki alternatywne w Europie. Londyński Alternative Investment Market a NewConnect*, (w:) *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek Finansowy*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2011, nr 174, s. 294.

³⁵⁹ Taka elastyczna regulacja zawarta jest w akcie SEC, Final rules, Regulation of Exchange and Alternative Trading Systems, Release No. 34-40760; File No. S7.12.98. Należy jednak pamiętać, że alternatywne rynki obrotu instrumentami finansowymi w Stanach Zjednoczonych nie mogą być traktowane jako alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi w europejskim znaczeniu. Przykładowo Nasdaq, który powstał w 1971 r. jako alternatywny rynek i stał się

kłócić z samą istotą alternatywnych systemów obrotu, gdyż geneza ich powstania wiąże się przecież z rynkową potrzebą stworzenia platformy obrotu odmiennej od tradycyjnych giełd, stanowiącej nie tyle konkurencję, ile udogodnienie, pozwalające na pozyskiwanie kapitału przedsiębiorcom, którzy nie mogą spełnić rygorów rynku regulowanego. W przypadku systemu anglosaskiego, zorientowanego rynkowo, z ogromnymi tradycjami, jeśli chodzi o funkcjonowanie rynku kapitałowego nie ma tutaj sprzeczności. Należy bowiem zwrócić uwagę, iż regulacje prawne rynku regulowanego i alternatywnych systemów obrotu (*alternative trading systems*) w Stanach Zjednoczonych są do siebie zbliżone³⁶⁰. Można tym samym zaryzykować stwierdzenie, iż alternatywne rynki w Stanach Zjednoczonych, biorąc pod uwagę regulację prawną, mają niewiele wspólnego z alternatywnymi rynkami europejskimi³⁶¹. Nie oznacza to, że europejskie wzorce powinny podążać w stronę rozwiązań amerykańskich. Alternatywne systemy obrotu w Europie, może poza londyńskim AIM, są rynkami stosunkowo młodymi i dopiero rozwijającymi się³⁶². Ich atrakcyjność na tym etapie rozwoju przejawia się z pewnością w odmiennej od rynku regulowanego regulacji prawnej, nienakładającej takich samych obowiązków, a w konsekwencji pozwalającej na zachowanie niższego poziomu kosztów uczestnictwa na rynku kapitałowym.

Z uwagi na fakt, iż alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi przez długi czas funkcjonowały bez regulacji prawnej adresowanej bezpośrednio do nich, a w konsekwencji brak było również jednolitej definicji, co spowodowało pewien zamęt terminologiczny, niezbędne jest podjęcie próby uporządkowania kwestii terminologicznych właśnie. Należałoby niewątpliwie zacząć od definicji alternatywnych

niewątpliwie pierwowzorem dla współczesnych alternatywnych systemów obrotu, jest w zasadzie elektroniczny rynek papierów wartościowych. Zob. Ch. Cao, E. Ghysels, F. Hatheway, *Price Discovery without Trading: Evidence from the Nasdaq Preopening*, „The Journal of Finance” 2000, vol. LV, No. 3, s. 1343.

³⁶⁰ Regulacje dotyczące rynku kapitałowego w Stanach Zjednoczonych, zupełnie innym systemie niż kontynentalny, mają nie tylko odmienny charakter. Działalność regulacyjna powierzona jest w ogromnej mierze SEC i trzeba zauważyć, że jest dość wymagająca. Zob. S.M. Davidoff, *Paradigm Shift: Federal Securities Regulation In the New Millennium*, „Wayne State University Law School Research Paper” 2008, No. 08-05, s. 340 i nast.

³⁶¹ Chociaż niewątpliwie powstawanie europejskich alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi związane było z ideą zapoczątkowaną w latach siedemdziesiątych ubiegłego stulecia na rynkach Stanów Zjednoczonych, tj. ideą tworzenia odrębnych od giełdowych rynków, na których w sposób zorganizowany dokonywany jest obrót papierami wartościowymi.

³⁶² Należy podkreślić dynamiczny rozwój polskiego NewConnect na tle innych rynków europejskich. Zob. E. Feder-Sempach, *NewConnect i inne alternatywne rynki dla sektora MŚP w Europie*, (w:) *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Wrocław 2011, s. 185 i nast.

systemów obrotu instrumentami finansowymi zawartych w regulacjach SEC³⁶³. SEC w Final rules, Regulation of Exchange and Alternative Trading Systems (pkt IV.A.1.a.) definiuje alternatywy system obrotu jako każdy system, który stanowi, utrzymuje, lub udostępnia miejsce do handlu albo też do udogodnienia łączenia nabywców i sprzedawców papierów wartościowych, lub też stanowi miejsce wykonywania w odniesieniu do papierów wartościowych funkcji wykonywanych zazwyczaj przez giełdę, przy czym system ten działać powinien zgodnie z zasadami Exchange Act Rules zawartymi w pkt 3b-16³⁶⁴. Tym samym z definicyjnego punktu widzenia istota alternatywnych systemów obrotu w ujęciu SEC przejawia się w stworzeniu systemu, który spełnia co najmniej następujące wymogi:

- stanowi zorganizowaną platformę, ułatwiającą obrót papierami wartościowymi;
- funkcjonowanie systemu odbywa się na podstawie z góry określonych zasad;
- zasady funkcjonowania systemu są inne niż na rynku giełdowym³⁶⁵.

Z kolei zgodnie z art. 4 ust. pkt 15 dyrektywy 2004/39/WE wielostronne platformy obrotu (*multilateral trading facility*) oznaczają wielostronny system, obsługiwany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, który kojarzy transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w tym systemie, a kojarzenie transakcji odbywa się zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe, przy czym musi to skutkować zawarciem kontraktu zgodnie z przepisami dyrektywy 2004/39/WE. Jednocześnie z uwagi na fakt, iż w definicji pojęcia „wielostronne platformy obrotu” odwołano się wprost do regulacji zawartej w tytule II dyrektywy, jako

³⁶³ Pamiętając, iż alternatywne systemy obrotu funkcjonujące w Stanach Zjednoczonych mają inny charakter niż analogiczne systemy funkcjonujące w Europie. Niemniej jednak, po pierwsze, to one stanowiły swoistą inspirację do utworzenia modelowego europejskiego systemu, jakim jest londyński AIM, a po drugie, terminologia zawarta w regulacjach SEC, zwłaszcza zwrot *alternative trading system* (stąd w literaturze anglojęzycznej używany skrót ATS), wpłynęła bez wątpienia na terminologię używaną przez polskiego ustawodawcę, który używa właśnie terminu „alternatywne systemy obrotu”, a nie posługuje się terminologią dyrektywy 2004/39/WE i nie używa zwrotu „wielostronne platformy obrotu” (*multilateral trading facility*).

³⁶⁴ W literaturze zwraca się uwagę, iż najbardziej charakterystycznymi cechami ATS jest koncentracja popytu i podaży instrumentów finansowych, dokonująca się w ramach zorganizowania obrotu, która następuje poza tradycyjnym, giełdowym obrotem. Zob. np. J. Conrad, K.M. Johnson, S. Wahal, *Institutional Trading and Alternative Trading System*, „Journal of Financial Economics” 2003, vol. 70, Issue 1, s. 100 i nast.; H. Degryse, M. Van Achter, *Alternative Trading Systems and Liquidity*, „Paper prepared for SUERF – conference”, 2001, s. 2 i nast.

³⁶⁵ Chociaż, jak już wspomniano, specyfika alternatywnych rynków w Stanach Zjednoczonych polega m.in. na tym, iż organizator ATS może poddać prowadzony przez siebie rynek zasadom właściwym dla rynku giełdowego.

stanowiącej podstawę działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych³⁶⁶, należy jednoznacznie stwierdzić, iż co do zasady, do organizowania i funkcjonowania alternatywnego rynku nie mają zastosowania unormowania odnoszące się do rynku regulowanego, chyba że przepisy dyrektywy wyraźnie tak stanowią.

Zakres treściowy definicji zawartej w dyrektywie 2004/39/WE był niewątpliwie wynikiem konieczności ustanowienie kompleksowego reżimu regulacyjnego rządzącego realizacją transakcji na instrumentach finansowych, bez względu na metody handlowe stosowane do zawierania tych transakcji, jak określono to w pkt 5 preambuły do dyrektywy³⁶⁷. Tenże kompleksowy reżim daje z kolei możliwość zapewnienia wysokiej jakości realizacji transakcji inwestorskich i w konsekwencji utrzymania efektywności całego systemu finansowego. W chwili wprowadzania dyrektywy 2004/39/WE konieczne było³⁶⁸ uznanie pojawienia się na rynkach regulowanych nowej generacji zorganizowanych systemów obrotu. Prawidłowo funkcjonujący rynek finansowy wymaga jednak określonych reguł, tak aby, mając na względzie jego bezpieczeństwo, usługi finansowe nie były świadczone w oparciu o reguły uznaniowe. W celu zatem ustanowienia proporcjonalnych ram regulacyjnych wprowadzono regulację dotyczącą włączenia nowej usługi inwestycyjnej, która polega na prowadzeniu wielostronnych platform obrotu (MTF).

Niezależnie od dotychczas wskazanych celów regulacji dyrektywa 2004/39/WE wprowadziła definicje rynku regulowanego i MTF³⁶⁹ w taki sposób, aby odzwierciedlały fakt, iż charakteryzują się tą samą funkcją zorganizowania obrotu³⁷⁰. Niezwykle istotny jest bowiem wymóg, aby transakcje zarówno na rynku regulowanym, jak i na wielostronnych platformach obrotu ujmować w systemie za pomocą pozbawionych uprawnień uznaniowych reguł ustalonych przez operatora systemu, przy czym określenie „reguły pozbawione uprawnień uznaniowych” oznacza, że reguły te nie pozostawiają przedsiębiorstwu inwestycyjnemu prowadzącemu MTF możliwości indywidualnego uznawania sposobu wzajemnych powiązań między transakcjami (pkt 6 preambuły do

³⁶⁶ Czy precyzyjniej rzecz ujmując, podstawę dla tworzenia regulacji prawnej w krajowych porządkach, której przedmiotem ma być działalność przedsiębiorstw inwestycyjnych.

³⁶⁷ Szerzej na temat stworzenia zintegrowanego rynku obrotu papierami wartościowymi w wyniku wprowadzenia dyrektywy 2004/39/WE zob. np. A. Ridley, *Regulation of Securities Trading (MIFID) and The Evolution of Exchanges, Clearing and Settlement*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 2008, vol. 17, No. 1, s. 121 i nast.

³⁶⁸ I jest to jeszcze bardziej aktualne po niemal 10 latach obowiązywania dyrektywy 2004/39/WE na terenie Unii Europejskiej.

³⁶⁹ I nałożyła obowiązek dostosowania w prawie krajowym; pkt 6 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE.

³⁷⁰ Wyłączając z definicji systemy dwustronne, tj. takie, w których przedsiębiorstwo inwestycyjne działa na własny rachunek, a nie jako pośrednik; pkt 6 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE.

dyrektywy 2004/39/WE). Nie należy zatem tego sformułowania traktować jako zakazu tworzenia jakichkolwiek reguł odnoszących się do wielostronnych platform obrotu przez organizatora takiej platformy. Wprost przeciwnie, wykładnia systemowa i celowościowa przepisów dyrektywy 2004/39/WE, uwzględniająca istotę wielostronnych platform mających stanowić udogodnienie dla obrotu instrumentami finansowymi, pozwala na ustalenie, iż działalność regulacyjna organizatora wielostronnej platformy obrotu ma niezwykle duże znaczenie dla jej funkcjonowania.

W polskim porządku prawnym pojęcie alternatywnego systemu obrotu zdefiniowane zostało w art. 3 pkt 2 ustawy o OIF. Stosownie do treści tego przepisu przez alternatywny system obrotu należy rozumieć organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, 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 zasadami³⁷¹. Polski ustawodawca, konstruując definicję alternatywnego systemu obrotu, stwierdził wprost, iż jest to system organizowany poza rynkiem regulowanym, tj. niezależnie od tego rynku. Oznacza to w konsekwencji, iż – zgodnie zresztą z regulacją zawartą w dyrektywie 2004/39/WE – do funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi nie mają zastosowania zarówno krajowe, jak i unijne regulacje odnoszące się do rynku regulowanego, o ile ustawodawca wprost się do nich nie odwołuje³⁷².

Cechą wspólną definicji zawartych w regulacjach SEC, dyrektywie 2004/39/WE i ustawie o OIF jest zapewnienie koncentracji popytu i podaży na instrumenty finansowe, co z kolei następuje poprzez organizowanie obrotu³⁷³, który odbywa się na podstawie odrębnych od obowiązujących na rynku regulowanym reguł. Zwrócenia uwagi wymaga niewątpliwie różnica występująca na poziomie terminologicznym. Mianowicie w dyrektywie 2004/39/WE alternatywne systemy obrotu określane są jako wielostron-

³⁷¹ Zgodnie z art. 3 pkt 2 ustawy o OIF nie stanowi alternatywnego systemu obrotu rynek organizowany przez Narodowy Bank Polski, jak również organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu. Zob. też K. Zaradkiewicz, (w:) *Prawo rynku...*, s. 659.

³⁷² Należałoby dodać, iż z uwagi na istotę alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, tj. przede wszystkim znacznie mniejszy formalizm, ogromną rolę w zakresie tworzenia zasad i reguł funkcjonowania alternatywnych systemów odgrywa ich organizator. Zob. np. M. Mosionek-Schweda, *Gieldowy rynek alternatywny jako źródło pozyskiwania kapitału w warunkach niepewności na rynkach finansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 766, s. 348.

³⁷³ Por. K. Gorzelak, (w:) K. Gorzelak, A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe...*, s. 89.

ne platformy obrotu (*multilateral trading facility*). Polski ustawodawca posługuje się natomiast terminologią „alternatywne systemy obrotu”, dokonując bez wątplenia prostego tłumaczenia zwrotu *alternative trading system*, wywodzącego się z regulacji odnoszących się do alternatywnych rynków w Stanach Zjednoczonych. Nie wydaje się to błędem, gdyż jeśli konsekwentnie przyjąć, iż system to określony, wewnętrznie uporządkowany i spójny układ wzajemnie ze sobą powiązanych elementów³⁷⁴, to z pewnością zarówno obrót giełdowy, jak i alternatywny system obrotu stanowią odrębne od siebie systemy, w których odrębne elementy są wzajemnie uporządkowane i wzajemnie na siebie oddziałują. W konsekwencji należałoby przyjąć, iż alternatywny obrót dokonywany w oparciu o inne niż uznaniowe zasady, spełniający wymogi określone w dyrektywie 2004/39/WE i ustawie o OIF, jest systemem, na który składają się następujące elementy:

- normy prawne, choć rozproszone, regulujące zasady organizowania i funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu,
- normy pozaprawne, takie jak np. regulaminy funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, *corporate governance* czy tzw. dobre praktyki,
- organizatorzy rynku, tj. przedsiębiorstwa inwestycyjne lub podmioty prowadzące rynek regulowany³⁷⁵,
- uczestnicy alternatywnych systemów obrotu oraz członkowie wspomagający funkcjonowanie tego rynku,
- organy nadzoru.

Z kolei zwrot „wielostronne platformy obrotu”, którego to użyto w dyrektywie 2004/39/WE, wydaje się sam w sobie nie oddawać w pełni istoty alternatywnych rynków³⁷⁶, gdyż fakt dokonywania obrotu na wielostronnej platformie jest również cechą rynków regulowanych. Niemniej jednak należy zwrócić uwagę na dwie kwestie. Po pierwsze dyrektywa 2004/39/WE definiuje pojęcie MTF poprzez odwołanie się do pojęcia systemu, tym samym funkcjonowanie wielostronnych platform obrotu dokonywane jest zgodnie z dyrektywą 2004/39/WE w ramach systemu. Po drugie zaś wydaje się, że pewien pozorny mankament w użytym zwrocie „wielostronne platformy obrotu” wy-

³⁷⁴ R. Ackoff, *O system...*, s. 143 i nast.

³⁷⁵ A także wyjątkowo tzw. animatorzy rynku, którzy zgodnie z art. 5 ust. 2 dyrektywy 2004/39/WE, na mocy odstępstwa mogą w porządkach krajowych być przewidziani jako podmioty uprawnione do prowadzenia alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, pod warunkiem, że spełnią wymogi odnośnie do warunków i procedur wydawania zezwoleń, o których mowa w tytule II, rozdziale I dyrektywy.

³⁷⁶ Nie wydaje się zresztą, aby konieczne było podejmowanie próby uchwycenia istoty danej instytucji poprzez odnajdywanie perfekcyjnej nazwy. Znacznie ważniejsze jest kompleksowe podejście do jej uregulowania i zachowania właściwych proporcji regulacji prawnej.

ka z naturalnych niedostatków znaczeniowych związanych z koniecznością tłumaczenia określonych zwrotów. W języku angielskim zwrot *multilateral trading facility* nawiązuje bowiem poprzez etymologię (a także jedno ze znaczeń) terminu *facility* do samego fundamentu, z gospodarczego punktu widzenia, alternatywnych systemów obrotu, tj. ułatwiania dostępu do rynku podmiotom, dla których pozyskanie kapitału na rynku regulowanym jest z uwagi na wymogi niemożliwe. Wielostronne platformy obrotu mają stanowić udogodnienie, ułatwienie w obrocie instrumentami finansowymi i w tym sensie użyty w dyrektywie 2004/39/WE zwrot ma również swoje zalety³⁷⁷.

Z prawnego punktu widzenia najbardziej doniosłym elementem definicji zawartych w dyrektywie 2004/39/WE oraz w ustawie o OIF jest jednak wyłączenie stosowania do alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi wprost regulacji, które odnoszą się do rynków regulowanych. Rozróżnienie regulacji prawnej, nawet jeśli nie zawsze mające przejrzysty charakter, jest rozwiązaniem ze wszech miar prawidłowym, po pierwsze, dlatego że alternatywne systemy obrotu mają być rynkami adresowanymi do innym uczestników niż uczestnicy rynków regulowanych, zwłaszcza po stronie emitentów. Podmioty poszukujące kapitału na alternatywnych rynkach i oferujące tam sprzedaż emitowanych przez siebie instrumentów finansowych najczęściej nie są w stanie sprostać wymogom stawianym na tradycyjnych rynkach giełdowych³⁷⁸. Alternatywny system obrotu jest dla nich atrakcyjną alternatywą w stosunku do znacznie silniej sformalizowanego rynku regulowanego, a ponadto charakteryzuje się on zredukowanym zakresem obowiązków informacyjnych³⁷⁹, co w sumie pozwala na osiągnięcie mniejszych kosztów transakcyjnych i mniejszych kosztów pozyskania kapitału na realizację inwestycji. Stąd też potrzeba konstruowania odmiennych, w istocie nieco bardziej liberalnych reguł obowiązujących na rynkach alternatywnych. Po drugie, potrzeba zachowania przejrzystości regulacji prawnej stanowi, jak się wydaje, dodatkowy argument za rozgraniczeniem regulacji prawnej rynków regulowanych i alternatywnych systemów obrotu. Biorąc pod uwagę ten ostatni aspekt, należy jednak nieco krytycznie

³⁷⁷ Zważywszy na fakt, iż zarówno zwrot „alternatywne systemy obrotu” użyty przez polskiego ustawodawcę, jak i zwrot „wielostronne platformy obrotu” (*multilateral trading facility*) używany w dyrektywie wzajemnie się uzupełniają, uprawnione jest zamienne ich używanie. W niniejszej pracy zwrot „wielostronne platformy obrotu” używany jest w kontekście omawiania bądź analizowania przepisów dyrektywy 2004/39/WE.

³⁷⁸ Alternatywny system obrotu stanowi właśnie szansę na pozyskanie kapitału dla emitentów, dla których łączne koszty wejścia do sformalizowanego obrotu regulowanego są zbyt wysokie. Por. szerzej: M. Pachucki, *Alternatywny System...*, s. 18.

³⁷⁹ Por. szerzej J. Chład, *Zakres zastosowania przepisów o insider trading do Alternatywnego Systemu Obrotu*, „HUK” 2009, nr 1, s. 83 i nast.; M. Górecki, *Informacje poufne na rynku kapitałowym – obowiązki, procedury, sankcje*, „HUK” 2008, nr 1, s. 71-73.

ocenić polskiego ustawodawcę, zwłaszcza w zakresie zastosowanej techniki legislacyjnej. O ile bowiem w dyrektywie wyraźnie w samej definicji odesłano do norm zawartych w tytule II, mających zastosowanie do warunków uzyskiwania zezwoleń i działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych, w tym przedsiębiorstw organizujących wielostronne platformy obrotu, i odróżniono od regulacji zawartej w tytule III, która z kolei co do zasady ma zastosowanie do rynków regulowanych, o tyle polski ustawodawca dokonał pewnego rozproszenia regulacji prawnej odnoszącej się do alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Można to tłumaczyć faktem, iż w chwili uchwalania ustawy o OIF alternatywne systemy obrotu nie odgrywały w Polsce żadnej roli. Pierwszy alternatywny system, tj. NewConnect, powstał bowiem w 2007 r. Z perspektywy czasu, zważywszy na dynamiczny rozwój alternatywnego systemu obrotu w Polsce, należy uznać, iż znacznie bardziej przejrzyste i łatwiejsze w stosowaniu byłoby rozwiązanie polegające na większym skondensowaniu w ustawie o OIF przepisów regulujących funkcjonowanie alternatywnego rynku. Nie oznacza to jednak formułowania postulatu *de lege ferenda* dokonania stosownych zmian w polskim ustawodawstwie, gdyż próba usystematyzowania poprzez skondensowanie regulacji odnoszącej się do alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi mogłaby przynieść skutek odwrotny, zwłaszcza że chodzi o regulację obowiązującą już w takim, a nie innym kształcie od wielu lat.

Analiza treści pojęcia „alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi” nie może się też obejść bez odniesienia się do prowadzenia tych systemów jako nowej usługi inwestycyjnej. Zgodnie bowiem z pkt 5 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE ustanowienie ram regulacyjnych miało na celu włączenie do regulacji nowej usługi inwestycyjnej, która polega na prowadzeniu wielostronnych platform obrotu. W związku z tym regulacje prawne krajów członkowskich określające reguły funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, a przede wszystkim ich prowadzenia, powinny uwzględniać przepisy odnoszące się do usług inwestycyjnych, które w dyrektywie definiowane są niesłychanie szeroko (art. 4 ust. 1 pkt 2). Prowadzenie wielostronnych platform obrotu zaliczone zostało do usług inwestycyjnych na mocy pkt 8 Sekcji A załącznika I do dyrektywy 2004/39/WE, stanowiącego wykaz usług i działalności oraz instrumentów finansowych. W konsekwencji prowadzenie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi należy traktować szerzej jako usługę finansową.

Pojęcie usług finansowych ma w regulacjach unijnych swoją definicję legalną³⁸⁰, która została wprowadzona dyrektywą 2002/65/WE³⁸¹, stanowiąc, że przez usługi finansowe należy rozumieć wszystkie usługi o charakterze bankowym, kredytowym, ubezpieczeniowym, emerytalnym, inwestycyjnym lub płatniczym. Uznano zatem, że usługami finansowymi są wszelkiego rodzaju usługi związane z działalnością bankową (*banking*), kredytową (*credit*), ubezpieczeniową (*insurance*), prywatnymi emeryturami (*personal pension*), inwestycjami (*investment*) oraz płatnościami (*payment*)³⁸².

Jak słusznie zwraca się uwagę w literaturze³⁸³, definicję, pomimo iż zawarta jest w dyrektywie regulującej konsumencki obrót usługami finansowymi, należy uznać za uniwersalną i mającą wyczerpujący charakter. Każdemu z elementów definicji można przypisać instytucję finansową właściwą do świadczenia danej kategorii usług. O kwalifikacji instytucji finansowej jako inwestycyjnej rozstrzyga inwestycyjny charakter świadczonych usług³⁸⁴.

Mając na względzie powyższe, prowadzenie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi należy traktować jako usługę finansową, a wężiej – usługę inwestycyjną, która może być realizowana przez instytucje inwestycyjne³⁸⁵, tj. przedsiębiorstwa inwestycyjne i podmioty gospodarcze, tzn. podmioty prowadzące rynki regulowane.

Prawidłowe, a zatem efektywne i zarazem bezpieczne funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu warunkowane jest w ogromnej mierze właściwą ingerencją prawną, tj. ingerencją pozwalającą osiągać podstawowe cele ustawowe (efektywność,

³⁸⁰ Przed wprowadzeniem definicji legalnej pojęcie usług finansowych określone było w doktrynie jako rodzaje aktywności instytucji finansowych (tj. instytucji kredytowych, ubezpieczeniowych i inwestycyjnych) działających w różnych segmentach krajowego i międzynarodowego rynku finansowego – rynku pieniężnego, kapitałowego, kredytowego, walutowego (dewizowego) i rynku instrumentów pochodnych. Zob. np. E. Fojcik-Mastalska, *Usługi i instytucje finansowe w Unii Europejskiej*, „Prawo Bankowe” 1998, nr 2, s. 114; W. Srokosz, *Pojęcie usług finansowych w regulacjach prawnych Unii Europejskiej*, „Prawo Bankowe” 2000, nr 9, s. 79.

³⁸¹ Dyrektywa 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 23 września 2002 r. dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniająca dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE, Dz. U. WE L 271 z 09.10.2002.

³⁸² Por. B. Wojno, *Dyrektywa w sprawie świadczenia usług finansowych na odległość*, „Glosa” 2004, nr 3, s. 20; F. Grzegorzczak, *Implementacja dyrektywy 2002/65/WE do krajowych porządków prawnych*, (w:) *Ochrona konsumenta usług finansowych*, red. B. Gnela, Warszawa 2007, s. 92 i nast.

³⁸³ Tak np. D. Wojtczak, *Usługi bankowe...*, s. 48.

³⁸⁴ Por. w odniesieniu do różnego rodzaju instytucji finansowych W. Srokosz, *Pojęcie usług...*, s. 81.

³⁸⁵ Pojęcie instytucji inwestycyjnej jest pojęciem doktrynalnym. Por. P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny...*, s. 28.

bezpieczeństwo) w sposób nienaruszający jednocześnie istoty tych systemów. Nie ma też wątpliwości, że z punktu widzenia charakteru alternatywnych systemów obrotu, a więc systemu stanowiącego zorganizowane platformy obrotu instrumentami finansowymi, można wyróżnić płaszczyzny mające kluczowe, konstytutywne znaczenie dla ich funkcjonowania, choć nie we wszystkie ustawodawca ingeruje, a w niektóre wręcz nie powinien ingerować. Mając zatem na uwadze dotychczasowe ustalenia, a przede wszystkim ogólny cel badawczy, tj. określenie granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, do konstytutywnych płaszczyzn funkcjonowania alternatywnych systemów, które powinny zostać objęte ingerencją prawną, zaliczono:

- sferę podmiotów uprawnionych do organizowania alternatywnych systemów obrotu,
- warunki, jakie musi spełnić alternatywny system obrotu,
- system depozytowo-rozliczeniowy,
- obowiązki informacyjne,
- nadzór nad działalnością alternatywnych systemów obrotu.

2. Wolność gospodarcza i jej ograniczenia

2.1. Zasada państwa sprawiedliwości społecznej

Ustawa zasadnicza opiera system gospodarczy³⁸⁶ na czterech kanonach. Pierwszym z nich jest wyrażona w art. 20 Konstytucji RP zasada społecznej gospodarki rynkowej opartej na wolności działalności gospodarczej, własności prywatnej oraz solidarności, dialogu i współpracy partnerów społecznych. Drugim z kolei jest wyrażona w art. 20, art. 21 i art. 64 Konstytucji RP konstytucyjna ochrona własności. Trzecią ogólną ideą jest wolność gospodarcza oparta na normach zawartych w art. 20 i art. 22 Konstytucji RP. Wolność ta dotyczy zarówno podejmowania, jak i prowadzenia działalności gospodarczej, przy czym dopuszczalne jest wprowadzanie ustawowych warunków ograniczających wolność gospodarczą, gdy jest to uzasadnione ważnym interesem publicznym. Czwartym i ostatnim kanonem jest zasada solidarności i dialogu wyrażona w art. 20 Konstytucji RP³⁸⁷. Wydaje się, że dla regulacji prawnej określającej zasady funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi największe

³⁸⁶ Konstytucja RP w zakresie problematyki gospodarczej jest rezultatem wieloletnich prac nad projektami poprzedzającymi ostateczny projekt Konstytucji RP. Zob. K. Sobczak, *Problemy gospodarcze w Konstytucji*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1996, nr 7, s. 1 i nast.

³⁸⁷ Zob. K. Sobczak, *Działalność gospodarcza. Uregulowania prawne*, Warszawa 2001, s. 21-25.

znaczenie mają konstytucyjne normy kształtujące wolność gospodarczą, a także dopuszczalne jej ograniczenia. To wolność gospodarcza powinna stanowić istotną, choć nie jedyną, podstawę ustalania granic ingerencji prawnej, tym bardziej że rynek kapitałowy jest niezwykle ważny dla prawidłowego rozwoju i funkcjonowania gospodarki rynkowej, która stanowi podstawę ustroju gospodarczego RP.

Niezależnie od roli, jaką odgrywa problematyka wolności gospodarczej i dopuszczalnych jej ograniczeń dla prowadzonych badań nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, jednym z niesłuchanych istotnych punktów odniesienia powinna być także wyrażona w art. 2 Konstytucji RP norma konstytucyjna, zgodnie z którą Rzeczpospolita jest demokratycznym państwem prawnym, urzeczywistniającym zasady sprawiedliwości społecznej. Norma ta konstytuuje zasadę prawną państwa sprawiedliwości społecznej, której doniosłość jest związana m.in. z jej nadrzędnością aksjologiczną w stosunku do innych norm systemu prawnego³⁸⁸. Właśnie ta nadrzędność aksjologiczna pozwala na odnoszenie zasady sprawiedliwości społecznej do kontekstu gospodarczego, który jest oczywisty i bez wątplenia koresponduje z koniecznością urzeczywistniania reguł sprawiedliwości³⁸⁹ w różnych obszarach życia gospodarczego. Zasada sprawiedliwości społecznej skutkuje zasadniczo we wszystkich dziedzinach prawa, w tym w prawie gospodarczym³⁹⁰ czy prawie rynku kapitałowego, a w konsekwencji należy ją odnosić również do reguł funkcjonowania części rynku kapitałowego, jaką stanowią alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi³⁹¹. Zasada państwa sprawiedli-

³⁸⁸ Por. K. Strzyczkowski, *Zasada państwa sprawiedliwości społecznej jako zasada publicznego prawa gospodarczego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2007, z. 4, s. 11. Autor zwraca uwagę, że znaczenie zasady sprawiedliwości społecznej wynika z zawartej w niej treści oraz doniosłości dla systemu prawnego. Por. też S. Wronkowska, M. Zieliński, *Zasady prawa. Zagadnienia podstawowe*, Warszawa 1974, s. 28; M. Zieliński, *Konstytucyjne zasady prawa*, (w:) *Charakter i struktura norm Konstytucji*, red. J. Trzciniński, Warszawa 1997, s. 63. Ponadto zasada sprawiedliwości społecznej, choć najczęściej rozpatrywana w związku z prawami socjalnymi, ma też inne wymiary, zob. K. Wojtyczek, *Granice ingerencji ustawodawczej w sferę praw człowieka w Konstytucji RP*, Kraków 1999, s. 177-178.

³⁸⁹ Odnoszenie tej zasady do kontekstu gospodarczego nie wpływa na kwalifikację zasady sprawiedliwości jako zasady całego systemu prawa. Zob. T. Zieliński, *Klauzule generalne w nowym porządku konstytucyjnym*, „Państwo i Prawo” 2001, nr 4, s. 141. Ponadto należy pamiętać, że zasada konstytucyjna może być wyprowadzona z innej bardziej ogólnej zasady konstytucyjnej, a zasada państwa sprawiedliwości społecznej należy bez wątplenia do zasad o najogólniejszym charakterze. Por. A. Pułło, *Idee ogólne a zasady prawa konstytucyjnego*, „Państwo i Prawo” 1995, nr 8, s. 22 i nast.

³⁹⁰ K. Strzyczkowski, *Zasada państwa...*, s. 11-12.

³⁹¹ W literaturze zwraca się uwagę, iż na gruncie porządku prawnego obowiązującego w RP konstytucyjną zasadę demokratycznego państwa prawnego, urzeczywistniającego zasady spra-

ści społecznej może być zatem kwalifikowana, w szerokim znaczeniu, jako zasada publicznego prawa gospodarczego, która wiąże całą działalność prawotwórczą co do treści i granic stanowionego prawa, w tym także, choć nie wyłącznie, publicznego prawa gospodarczego³⁹².

Konstytucyjny nakaz przestrzegania reguł sprawiedliwości społecznej nakłada na organy władzy publicznej obowiązek podejmowania działań zmierzających do osiągnięcia stanu sprawiedliwości społecznej, przy czym stopień, w jakim organy władzy publicznej mogą osiągnąć tak określony cel, zależy od faktycznych i prawnych możliwości³⁹³. Tym samym, jeżeli przyjąć, że zasada sprawiedliwości społecznej powinna być rozumiana jako konieczność społecznego uzasadnienia działań państwa podjętych w stosunku do gospodarki, to konsekwentnie należy też uznać, że miarą proporcji ingerencji prawnej, np. w sferę funkcjonowania rynku kapitałowego, będą podstawowe kryteria sprawiedliwości społecznej. Mając na względzie te właśnie kryteria, można z łatwością przyjąć uzasadnienie dla działań odnoszących się choćby do ograniczania kręgu podmiotów, które mogą organizować i prowadzić alternatywny obrót instrumentami finansowymi, pomimo że pozornie takie ograniczenia naruszają nie tylko zasadę sprawiedliwości, ale także wolność gospodarczą. Gdy jednak odwo-

wiedliwości społecznej, uznać można za zasadę publicznego prawa gospodarczego jako samodzielną zasadę państwa sprawiedliwości społecznej. Odnośnie do znaczenia rozwiązań konstytucyjnych dla szczegółowych rozwiązań prawnych dotyczących gospodarki zob. T. Rabska, *Prawo administracyjne stosunków gospodarczych*, Warszawa-Poznań 1973, s. 18. Należy też zwrócić uwagę, że w działalności orzeczniczej Trybunał Konstytucyjny wielokrotnie powoływał zasadę sprawiedliwości społecznej jako podstawę kontroli prawa pod względem zgodności z Konstytucją, a tym samym zasadę wyznaczającą granice regulacji prawnej. Zob. J. Oniszczuk, *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego na początku XXI wieku*, Kraków 2004, s. 266 i nast.

³⁹² Zob. K. Strzyczkowski, *Zasada państwa...*, s. 11-12. Autor zwraca uwagę, iż w literaturze zasada ta nie została zakwalifikowana do swoistych zasad publicznego prawa gospodarczego, w tym administracyjnego prawa gospodarczego, właśnie z uwagi na fakt, iż jest to zasada ustrojowa. Do klasycznych zasad publicznego prawa gospodarczego zalicza się zasady: ochrony bezpieczeństwa i porządku publicznego, ochrony prawidłowego funkcjonowania gospodarki rynkowej, ochrony zasobów narodowych, ochrony interesów politycznych i gospodarczych państwa w stosunkach z zagranicą, prawidłowego gospodarowania mieniem publicznym; tak np. A. Chełmoński, (w:) A. Borkowski, A. Chełmoński, M. Guziński, K. Kiczka, L. Kieres, T. Kocowski, *Administracyjne prawo gospodarcze*, Wrocław 2003, s. 61 i nast. Nie podejmując się zajęcia jednoznacznie stanowiska w tej kwestii, która na gruncie nauki prawa administracyjnego gospodarczego jest niewątpliwie istotna, w badaniach nad granicami ingerencji prawnej w funkcjonowanie części rynku kapitałowego można bezpiecznie przyjąć, iż zasada państwa sprawiedliwości społecznej ma kluczowe znaczenie dla procesu tworzenia regulacji prawnej oddziałującej na gospodarkę.

³⁹³ Por. T. Gizbert-Studnicki, *Zasady i reguły prawne*, „Państwo i Prawo” 1988, nr 3, s. 16 i nast.

łać się do aksjologicznych podstaw obowiązującego porządku prawnego gospodarki, należałoby stwierdzić, iż wartości wynikające z zasady sprawiedliwości zmuszają wręcz ustawodawcę do ograniczenia wolności gospodarczej, jeżeli przedmiotem działalności jest świadczenie usług wymagających nie tylko specjalistycznej wiedzy, zapewnienia odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa, ale gdy usługi te świadczone w sposób nieprofesjonalny mogą oddziaływać negatywnie na całą gospodarkę. Prowadzenie alternatywnego systemu przez podmiot niebędący w stanie zapewnić bezpieczeństwa obrotu i sprostać licznym wymaganiom, w tym wymaganiom technicznym, skutkowałoby dość szybko utratą zaufania inwestorów, ostatecznie zaś mogłoby prowadzić do załamania alternatywnego rynku³⁹⁴. Gospodarczo, a zatem w tym przypadku również społecznie, uzasadnione jest wprowadzanie szeregu ograniczeń dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego³⁹⁵. Bezpieczeństwo obrotu instrumentami finansowymi, a docelowo bezpieczeństwo części rynku kapitałowego, jest bez wątpienia wartością cenniejszą od nieograniczonej wolności gospodarczej, a przede wszystkim jest wartością mieszczącą się w kategorii ważnego interesu publicznego (art. 22 Konstytucji RP). Tym samym podejmowanie działań w celu zapewnienia bezpieczeństwa obrotu na rynku kapitałowym można z całą pewnością uznać za przejaw stosowania się do zasady państwa sprawiedliwości społecznej. Podejmowanie takich działań jest rezultatem dbałości o prawidłowe funkcjonowanie całego systemu finansowego, a zatem – wnioskując *a maiori ad minus* – o dobro poszczególnych jednostek występujących w tym systemie. Należy jednak pamiętać, że ta sama zasada sprawiedliwości społecznej nakazuje organom władzy publicznej powściągliwe podejście do unormowań prawnym w tych obszarach, w których ingerencja prawna nie tylko nie jest uzasadniona, ale jest wręcz zbędna z uwagi na możliwość pozaprawnego unormowania zachowań podmiotów w gospodarce. Przykładem takiej sytuacji jest właśnie pozostawienie znacznej części regulacji funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi wyspecjalizowanym podmiotom, jakimi są podmioty prowadzące już rynki regulowane czy też przedsiębiorstwa inwestycyjne³⁹⁶. Ograniczanie się ustawodawcy w tworzeniu prawa powinno być miarkowane, poprzez zasadę państwa sprawiedliwości społecznej, istotą regulowanej materii. Wszędzie tam, gdzie po-

³⁹⁴ Gdyby proces całkowitego załamania dotknął alternatywnych systemów obrotu w sposób gwałtowny, to mogłoby to mieć znaczący wpływ na zaufanie inwestorów do całego rynku kapitałowego, a pośrednio oddziaływać negatywnie na cały system finansowy.

³⁹⁵ Z pojęcia państwa sprawiedliwości społecznej wynika wręcz konstytucyjny nakaz oddziaływania państwa na procesy gospodarcze; zob. J. Oniszczyk, *Konstytucja Rzeczypospolitej...*, s. 271.

³⁹⁶ Zgodnie z art. 4 pkt 15 dyrektywy 2004/39/WE oraz art. 3 pkt 2 ustawy o OIF.

tencjalnie zamierzony cel legislacyjny mógłby być osiągnięty poprzez nieingerowanie prawne, ustawodawca powinien zachować powściągliwość. W przypadku alternatywnych systemów obrotu dotyczy to np. materii unormowanej poprzez przyjęte tzw. dobre praktyki rynkowe, zasady wynikające z konieczności zachowania ładu korporacyjnego³⁹⁷ czy też szczegółowe materie dotyczące zasad obrotu instrumentami finansowymi, które mogą być znacznie bardziej efektywnie normowane regulaminami funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu.

2.2. Pojęcie wolności gospodarczej

Z historycznego punktu widzenia wolność gospodarcza konstituowała się jako instytucja wprowadzająca nowy ład gospodarczy, zapewniający odejście od ładu opartego na przywilejach. Prawo do prowadzenia działalności gospodarczej stało się jednym z podstawowych praw człowieka³⁹⁸. Samo pojęcie wolności gospodarczej jest pojęciem niezwykle szerokim, wykraczającym znacznie poza wymiar prawny. W systemach normatywnych krajów europejskich wolność gospodarcza traktowana jest jako niezbędna do rozwoju państwa i społeczeństwa zasada leżąca u podstaw przyjętego porządku³⁹⁹. Jest ona realizowana poprzez wprowadzenie do systemu swobód rynku wewnętrznego, a treść i charakter wolności gospodarczej z natury rzeczy precyzowany jest poprzez odesłanie do norm szczególnych, określających zakres swobód dotyczących podejmowania, organizacji i wykonywania działalności gospodarczej⁴⁰⁰. Nie jest nadużyciem stwierdzenie, że właściwie w krajach europejskich, w tym w Polsce, istnieje zgoda co do podstawowego rozumienia wolności gospodarczej, która jest kojarzona właśnie z podejmo-

³⁹⁷ Którego znaczenia z punktu widzenia zaufania inwestorów nie da się przecenić. Zob. np. R. Kraakman, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, (w:) *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, red. G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, Oxford 2004, s. 97.

³⁹⁸ K. Sobczak, *Działalność gospodarcza...*, s. 119.

³⁹⁹ Wolność gospodarcza traktowana jest również w wymiarze wolności jednostki, którą państwa członkowskie powinny gwarantować i w ramach przyjmowanych rozwiązań prawnych chronić. Por. A. Cieśliński, *Konstrukcja prawna swobód rynku wewnętrznego Unii Europejskiej*, Wrocław 2013, s. 22. Nie oznacza to, że w pewnych okolicznościach państwo nie ma prawa wolności jednostki ograniczać. Stwierdzenie to znajduje zresztą potwierdzenie w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego, zob. np. wyrok TK z dnia 19 marca 2001 r., sygn. akt K 32/00, OTK ZU nr 3/2001, poz. 50; wyrok TK z dnia 2 grudnia 2002 r., sygn. akt SK 20/01, OTK ZU nr 7/A/2002, poz. 89; wyrok TK z dnia 22 czerwca 1999 r., sygn. akt K. 5/99 OTK ZU nr 5/1999, poz. 100.

⁴⁰⁰ Por. C. Kosikowski, *Publiczne prawo...*, s. 61.

waniem, wykonywaniem i zakończeniem działalności gospodarczej⁴⁰¹ w celu osiągnięcia zysku, czemu służyć ma swoboda i samodzielność w wyborze sposobu, rodzaju, zakresu, miejsca i czasu działania oraz formy i wewnętrznej struktury przedsiębiorstwa⁴⁰².

Unormowana w Konstytucji RP wolność działalności gospodarczej nakłada wiele obowiązków, których adresatem jest państwo i jego organy. Obowiązki te mają z jednej strony charakter pozytywny, gdy dotyczą tworzenia warunków umacniających możliwość wykonywania przez obywateli działalności gospodarczej, z drugiej zaś – negatywny, gdy zawierają w sobie obowiązek powstrzymania się państwa od podejmowania działań, które skutkować mogą ograniczeniem swobody obywateli w zakresie prowadzonej działalności gospodarczej⁴⁰³. Organy państwa działając powinny w sposób, który zapewni najpełniejsze realizowanie wolności gospodarczej. Dotyczy to w pierwszym rzędzie stanowienia prawa, choć także w szerokim znaczeniu wykładni przepisów prawnych⁴⁰⁴. Z zasady wolności działalności gospodarczej wynika zatem nakaz zapewnienia obywatelom możliwie nieskrępowanej swobody działania. Ponadto normy prawne zawarte w art. 20 i 22 Konstytucji RP można też uznać za stanowiące podstawę prawa podmiotowego o randze konstytucyjnej, a nie tylko za normy prawne w znaczeniu

⁴⁰¹ Por. M. Szydło, *Wolność działalności gospodarczej jako prawo podstawowe*, Bydgoszcz-Wrocław 2011, s. 74 i nast.

⁴⁰² Zob. A. Cieśliński, *Konstrukcja prawna...*, s. 23, a także S. Biernat, A. Wasilewski, *Wolność gospodarcza w Europie*, Kraków 2000, s. 182; K. Pawłowicz, *Prawo człowieka do swobodnej działalności gospodarczej*, (w:) *Prawa człowieka w społeczeństwie obywatelskim*, red. A. Rzepliński, Warszawa 1993, s. 69. Istotą wolności prowadzenia działalności gospodarczej rozumianej jako publiczne prawo podmiotowe jest swoboda podmiotu prawa prywatnego podjęcia oraz wykonywania tej działalności. W orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego wyrażane jest stanowisko, iż zarówno na organach władz publicznych, jak i na innych podmiotach prawa spoczywa z kolei obowiązek powstrzymywania się od ingerowania – w formie działań prawnych i/lub faktycznych – w dziedzinę wolnej gospodarki. Podmiot korzystający z wolności podejmuje podstawowe decyzje w kilku kwestiach. W szczególności decyduje o: podjęciu działalności w określonej dziedzinie; sprecyzowaniu przedmiotu działalności; doborze i kształtowaniu formy prawno-organizacyjnej działalności; sposobach i zakresie prowadzenia działalności, w tym działalności w sferach: kontraktowej, konkurencyjnej, koncentracji i inwestowania; ograniczeniu, zawieszeniu albo zaprzestaniu prowadzenia działalności. Zob. wyrok TK z dnia 19 stycznia 2010 r., sygn. akt SK 35/08.

⁴⁰³ Zob. A. Szafrąński, Z. Szażyk, *Publiczne prawo gospodarcze*, Warszawa 2011, s. 60 i nast.

⁴⁰⁴ Uchwała 7 sędziów SN z 10 października 1990 r., sygn. akt III CZP 97/89, OSNCP 1990, nr 6, poz. 740. Ponadto istotne jest, aby w procesie wykładni przepisów konstytucyjnych zawsze odwoływać się do zasad ustrojowych. Wykładnia nieuwzględniająca istoty np. wolności gospodarczej może prowadzić do naruszenia tej zasady. Por. wyrok TK z dnia 10 listopada 1998 r., sygn. akt K 39/97.

przedmiotowym i zasadę ustroju państwa. Wolność działalności gospodarczej może stanowić podstawę uprawnień jednostek wobec państwa i organów władzy publicznej, które winny i mogą być chronione w trybie skargi konstytucyjnej⁴⁰⁵.

Wolność gospodarcza jest jedną z zasad ustrojowych, która może wpływać na zakres określonych praw lub dopuszczalność ograniczeń. Pełni zatem w pewnym sensie funkcję ochronną, nakładającą na państwo konkretne obowiązki⁴⁰⁶, które są realizowane m.in. poprzez działania o charakterze prawodawczym⁴⁰⁷. W konsekwencji w literaturze wskazuje się, że zasada wolności działalności gospodarczej kształtuje następujące postulaty skierowane do organów władzy publicznej:

- nakaz adekwatnego do potrzeb, powściągliwego i ukierunkowanego stanowienia prawa, wyznaczania kierunku prawodawstwa na korzyść wolności gospodarowania;
- obowiązek obejmujący ochronę wolnej konkurencji oraz praw konsumenta, zapewnienie swobody umów;
- zakaz ingerencji prawodawcy w warunki prowadzenia działalności gospodarczej w sposób uniemożliwiający skuteczną reakcję na zmiany gospodarowania;
- zakaz arbitralnego różnicowania (dyskryminacji) pozycji prawnej przedsiębiorców;
- nakaz przyjmowania przez prawodawcę takich unormowań, które zapewniają profesjonalny sposób prowadzenia działalności gospodarczej⁴⁰⁸.

Dla konstruowania norm prawnych w obszarze rynku kapitałowego⁴⁰⁹, w tym norm prawnych oddziałujących wprost na funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu, niesłuchanie istotne są postulaty adekwatnego do potrzeb, powściągliwego i ukierunkowanego stanowienia prawa oraz przyjmowania przez prawodawcę takich unormowań, które zapewniają profesjonalny sposób prowadzenia działalności gospodarczej. Przede wszystkim w procesie stanowienia prawa ustawodawca powinien podejmować ukierunkowane działania mierzone adekwatnością potrzeb występujących na alternatywnym rynku, a także rozumiejąc istotę funkcjonowania

⁴⁰⁵ Por. wyrok TK z dnia 27 lipca 2004 r., sygn. akt SK 9/03; wyrok TK z dnia 14 czerwca 2004 r., sygn. akt SK 21/03; wyrok TK z dnia 10 kwietnia 2001 r., sygn. akt U 7/00.

⁴⁰⁶ Por. A. Ogonowski, *Konstytucyjna wolność działalności gospodarczej w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego*, „Przegląd Prawa Konstytucyjnego” 2012, nr 1, s. 220.

⁴⁰⁷ Ukształtowanie podstawowych instytucji prawnych konkretyzujących treść oraz określających granice prawa; *ibidem*.

⁴⁰⁸ Zob. J. Ciapała, *Konstytucyjna wolność działalności gospodarczej w RP*, Szczecin 2009, s. 250 i nast.; A. Ogonowski, *Konstytucyjna wolność...*, s. 220-221.

⁴⁰⁹ A także szerzej dla całego rynku finansowego.

całego rynku kapitałowego. Oznacza to konieczność uwzględnienia oczywistego faktu, że funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu nie jest w ogóle możliwe bez podmiotów profesjonalnych, wyspecjalizowanych, które oddziałują na ten rynek. Żaden prawodawca nie jest w stanie skonstruować systemu norm prawnych, które zapewniłyby bezpieczne i sprawne funkcjonowanie rynku z jednoczesnym zachowaniem pełnej idei wolności gospodarczej. Dynamizm procesów zachodzących w obszarze rynku kapitałowego, czynniki finansowe, techniczne nakazują prawodawcy w pierwszej kolejności ukierunkowanie regulacji prawnej na wprowadzenie ograniczeń podmiotów uprawnionych do organizowania i prowadzenia alternatywnego systemu obrotu. Jednocześnie postulat stanowienia prawa adekwatnego do potrzeb nakazuje powściągliwość w konstruowaniu norm prawnych nakazujących lub zakazujących określone zachowania. Przedsiębiorstwo inwestycyjne czy też spółka, która prowadzi rynek regulowany, mogą wspomóc ustawodawcę w działalności regulacyjnej. Tym samym w oparciu o niezabsolutyzowaną wolność gospodarczą⁴¹⁰ należy obejmować regulacją prawną te obszary, które są kluczowe dla powstania i działania alternatywnego systemu obrotu. Chodzi tu głównie o normy zakazujące prowadzenia działalności, której przedmiotem jest prowadzenie rynku regulowanego, czy rynku nieregulowanego przez podmioty niedające gwarancji zapewnienia bezpieczeństwa obrotu.

Respektując konstytucyjne normy odnoszące się do idei wolności gospodarczej, a tym samym adekwatnego do potrzeb, powściągliwego i ukierunkowanego stanowienia prawa, należy zwrócić uwagę, iż w dalszej kolejności konieczne jest objęcie reżimem prawnym materii związanej z ujawnianiem informacji. Specyfika rynku kapitałowego, a zatem i alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, przejawia się m.in. w budowaniu więzi zaufania pomiędzy inwestorami a emitentami. Brak zaufania lub ograniczone zaufanie inwestorów są zjawiskiem nie tylko negatywnym, ale na dłuższą metę mogącym grozić regresją. Bez wątpienia obszarem, który z punktu widzenia budowania zaufania do alternatywnych systemów obrotu⁴¹¹ ma istotne znaczenie, są obowiązki informacyjne, a w szczególności ich zakres. Cechą alternatywnego rynku, tak jak zresztą całego rynku kapitałowego, jest bowiem występowanie zjawiska asymetrii

⁴¹⁰ System prawny danego państwa nie kreuje wolności gospodarczej ani też nie przyznaje jej przedsiębiorcom. Ustawodawca określa natomiast granice korzystania z niej oraz potwierdza prawne jej gwarancje. W rezultacie wolność gospodarcza stanowi przedmiotowo więźkę swobód obejmujących podejmowanie, organizację i wykonywanie działalności w tej sferze. Wolność gospodarcza jest konstrukcją porządku konstytucyjnego. Istotą tej wolności jest domniemanie swobody podejmowania i prowadzenia działalności przez podmioty gospodarcze, o ile (i dopóki) co innego nie wynika z przepisów ustawowych. Zob. wyrok TK z dnia 29 kwietnia 2003 r., sygn. akt SK 24/02.

⁴¹¹ Poprzez budowanie zaufania inwestorów do spółek notowanych w systemie.

informacji, które wyraża się w odmiennym zakresie informacji posiadanych przez strony transakcji o instrumencie finansowym⁴¹². Może to prowadzić w skrajnych przypadkach do zawodności mechanizmu alternatywnych systemów obrotu. Z tego względu, ale także z uwagi na zbyt duże ryzyko w przypadku „scedowania” działalności regulacyjnej w tym zakresie na podmioty rynkowe, wprowadzenia niewłaściwych regulacji, niemożliwe jest pominięcie ingerencji prawnej w obszar obowiązków informacyjnych. W tym zakresie alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi muszą podlegać regulacjom prawnym, ukierunkowanym na osiągnięcie celu w postaci ograniczenia ryzyka regresji na rynku alternatywnym oraz zapewnienia płynnego, efektywnego i bezpiecznego działania⁴¹³. Osiągnięcie ukierunkowanego celu legislacyjnego w postaci efektywności informacyjnej mieści się poza tym w granicach adekwatności potrzeb. Ustawowe obowiązki informacyjne ułatwiają inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych. Nie można jednak zapominać, iż miarą adekwatności potrzeb stanowienia prawa w kluczowych dla funkcjonowania alternatywnego rynku obszarach, w tym obowiązków informacyjnych, musi być zdolność regulacyjna organizatora rynku⁴¹⁴.

Kolejnym konstytutywnym obszarem dla funkcjonowania alternatywnego rynku, który z przyczyn oczywistych powinien być objęty regulacją prawną, jest nadzór, zwłaszcza nad działalnością podmiotów organizujących rynek nieregulowany. Istotą działań nadzorczych jest zapewnienie stabilności i bezpieczeństwa na rynku finansowym, co w praktyce realizowane jest poprzez działania organu nadzorczego, posiadającego określone prawem uprawnienia do ingerowania w działalność podmiotu nadzorowanego w sytuacjach przewidzianych w ustawie. W przypadku nadzoru nad rynkiem

⁴¹² Zob. L. Glosten, P. Milgrom, *Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders*, „Journal of Financial Economics” 1985, No. 4, s. 71 i nast.; M. Iwanowicz-Drozdowska, *Typologia i tendencje rozwojowe systemów gwarantowania depozytów*, (w:) *Systemy gwarantowania depozytów w Polsce i na świecie. Dziesięć lat Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, red. W. Baka, Warszawa 2005, s. 430.

⁴¹³ Por. w odniesieniu do rynku giełdowego, P. Wajda, *Efektywność...*, s. 47. M.G. Warren, *Reflections on Dual Regulation of Securities: A Case Against Preemption*, „Boston College Law Review” 1984, vol. 25, No. 3, s. 1 i nast.

⁴¹⁴ Nie można nie brać pod uwagę istoty alternatywnych systemów obrotu przejawiającej się m.in. w ograniczaniu w stosunku do rynku regulowanego wymogów, w tym wymogów w zakresie podawania istotnych informacji do wiadomości publicznej. Ponadto podmiotem normującym i kontrolnym alternatywny system obrotu, w przeciwieństwie do rynków regulowanych, są przede wszystkim organizatorzy rynków. W celu utrzymania dyscypliny i przestrzegania regulacji obowiązujących na rynkach dysponują oni uprawnieniami, na mocy których mogą podejmować działania, które wymuszają na emitentach dostosowanie się do panujących zasad. Por. D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 61.

kapitałowym owa ingerencja jest utożsamiana w szczególności z działaniami administracji, której zakres działań w tym względzie uzależniony jest od takich czynników, jak np. zmian w procesach społeczno-gospodarczych, materialnych możliwości państwa, a także interesu społecznego czy interesu publicznego⁴¹⁵. Niemniej w obszarze nadzoru nad funkcjonowaniem alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi zasadne wydaje się formułowanie postulatu pewnej powściągliwości ustawodawcy. Skoro bowiem celami nadzoru, zgodnie z art. 4 ust. 1 ustawy o NRK, są zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku, w szczególności bezpieczeństwa obrotu, oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu, to wydaje się, że część tych celów, w szczególności odnoszących się do ochrony inwestorów, emitentów, a także uczciwego obrotu, można osiągnąć, wykorzystując podmiot organizujący alternatywny system obrotu. O ile bowiem słuszne jest obejmowanie nadzorem państwowym organizatorów rynku, o tyle mając na względzie istotę ekonomiczną alternatywnych systemów obrotu, jako platformy ze znacznie mniejszymi w porównaniu do rynku regulowanego wymogami, nadzór ten nie powinien ingerować bezpośrednio w aktywność uczestników rynku. I tu zresztą granicą ingerencji powinna być zdolność organizatora do tworzenia pozaprawnych norm w zakresie nadzoru wewnątrz systemu, a także zdolność do ich egzekwowania⁴¹⁶.

Wolność gospodarcza w kontekście funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu powinna też być pojmowana z uwzględnieniem faktu, iż są one częścią systemu finansowego, charakteryzującego się mechanizmem, poprzez który następuje świadczenie różnego rodzaju usług pozwalających na krążenie siły nabywczej pieniądza w gospodarce. Rezultatem istnienia systemu finansowego jest możliwość współtworzenia pieniądza w sensie ekonomicznym, przez niefinansowe podmioty, oraz możliwość przepływu strumieni pieniężnych między nimi. Sieć powiązań, w której występują więzi pomiędzy instytucjami finansowymi i podmiotami niefinansowymi (w tym gospodarstwami domowymi i przedsiębiorcami), a której wynikiem istnienia jest powstawanie roszczeń, zwykle o charakterze finansowym, nie jest obszarem, w którym idea wolności gospodarczej może czy też powinna być realizowana w nieograniczonym wymiarze.

⁴¹⁵ Por. T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s. 72; A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009, s. 22.

⁴¹⁶ Objęcie nadzorem państwowym alternatywnych systemów obrotu w takim samym zakresie jak rynków regulowanych mogłoby doprowadzić albo do ograniczania obrotów, albo – w skrajnym przypadku – do upodabniania się alternatywnego rynku do rynku regulowanego. Taką ingerencję prawną należałoby stanowczo uznać za wykraczającą poza dopuszczalne ograniczenia wolności gospodarczej. Ponadto doprowadzić by to mogło do wyeliminowania jednego ze źródeł finansowania inwestycji przez małych i średnich przedsiębiorców.

Specyfika powiązań pomiędzy podmiotami w systemie finansowym, w szczególności ich złożoność, a także ogromny stopień uzależnienia od zmiennych reguł rynkowych⁴¹⁷, dają wystarczającą podstawę do tworzenia norm prawnych ograniczających zasadę wolności gospodarczej.

2.3. Granice wolności gospodarczej i ich wpływ na zakres regulacji prawnej alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi

Gospodarka rynkowa stanowi przedmiot ochrony konstytucyjnej nie tylko w Polsce, ale także w większości innych krajów europejskich⁴¹⁸. Niemniej jednak rynek z natury rzeczy wykazuje właściwości kreowania sytuacji niebezpiecznych, mogących skutkować zakłóceniem równowagi. Poza tym skrajnie naturalnym zjawiskiem w gospodarce rynkowej są pojawiające się w niesymetrycznych cyklach kryzysy, w tym dotyczące rynku finansowego. Stąd też prawa i wolności konstytucyjne nie mogą mieć absolutnego charakteru również w obszarze funkcjonowania rynku kapitałowego⁴¹⁹. Zgodnie z treścią art. 31 ust. 3 Konstytucji RP ograniczenia w zakresie korzystania z konstytucyjnych wolności i praw mogą być ustanawiane tylko w ustawie i tylko wtedy, gdy są konieczne w demokratycznym państwie dla jego bezpieczeństwa lub porządku publicznego, bądź dla ochrony środowiska, zdrowia i moralności publicznej, albo wolności i praw innych osób. Ograniczenia te nie mogą naruszać istoty wolności i praw. Trybunał Konstytucyjny w konsekwencji wielokrotnie wskazywał, że ustanawianie ograniczeń wolności i praw uzależnione jest od spełnienia trzech warunków:

- ustawowe ograniczenie wolności może nastąpić tylko wówczas, gdy dopuszczone jest w sposób wyraźny w innych przepisach konstytucyjnych bądź gdy

⁴¹⁷ Świadczenie usług pozwalających na krążenie siły nabywczej pieniądza związane jest zawsze w gospodarce rynkowej ze stanem niepewności, tworząc istotne dla całego systemu finansowego obszary ryzyka. Przepływ środków finansowych oraz przepływ ryzyka to zjawiska ściśle ze sobą powiązane. Ta właśnie nieodłączna korelacja, jaka zachodzi pomiędzy ryzykiem i przepływami pieniężnymi, musi być brana przez ustawodawcę pod uwagę w procesie stanowienia prawa wpływającego na zachowania podmiotów w systemie finansowym.

⁴¹⁸ K. Sobczak, *Działalność gospodarcza...*, s. 74.

⁴¹⁹ Ograniczeniom podlega zresztą zarówno wolność działalności gospodarczej, jak i własność prywatna oraz solidarność, dialog i współpraca partnerów społecznych, gdyż miarą ograniczeń jest społeczny wymiar gospodarki rynkowej, zgodnie z treścią art. 20 Konstytucji RP. Zob. C. Kosikowski, *Wolność działalności gospodarczej i jej ograniczenia w praktyce stosowania Konstytucji RP*, (w:) *Zasady ustroju społecznego i gospodarczego w procesie stosowania Konstytucji*, red. C. Kosikowski, Warszawa 2005, s. 45.

konieczne jest wzajemne harmonizowanie danej wolności z innymi zasadami, normami i wartościami konstytucyjnymi;

- ustawowe ograniczenia wolności mogą być wprowadzane tylko w zakresie niezbędnym i traktowane być muszą w kategoriach wyjątków, a zatem przemawiać muszą za tym inne, bardziej wartościowe cele;
- ani poszczególne ograniczenia ustawowe, ani ich suma nie mogą naruszać istoty danej wolności⁴²⁰.

Próba określenia granic wolności gospodarczej w celu ustalenia ich wpływu na granice ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu nie może pomijać istoty normy zawartej w art. 31 ust. 3 Konstytucji RP. Z uwagi na fakt, że dotyczy ona ograniczania wolności i praw, przepis ją zawierający należy traktować jako przepis wyjątkowy, bo zawężający zakres korzystania z wolności i praw konstytucyjnie gwarantowanych. Konsekwentnie zatem przepis ten musi być interpretowany zgodnie z zasadami wykładni wyjątków, co oznacza przede wszystkim zakaz rozszerzającej interpretacji jego postanowień⁴²¹. W literaturze zwraca się uwagę, iż art. 31 ust. 3 Konstytucji RP wyraża dwie podstawowe idee. Po pierwsze, ideę dopuszczalności ograniczeń wolności i praw jednostki, co wynika z założenia, że we współczesnym społeczeństwie nie można przypisywać tym prawom i wolnościom absolutnego charakteru. Stąd też norma zawarta w art. 31 ust. 3 daje konstytucyjną podstawę dla wprowadzania przez ustawodawcę regulacji ograniczających wolności i prawa jednostki. Drugą ideą, stanowiącą swoistego rodzaju bufor dla prawodawcy, jest traktowanie ograniczeń jako wyjątków od reguły, co wynika z założenia, że rolą konstytucji jest ustalenie ram prawnych, poza które ustawodawca nie może wykroczyć. Omawiany przepis pełni więc jednocześnie funkcję reglamentacyjną i funkcję gwarancyjną⁴²².

⁴²⁰ Uchwała TK z 2 marca 1994 r., sygn. akt 3/93, OTK 1994, cz. I, s. 158-159 (wprawdzie uchwała wydana została jeszcze przed wejściem w życie Konstytucji RP z 1997 r., niemniej w zakresie podstawowych tez zachowała swoją aktualność); wyrok TK z dnia 10 listopada 1998 r., sygn. akt K 39/97 OTK ZU 1998, s. 556-557. Istotą unormowania zawartego w art. 31 ust. 3 jest określenie przesłanek, których spełnienie jest konieczne dla wprowadzania ograniczeń praw i wolności jednostki według formuły ograniczeń składającej się z trzech części, tj.: 1) ustalenie przesłanki formalnej (wymóg ustawowej formy ograniczeń); 2) określenie przesłanek materialnych (przez specyfikację pojęcia „interesu publicznego”); 3) wskazanie maksymalnych granic dla wprowadzania ograniczeń (nakaz szanowania zasady proporcjonalności oraz zakaz naruszania „istoty” praw i wolności). Zob. L. Garlicki, *Przesłanki ograniczania konstytucyjnych praw i wolności (na tle orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego)*, „Państwo i Prawo” 2001, nr 10, s. 6.

⁴²¹ Zob. L. Garlicki, *Przesłanki ograniczania...*, s. 6; P. Winczorek: *Komentarz do Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r.*, Warszawa 2000, s. 48.

⁴²² L. Garlicki, *Przesłanki ograniczania...*, s. 6.

Normę konstytucyjną zawartą w art. 31 ust. 3 Konstytucji RP należy jeszcze rozpatrywać w innym kontekście. Stanowi ona podstawę dla formułowania zasady proporcjonalności⁴²³, właśnie ze względu na określenie nieprzekraczalnych granic ingerencji w wolności i prawa gwarantowane Konstytucją⁴²⁴. Zasada ta wywodzona jest z samej logiki pojęcia państwa prawa, a w odniesieniu do Wspólnoty Europejskiej na zasadzie analogii, „wspólnoty prawa”, jaką stanowi właśnie Wspólnota Europejska. Zasada proporcjonalności zaliczana jest w literaturze, obok legalizmu, bezpieczeństwa prawnego, jawności i dostępności prawa wspólnotowego, do katalogu zasad składających się na tzw. rządy prawa na płaszczyźnie wspólnotowej⁴²⁵.

Każde prawo, w tym wolność gospodarcza, może zostać ograniczone z powodów wskazanych w powołanym przepisie konstytucyjnym, chyba że Konstytucja w sposób wyraźny uzna dane prawo lub wolność za nienaruszalne lub gdy nienaruszalność danego prawa lub wolności wynika z umów międzynarodowych⁴²⁶. Zasada proporcjonalności nakłada na prawodawcę każdorazowo obowiązek rozważenia rzeczywistej potrzeby ingerencji w danym stanie faktycznym w zakres prawa bądź wolności jednostki. Ponadto zasada ta nakłada obowiązek zastosowania takich środków prawnych, które będą skuteczne oraz niezbędne, przy czym niezbędność to również skorzystanie ze środków jak najmniej uciążliwych⁴²⁷ dla podmiotów, których prawa lub wolności podlegają ograniczeniu. Ingerencja prawna musi więc pozostawać w racjonalnej i odpowiedniej proporcji do celów, których ochrona uzasadnia dokonane ograniczenie⁴²⁸.

Zasada proporcjonalności stanowi też jedną z najważniejszych zasad prawa wspólnotowego i jak się wydaje, ma szczególne znaczenie w obszarze prawa gospo-

⁴²³ Podobnie jak w prawie niemieckim zasada proporcjonalności zawiera trzy podzasady: niezbędność, przydatność i proporcjonalność. Zob. A. Frąckowiak-Adamska, *Zasada proporcjonalności jako gwarancja swobód rynku wewnętrznego Wspólnoty Europejskiej*, Warszawa 2009, s. 62.

⁴²⁴ Por. np. wyrok TK z dnia 18 lutego 2004 r., sygn. akt P 21/02, OTK ZU 2004/2A/9.

⁴²⁵ Zob. C. Mik, *Europejskie prawo wspólnotowe. Zagadnienia teorii i praktyki. Tom I*, Warszawa 2000, s. 454.

⁴²⁶ Por. wyrok TK z dnia 10 kwietnia 2002 r., sygn. akt K 26/00, OTK-A 2002/2/18.

⁴²⁷ Niezbędnych w tym sensie, że chronić będą określone wartości w sposób bądź w stopniu, który nie mógłby być osiągnięty przy zastosowaniu innych środków. Nie ulega wątpliwości, iż ocena spełnienia powyższych postulatów może być, a nawet powinna, zrelatywizowana do treści konkretnego prawa, z którego korzystanie ulega z woli prawodawcy ograniczeniu. Por. wyrok TK z dnia 3 października 2000 r., sygn. akt K 33/99, OTK ZU 2000/6/188; a także wyroki sprzed wejścia w życie Konstytucji RP z 1997 r., w których TK odnosił się do zasady proporcjonalności: wyrok TK z dnia 26 kwietnia 1994 r., sygn. akt K 11/94, OTK z 1995 r., cz. I, s. 128-138; wyrok TK z dnia 30 października 1996 r., sygn. akt K 3/96, OTK ZU nr 5/1996, poz. 41.

⁴²⁸ Por. wyrok TK z dnia 16 kwietnia 2002 r., sygn. akt SK 23/01, OTK-A 2002/3/26.

darczego⁴²⁹. Wymóg proporcjonalności spełniać muszą zarówno akty instytucji wspólnotowych, jak i państw członkowskich. Podstawę prawną obowiązku przestrzegania zasady proporcjonalności przez instytucje wspólnotowe należy upatrywać w treści art. 5 TWE⁴³⁰. Przepis ten, dotyczący podziału wykonywania kompetencji przez Wspólnotę, statuuje zasadę kompetencji powierzonych, zasadę subsydiarności oraz zasadę proporcjonalności⁴³¹.

Specyfika rynków finansowych, a także fakt, iż nie należą one do tzw. sfery realnej gospodarki, usługi zaś świadczone na rynkach finansowych są usługami intensywnie oddziałującymi na podmioty sfery realnej, powodują, że podstawowym zadaniem prawodawców normujących ustrój współczesnych rynków finansowych jest kształtowanie ram prawnych z uwzględnieniem tych mechanizmów. Prawodawcy, stanowiąc prawo rynku finansowego, w tym przyjmując rozwiązania dotyczące infrastruktury organizacyjnej, powinni przyjmować ukierunkowanie na zapewnienie swobodnego, ale i zarazem bezpiecznego partycypowania osób fizycznych, prawnych i innych podmiotów w nieustannej cyrkulacji zasobów pieniężnych⁴³². Jednakże częstotliwość różnego rodzaju zmian zjawisk występujących na rynkach finansowych wymusza na prawodawcach przewidywanie i tym samym przeciwdziałanie zjawiskom ocenianym negatywnie. Tego rodzaju antycypacyjne oddziaływanie na rynek finansowy może pozytywnie ukierunkowywać rozwój tego rynku⁴³³.

Niestety, konieczność przewidywania określonych zjawisk ekonomicznych w celu stanowienia prawa gwarantującego bezpieczne funkcjonowanie rynku jawi się jako zadanie niesłychanie karkołomne. Należy wręcz postawić tezę, że prawidłowa ocena i wyprzedzająca regulacja prawna rynku kapitałowego wymagają dla swojej skuteczności nie tylko współdziałania z podmiotami wyspecjalizowanymi, ale również powierzania

⁴²⁹ Choć bezspornie ma zastosowanie we wszystkich dziedzinach prawa wspólnotowego. Por. A. Frąckowiak-Adamska, *Zasada proporcjonalności...*, s. 67.

⁴³⁰ Traktat ustanawiający wspólnotę europejską.

⁴³¹ A. Frąckowiak-Adamska, *Zasada proporcjonalności...*, s. 67.

⁴³² Wprawdzie proces tworzenia prawa wymaga przede wszystkim reagowania na istniejące (aktualne) mechanizmy i zjawiska gospodarcze oraz społeczne, to jednak przeobrażenia w kształcie współczesnych systemów gospodarczych oraz dynamika zmian mechanizmów rynkowych na rynkach finansowych wymagają od prawodawców coraz większej umiejętności przewidywania (*ex ante*) potencjalnych kierunków ewolucji, nie tylko poszczególnych regulacji, ale także całego systemu prawnego i gospodarczego, ze szczególnym uwzględnieniem tworzenia architektury rynku finansowego. Zob. P. Zapadka, *Usługi bankowości inwestycyjnej*, Warszawa 2012, s. 15 i nast.

⁴³³ *Ibidem*. Autor zwraca uwagę, że jest to szczególnie zauważalne w odniesieniu do tych procesów tworzenia prawa, które w swoim założeniu mają przeciwdziałać przyszłym kryzysom na rynkach finansowych, poprzez odpowiednie konstruowanie regulacji ostrożnościowych.

im działalności regulacyjnej, która – o ile będzie odpowiednio nadzorowana – może przynieść dużo bardziej oczekiwane efekty. Podmioty wyspecjalizowane⁴³⁴, będące zarazem elementem składowym rynku finansowego, zachowywać mogą znacznie większą mobilność czy wręcz niezbędny wobec dynamicznych zjawisk refleks. Proces stanowienia prawa jest i powinien być z natury rzeczy procesem mało dynamicznym, a nawet zmuśnym. Ponadto to właśnie podmioty wyspecjalizowane dysponują niezbędną i bardzo specjalistyczną wiedzą, bez której szeroko rozumiana działalność regulacyjna w obszarach związanych z cyrkulacją pieniądza ma ograniczony sens.

Takie podejście do tworzenia prawa wymaga pewnych korekt w optyce organów stanowiących prawo. Niewątpliwie bowiem pozostawienie niekontrolowanej swobody regulacyjnej np. organizatorom alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi może przynieść skutki odwrotne od zamierzonych. Zamiast osiągnięcia właściwego poziomu efektywności systemu i jego bezpieczeństwa, brak stabilności czy w skrajnych przypadkach destabilizacja. Poza tym przedsiębiorstwa inwestycyjne czy giełdy, mając swoje strategiczne cele rozwoju, mogą ulegać pokusie osiągania ich z pominięciem głównych zadań nakładanych na organizatora rynku. Stąd też konieczne jest nie tylko właściwe wyważenie granic ingerencji prawnej, ale także w ramach tego procesu kładzenie dużego nacisku na zakres nadzoru ze strony administracji gospodarczej państwa, co powinno być realizowane w ramach dopuszczalnych konstytucyjnie odchyleń od wolności gospodarczej. Nadzór nad działalnością alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi powinien w pierwszej kolejności obejmować właśnie działania regulacyjne organizatorów alternatywnego rynku, oczywiście zwłaszcza pod względem legalności. Ukierunkowane działania legislacyjne powinny w tej materii mieć charakter systemowy i zmierzać przede wszystkim do:

- ramowego wyznaczenia celów ustawodawczych,
- biorąc pod uwagę praktykę obrotu i naturę alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, wyznaczenia płaszczyzn, które powinny być objęte regulacją prawną, zważywszy zwłaszcza na ważny interes publiczny, jakim jest bezpieczeństwo alternatywnego systemu, a w konsekwencji całego systemu finansowego,

⁴³⁴ Tymi wyspecjalizowanymi podmiotami są oczywiście instytucje finansowe. Szerzej na temat definicji instytucji finansowej zob. P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009, s. 10 i nast.; E. Fojcik-Mastalska, *Instytucja finansowa i instytucja kredytowa w projekcie nowelizacji Prawa bankowego*, „Prawo Bankowe” 2001, nr 5, s. 20 i nast.; P. Zapadka, *Definicja legalna instytucji finansowej w polskim systemie prawnym – wybrane zagadnienia*, „Prawo Bankowe 2005, nr 9, s. 90 i nast.

- dokonania oceny, które płaszczyzny funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi mogą być objęte pozaprawną regulacją, w sposób, który nie tylko będzie odpowiedni, ale zapewni bardziej efektywną realizację wyznaczonych celów ustawodawczych, a przy tym będzie wynikiem prawidłowego ustalenia granic wolności gospodarczej⁴³⁵.

Postulowanie powściągliwego podejścia do regulacji prawnej organów stanowiących prawo nie jest tożsame z postulatem deregulacji⁴³⁶. Znaczenie regulacji prawnej, w tym regulacji o charakterze publicznoprawnym w obszarze rynku finansowego, szczególnie w tradycji prawa kontynentalnego, jest nie do przecenienia. Prawidłowa zakresowo regulacja prawna jest instrumentem zapewniającym stosunkowo skuteczną regulację stosunków prawnych łączących uczestników obrotu na rynku finansowym⁴³⁷. Konstatacja ta dotyczy w równym stopniu alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Trzeba jednak pamiętać właśnie o naturze rynku finansowego i o tym, że składa się on z części wykazujących swoją specyfikę, a i w ramach poszczególnych części zachodzą istotne różnice pomiędzy poszczególnymi instytucjami. Przykładowo, nie ma wątpliwości, że natura gospodarcza alternatywnych systemów obrotu i rynków regulowanych jest pomimo pewnych zbieżności różna. Alternatywne systemy obrotu, których idea jest wprawdzie oparta na koncepcji funkcjonujących giełd, to, w największym uproszczeniu, system kojarzący podaż i popyt na instrumenty finansowe. W obrębie tego systemu, w oparciu o reguły inne niż uznaniowe, wykazują daleko idące zróżnicowanie. W konsekwencji pozwala to alternatywnym systemom obrotu na spełnianie samodzielnych, niezależnych w pewnej mierze od rynków regulowanych, funkcji. Rynek alternatywny w zakresie wymogów odnoszących się do podmiotów występujących na nim nie jest i właśnie z natury nie powinien być tak wymagający, zwłaszcza gdy chodzi o wprowadzanie do obrotu instrumentów finansowych, a także obowiązki informacyjne, gdyż jest z założenia adresowany do innych uczestników niż uczestnicy rynków regulowanych. W związku z mniejszymi wymogami alternatywne

⁴³⁵ Oczywiście, pozaprawne normy powinny zawsze być zgodne z ogólnie obowiązującym prawem, a nie tylko z normami prawnymi odnoszącymi się wprost do alternatywnych systemów obrotu.

⁴³⁶ Poza tym postulatów formułowanych odnośnie do granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi w żadnym razie nie należy odnosić do całego rynku kapitałowego. W przypadku rynku regulowanego, który przynajmniej na tym etapie rozwoju generuje dużo większe obroty, a ponadto jego oddziaływanie na cały system finansowy i w konsekwencji na sferę realną gospodarki jest ogromne, należałoby formułować bardziej ostrożne postulaty dotyczące ograniczania się ustawodawcy z ingerencją prawną.

⁴³⁷ Por. P. Zapadka, *Usługi bankowości...*, s. 17

rynki dają możliwość obniżenia kosztów transakcyjnych, stąd uczestnikami alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi stają się mali i średni przedsiębiorcy, którzy często nie posiadają zdolności wejścia na rynek giełdowy. Tym samym alternatywne systemy obrotu dają możliwość świadczenia usług komplementarnych w stosunku do rynków giełdowych⁴³⁸. Przy ustalaniu granic ingerencji prawnej, mierzonych dopuszczalnymi ograniczeniami wolności gospodarczej, ustawodawca musi brać to pod uwagę.

Analizując wpływ dopuszczalnych konstytucyjnie ograniczeń wolności gospodarczej na zakres ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, nie sposób nie odwołać się raz jeszcze do treści pkt 5 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE, zgodnie z którym niezbędne stało się w ramach integracji rynku finansowego ustanowienie kompleksowego reżimu regulacyjnego rządzącego realizacją transakcji na instrumentach finansowych, bez względu na metody handlowe stosowane do zawierania tych transakcji. Niesłychane ważne w ramach prowadzonych badań jest określenie celu tej regulacji jako osiągnięcia kompleksowej regulacji i zapewnienia możliwie wysokiej jakości realizacji transakcji inwestorskich oraz podtrzymania integralności oraz ogólnej efektywności systemu finansowego. Niewątpliwie istotne jest też określenie spójnych i dostosowanych do ryzyka ram regulujących główne rozwiązania dotyczące realizacji zlecenia, obowiązujące obecnie na europejskim rynku finansowym. Dyrektywa, dokonując swoistego przełomu regulacyjnego, wskazuje, iż konieczne jest uznanie pojawienia się na rynkach regulowanych nowej generacji zorganizowanych systemów obrotu, które powinny podlegać zobowiązaniom utworzonym w celu utrzymania efektywnych i prawidłowo funkcjonujących rynków finansowych. W następstwie, mając na względzie właśnie różnice pomiędzy alternatywnymi systemami obrotu a rynkami regulowanymi, ustanowiono proporcjonalne ramy regulacyjne, wprowadzając uregulowania dotyczące włączenia nowej usługi inwestycyjnej, która polega na prowadzeniu platform obrotu (MTF). Wydaje się zatem, że biorąc pod uwagę normy konstytucyjne odnoszące się do dopuszczalnych ograniczeń wolności gospodarczej, potrzeba osiągnięcia spójnego bezpiecznego rynku kapitałowego w części dotyczącej alternatywnych systemów obrotu jest wystarczającą przesłanką dla ustalenia granicy wolności gospodarczej.

⁴³⁸ I nie stanowią, na co już wskazywano, prostej konkurencji w stosunku do tradycyjnych rynków giełdowych. Przynajmniej na obecnym etapie rozwoju. Dynamizm rynku kapitałowego może wskazywać, że nie jest to absolutnie wykluczane. Tym bardziej że rozwój alternatywnych systemów obrotu może w przyszłości wpłynąć na zwiększenie konkurencji. Por. M. Kachniewski, *Rynki finansowe...*, s. 6.

Odniesienie się poprzez art. 31 ust. 3, a także art. 22 Konstytucji RP do przepisów dyrektywy nie stanowi naruszenia porządku interpretacyjnego, tym bardziej że jest jedynie wynikiem poszukiwania granic wolności gospodarczej ustalonej w Konstytucji. Idea wyrażona w pkt 5 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE pozostaje w ścisłym związku z normami konstytucyjnymi zawartymi w powołanych przepisach. Należy zatem dodatkowo zwrócić uwagę, że kluczowe dla stanowiącej przedmiot badań materii wydaje się użycie w pkt 5 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE zwrotu „proporcjonalnych ram regulacyjnych”. Z jednej strony zatem można uznać, iż stanowi to pośrednie odwołanie do zasady proporcjonalności, z drugiej zaś, że wyraźnie i bezpośrednio wskazano na konieczność dostosowania ram regulacyjnych odnoszących się do alternatywnych systemów obrotu do ich istoty i natury. Proporcjonalność, o której mowa w pkt 5 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE, jest niczym innym niż, dość lakoniczną wprawdzie, próbą określenia granic ingerencji prawnej. Tym samym dyrektywa wskazuje, po pierwsze, na potrzebę regulacji prawnej alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Po drugie, traktuje alternatywne systemy obrotu jako komplementarną w stosunku do rynku regulowanego platformę obrotu, a zatem regulacja prawna powinna być oparta na podstawowych rozwiązaniach prawnych przyjętych dla rynku regulowanego. Odmiennosc alternatywnych rynków powoduje jednak, że nie mogą one być tożsame, a jedynie proporcjonalne.

Dla wyznaczania granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi zasada proporcjonalności ma zatem istotne znaczenie. Można ją uznać za swego rodzaju podstawę do objęcia regulacją prawną rozwijającej się części rynku kapitałowego. Prawodawca dostrzegł, jak się wydaje, pewne zaburzenie, polegające na dość kompleksowym uregulowaniu funkcjonowania rynków regulowanych oraz całkowitym braku regulacji prawnej odnoszącej normy prawne wprost do alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Utrzymywanie takiego stanu grozi zawsze zbyt dużym „luzem” w konstruowaniu reguł, w oparciu o które ma funkcjonować rynek, i w szerokim znaczeniu może naruszać wolności podmiotów działających na tradycyjnych rynkach giełdowych, poddanych znaczącym wymogom prawnym. Potrzeba zachowania równowagi pomiędzy częściami rynku kapitałowego była zatem również przyczyną stworzenia regulacji prawnej alternatywnych systemów obrotu.

Trzeba jednocześnie przyznać, że ustalone na poziomie Wspólnoty standardy określają jedynie minimalne warunki i kryteria z jednoczesnym zapewnieniem krajom członkowskim swobody wyboru, jeśli chodzi o wprowadzanie wyższych standardów narodowych.

Bazując na dotychczasowych ustaleniach w zakresie warunków, jakie muszą zaistnieć, aby ograniczenia wolności gospodarczej uznać za dopuszczalne, w tym respektując wskazówki wynikające z orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego, należy przyjąć, że podstawę ingerencji ustawowej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi stanowią niewątpliwie przepisy zawarte w art. 22 i art. 31 ust. 3 Konstytucji RP. Przede wszystkim ingerencja prawna nie tylko w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu, ale też całego rynku kapitałowego, uzasadniona jest ważnym interesem publicznym, a zatem przemawiają za nią inne, bardziej wartościowe cele⁴³⁹. Należy do nich zaliczyć przede wszystkim bezpieczeństwo alternatywnego rynku, a w konsekwencji ich uczestników, co z pewnością stanowi dobro istotniejsze od wolności gospodarczej. Można jednak powiedzieć, że właściwa ingerencja prawna, zmierzająca do zapewnienia bezpieczeństwa alternatywnych systemów oraz ich efektywności, jest działaniem ochronnym dla zapewnienia właśnie wolności gospodarczej. Sprawny, efektywny i stabilny rynek kapitałowy pozwala bowiem realizować przedsiębiorcom wiele przedsięwzięć, które nie mogłyby być podejmowane przy funkcjonującym niestabilnie rynku.

Sam fakt podejmowania przez ustawodawcę działań regulacyjnych w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu nie narusza oczywiście istoty wolności gospodarczej. Istotniejsze jest jednak, aby w ramach wyznaczonych konstytucyjnie wskazać w pierwszej kolejności te płaszczyzny, które powinny być objęte ingerencją prawną⁴⁴⁰. Należy do nich z całą pewnością zaliczyć sferę podmiotów uprawnionych do organizowania alternatywnych systemów obrotu, która nie powinna być nieograniczona, zwłaszcza z uwagi na dobra wskazane w art. 31 ust. 2 Konstytucji RP. Ponadto podstawowe warunki, jakie muszą być spełnione przez alternatywny system obrotu, powinny być też określone przez ustawodawcę, zważywszy na fakt, że alternatywny system ma stanowić

⁴³⁹ Ograniczenie wolności gospodarczej jest uzasadnione „ważnym interesem publicznym”, gdy podjęcie i prowadzenie działalności w danym zakresie lub w danych okolicznościach pozostawałoby w konflikcie z dobrami, o których mowa w art. 31 ust. 2 Konstytucji, a więc z bezpieczeństwem i porządkiem publicznym, ochroną środowiska, zdrowia, moralnością publiczną albo z wolnością i prawami innych osób. Zob. A. Popławski, *Zakres swobody podejmowania działalności gospodarczej*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2005, t. XIV, s. 751; T. Bąkowski, *Administracyjnoprawna sytuacja jednostki w świetle zasady pomocniczości*, Warszawa 2007, s. 123.

⁴⁴⁰ A następnie oczywiście wskazanie granic ingerencji prawnej w ramach poszczególnych płaszczyzn funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Regulacja prawna w poszczególne płaszczyzny może mieć bowiem „płytki” lub „głębszy” charakter, może uwzględniać istotę i naturę systemów lub zawierać rozwiązania z nią sprzeczne, a wreszcie, co równie istotne dla granic ingerencji prawnej, może wykorzystywać lub nie swego rodzaju naturalne zdolności regulacyjne wynikające z praktyki, zwłaszcza gdy chodzi o działalność podmiotów wyspecjalizowanych.

zorganizowany rynek obrotu instrumentami finansowymi. Bezpieczeństwo obrotu stanowi dostateczną konstytucyjną przesłankę do wprowadzenia stosownych ograniczeń w tym zakresie.

Jednym z filarów stabilności systemu finansowego państwa jest zaufanie uczestników rynku finansowego do instytucji finansowych. Dla zachowania stabilności systemu poprzez utrzymywanie optymalnego poziomu zaufania kluczowe znaczenie mają z pewnością obowiązki informacyjne nakładane zarówno na uczestników rynku, jak i same instytucje finansowe oraz nadzór nad działalnością rynku.

3. Zakres podmiotów uprawnionych do prowadzenia alternatywnego systemu obrotu

Krajowe systemy finansowe w ostatnich kilkunastu latach podlegały ogromnym przeobrażeniom. Przyczyna tego zjawiska tkwi w postępującym procesie globalizacji gospodarki światowej, pod której wpływem systemy finansowe zaczęły przekształcać się z systemów zamkniętych i poddanych ścisłej regulacji prawnej w systemy otwarte na inwestorów międzynarodowych i wzajemnie ze sobą powiązane. Ponadto pojawiające się nowe rozwiązania, nowe usługi w krajach, w których rynki finansowe są bardzo rozwinięte, są niemal natychmiast implementowane do systemów mniej rozwiniętych, co też staje się przyczyną istotnych przeobrażeń. To wszystko zmieniło optykę w postrzeganiu systemów finansowych przez prawodawców⁴⁴¹, gdyż ścisłe powiązania pomiędzy różnymi systemami, przenikanie rozwiązań, uświadomiły, że immanentną cechą szeroko rozumianego obrotu finansowego jest ryzyko występujące w wielu postaciach oraz identyfikowane na wielu płaszczyznach⁴⁴².

Przeobrażeniom systemów finansowych towarzyszą zjawiska, które mają istotne znaczenie dla kształtowania się rynków kapitałowych, a także działań ustawodawców, którzy dostrzegając nowe zagrożenia, wprowadzają regulacje prawne, mające zwiększyć bezpieczeństwo uczestników rynku, a co za tym idzie, bezpieczeństwo systemu. Do zjawisk tych należy zaliczyć:

⁴⁴¹ Wyrazem zmiany optyki było niewątpliwie wprowadzenie dyrektywy 2004/39/WE, która miała ogromny wpływ na kształtowanie się systemów finansowych.

⁴⁴² Na temat ryzyk występujących na rynku finansowym zob. np. P. Wajda, *Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy*, PPH 2010, nr 3, s. 45 i nast.; P. Zapadka, *Ryzyko prawne w działalności banków komercyjnych – wybrane zagadnienia*, „Prawo Bankowe” 2007, nr 3, s. 30 i nast.; Z. Zawadzka, *Zarządzanie ryzykiem w banku komercyjnym*, Warszawa 1996, s. 7 i nast. W literaturze ekonomicznej ryzyko definiowane jest jako statystyczne prawdopodobieństwo zaistnienia zdarzenia losowego o charakterze negatywnym dla podmiotu nim objętego; D. Bem, *Podstawowe pojęcia z zakresu ubezpieczeń*, (w:) *Propedeutyka finansów*, red. L. Szyszko, Warszawa 2004, s. 139.

- internacjonalizację, polegającą na liberalizacji zasad przepływu kapitału i wzrastającej konkurencji instytucji pośredniczących w obrocie kapitałem,
- prywatyzację instytucji organizujących obrót, będącą efektem rezygnacji państwa na rzecz operatorów prywatnych, co prowadzi do zjawiska demutualizacji, gdyż organizatorzy rynków kapitałowych przestają być instytucjami *non for profit*, stając się przedsiębiorstwami rynkowymi, kierującymi się w naturalny sposób takimi kategoriami jak zysk,
- modyfikację struktury oszczędzania w konsekwencji determinującą rozwój nowych rynków oraz pojawienie się zróżnicowanych instrumentów finansowych (*titralisation*)⁴⁴³.

Konsekwencją tych zjawisk jest zarysowanie się nie tylko tendencji umiędzynaradawiania się rynków kapitałowych, ale wiążą się z tym procesy liberalizacji przepływów kapitałowych oraz deregulacja systemów finansowych. Poza tym w wyniku zjawisk internacjonalizacji, prywatyzacji instytucji oraz modyfikacji struktur oszczędzania następuje zwiększenie innowacyjności instytucji finansowych. Jest to na pewno związane w nie mniejszej mierze z niespotykanie dotąd szybkim rozwojem nowych technologii w zakresie telekomunikacji i internetu. Zwłaszcza ten ostatni czynnik spowodował, że dostęp do informacji, stanowiącej podstawę decyzji inwestycyjnych, stał się powszechny i łatwy, co z kolei przyczyniło się do usprawnienia procesów zarządzania kapitałem, ale też umożliwiło powstawanie nowoczesnych platform obrotu instrumentami finansowymi, takich jak alternatywne systemy obrotu⁴⁴⁴. Dodatkowo spore znaczenie ma tutaj także znaczny spadek kosztów przesyłania i przetwarzania informacji, które są istotną częścią kosztów transakcyjnych, ale i sama dostępność do internetu⁴⁴⁵. Ostatecznie uczestnicy obrotu międzynarodowego mogą na skalę masową stosować nowe techniki i strategie inwestycyjne, operując przy tym na różnych rynkach, dotąd od siebie odseparowanych. Rozwój technologii teleinformatycznych ma jeszcze jedną zaletę, po-

⁴⁴³ Por. M. Michalski, *Ramy prawne działalności inwestycyjnej banków w świetle dyrektywy 2004/39/WE oraz przepisów prawa polskiego*, „Monitor Prawniczy” 2010, nr 24, s. 1325.

⁴⁴⁴ Szerzej na temat wpływu nowoczesnych technologii teleinformatycznych na rozwój gospodarczy zob. np. W. Kwaśnicki, *Wpływ teleinformatyki na rozwój społeczny i gospodarczy*, (w:) *Prawne i ekonomiczne aspekty komunikacji elektronicznej*, red. J. Gołaczyński, Warszawa 2003, s. 448 i nast.

⁴⁴⁵ Wobec braku tzw. przymusu maklerskiego dla rozwoju alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi ma to jeszcze większe znaczenie niż dla rozwoju rynków regulowanych, gdyż ułatwia zwłaszcza inwestorom indywidualnym dokonywanie zleceń.

legającą na powstawaniu nowego typu instrumentów finansowych, pozwalających na optymalizację działalności inwestycyjnej⁴⁴⁶.

Właśnie ekspansywność rozwoju technologicznego i wynikający z niego rozmach, z jakim powstają nowe obszary i nowe usługi na rynku finansowym, a co za tym idzie, przyspieszenie procesów i zwiększenie prawdopodobieństwa występowania zjawisk niepożądanych, stanowią swego rodzaju inspirację do podejmowania działań na rzecz unifikacji regulacji prawnej na terenie Unii Europejskiej. Dotyczy to w ogromnej mierze właśnie alternatywnych systemów obrotu, w ramach ich funkcjonowania także ograniczeń odnoszących się do podmiotów organizujących te systemy.

Podjmując rozważania na temat kręgu podmiotów uprawnionych do organizowania i prowadzenia alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, a następnie podejmując próbę wskazania podstaw i oceny zasadności wprowadzania ograniczeń w tym zakresie, wypada w pierwszej kolejności odwołać się do wspólnotowego prawa europejskiego. Szczególnego znaczenia nabierają w tym zakresie przepisy dyrektywy 2004/39/WE, gdyż określają ogólne ramy regulacyjne m.in. dla potrzeb wykonywania profesjonalnej działalności inwestycyjnej. Przepisy dyrektywy sankcjonują współistnienie trzech niezależnych płaszczyzn obrotu instrumentami finansowymi, a mianowicie:

- obrotu dokonywanego przez firmy inwestycyjne w ramach tzw. transakcji wewnętrznych, tj. inwestowania na własny rachunek w zakresie własnej działalności inwestycyjnej,
- obrotu realizowanego w alternatywnym systemie obrotu,
- obrotu dokonywanego na rynkach regulowanych, przy czym kluczowego znaczenia nabiera ustanowienie kompleksowego reżimu prawnego rządzącego realizacją transakcji na instrumentach finansowych w taki sposób, aby zapewniony był wysoki poziom jakości transakcji inwestorskich oraz utrzymana została efektywność systemu finansowego⁴⁴⁷.

Zauważalny zatem jest kierunek regulacji zawartej w dyrektywie, której rozwiązania zmierzają do wzmocnienia profesjonalizmu na rynku finansowym⁴⁴⁸. W odniesie-

⁴⁴⁶ Zob. M. Michalski, *Ramy prawne działalności...*, s. 1325. Powstawanie nowych instrumentów finansowych wiąże się z kolei z intensyfikowaniem przepływu kapitału, nie ma bowiem wątpliwości, że obrót papierami wartościowymi, czy – szerzej – instrumentami finansowymi, skutkuje właśnie przepływem kapitału. Por. M. Mataczyński, *Swoboda przepływu kapitału a złota akcja Skarbu Państwa*, Warszawa 2007, s. 37.

⁴⁴⁷ Zob. wielokrotnie już przytaczany i omawiany pkt 5 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE. Co istotne, zapewnienie jakości ma służyć podtrzymaniu integralności systemu finansowego.

⁴⁴⁸ Por. M. Michalski, *Ramy prawne...*, s. 132.

niu do organizatorów alternatywnych systemów obrotu należy w pierwszej kolejności wskazać, iż każdy podmiot zainteresowany prowadzeniem alternatywnego systemu obrotu obowiązany jest wypełnić wymogi dyrektywy 2004/39/WE, a w konsekwencji wymogi zawarte w przyjętych przez prawodawców krajowych aktach prawnych regulujących działanie rynku kapitałowego. Chodzi tu przede wszystkim o wymogi odnoszące się do przedsiębiorstw inwestycyjnych i to zarówno w kwestiach warunków technicznych i organizacyjnych, jak i zasad dotyczących ochrony inwestorów. Poza tym na wzmocnienie profesjonalizacji wskazuje również ograniczenie możliwości organizowania alternatywnych systemów obrotu do dwóch kategorii podmiotów, tj. przedsiębiorstw inwestycyjnych oraz podmiotów prowadzących rynki regulowane (podmiotów gospodarczych). W przypadku drugiej kategorii podmiotów uprawnionych do organizowania alternatywnych systemów obrotu należy zwrócić uwagę, że podlegają one procedurze weryfikacji organu nadzoru i uzyskują zezwolenie jeszcze przed zorganizowaniem i prowadzeniem rynku regulowanego, a działalność podmiotów gospodarczych musi być zgodna z przepisami nie tylko tytułu III, ale w zakresie organizacji alternatywnych systemów obrotu również tytułu II dyrektywy 2004/39/WE⁴⁴⁹.

Zawężenie kręgu podmiotów uprawnionych do organizowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi dokonane zostało w dyrektywie 2004/39/WE w przepisach definicyjnych i to w ramach przepisu zawierającego definicję legalną alternatywnych systemów obrotu (wielostronnych platform obrotu). Zgodnie z treścią przywoływanego już w ramach niniejszej pracy przepisu art. 4 ust. 1 pkt 15 dyrektywy wielostronne platformy obrotu oznaczają wielostronny system, obsługiwany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy. Fakt wskazania podmiotów uprawnionych do prowadzenia alternatywnych systemów obrotu w samej definicji wywołuje nie tylko oczywiste implikacje prawne w postaci chociażby sformułowania *a contrario* zakazu prowadzenia tych systemów przez inne podmioty, ale świadczy również o doniosłości i istotności tego ograniczenia. Nie można oczywiście w tym miejscu nie dodać, iż odnośnie do zakresu uprawnionych do prowadzenia alternatywnych systemów obrotu dyrektywa 2004/39/WE przewiduje dopuszczalny wyjątek. Stosownie do treści art. 5 ust. 2, na mocy odstępstwa prawo krajowe może dopuszczać prowadzenie systemu przez animatorów rynku pod warunkiem uprzedniego poddania ich procedurze weryfikacyjnej pod względem spełniania wymogów do pro-

⁴⁴⁹ Z tych powodów podmioty gospodarcze zostały zwolnione z obowiązku uzyskiwania odrębnego zezwolenia na prowadzenie alternatywnych systemów obrotu. I takie rozwiązanie jest ze wszech miar słuszne. Podmiot, który jest uprawniony do prowadzenia rynku regulowanego, daje z pewnością, przynajmniej na poziomie kryteriów prawnych, gwarancję prawidłowego i bezpiecznego organizowania alternatywnych systemów.

wadzenia wielostronnej platformy obrotu. Animatorem rynku w rozumieniu dyrektywy 2004/39/WE jest osoba, która systematycznie działa z dala od rynków finansowych, wykazując wolę prowadzenia na własny rachunek transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, w oparciu o kapitał własny wyceniony według ustalanych przez podmiot cen (art. 4 ust. 1 pkt 8). W przyjętych przez polskiego ustawodawcę rozwiązaniach brak jest uregulowania wprost działalności animatora rynku⁴⁵⁰. Niemniej biorąc pod uwagę treść art. 4 ust. 1 pkt 8 dyrektywy 2004/39/WE, należy zauważyć, że działania typowe dla animatora rynku są przedmiotem działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych w rozumieniu ustawy o OIF (art. 3 pkt 33 ustawy o OIF). Tym samym, choć nie wprost, dopuszczono animatorów rynku do kręgu podmiotów uprawnionych do prowadzenia alternatywnych systemów obrotu⁴⁵¹.

Nie sposób w tym miejscu nie odnieść się do terminologii, którą posługuje się polski ustawodawca, i nie sformułować swego rodzaju zarzutu przesadnej wręcz dezynwoltury. Otóż dokonując implementacji dyrektywy 2004/39/WE, m.in. poprzez uchwalenie ustawy o OIF, posłużono się prostym tłumaczeniem zwrotu używanego w dyrektywie „investment firm”⁴⁵² i np. w art. 3 pkt 33 definiując, na potrzeby dokonywania wykładni przepisów ustawy o OIF, *de facto* pojęcie „przedsiębiorstwa inwestycyjnego”, z niezrozumiałych względów użyto pojęcia „firma inwestycyjna”. Mało tego, ustawodawca, dokonując wyliczenia podmiotów, które są traktowane jako „firma inwestycyjna”, wskazuje na takie podmioty, jak: domy maklerskie, banki prowadzące działalność

⁴⁵⁰ Definicję Animatora Rynku zawiera Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu przyjęty Uchwałą z dnia 1 marca 2007 r. Nr 147/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Zgodnie z § 20 ust. 1 Animatorem Rynku jest Członek Rynku lub podmiot będący firmą inwestycyjną lub zagraniczną firmą inwestycyjną niebędący Członkiem Rynku, który na mocy umowy z Organizatorem Alternatywnego Systemu zobowiązał się do dokonywania na własny rachunek w alternatywnym systemie obrotu czynności mających na celu wspomaganie płynności obrotu instrumentami finansowymi danego emitenta, na zasadach określonych przez Organizatora Alternatywnego Systemu. Podmiot niebędący Członkiem Rynku wykonuje czynności Animatora Rynku za pośrednictwem Członka Rynku uprawnionego do działania na rachunek klienta.

⁴⁵¹ Pomimo że ustawodawca nie operuje taką terminologią. W praktyce główną funkcją animatorów rynku jest zapewnienie profesjonalnej pomocy uczestnikom rynku, poprzez podejmowanie wszelkich czynności mających na celu jak najefektywniejsze wspomaganie płynności danego instrumentu finansowego (§ 3 ust. 1 załącznika nr 6 do Regulaminu ASO). Animatorami najczęściej są domy maklerskie, o których mowa w art. 95 ust. 1 ustawy o OIF.

⁴⁵² W prawniczym, ale i prawnym języku angielskim zwrot „firm” używany jest w znaczeniu „przedsiębiorstwo”. Zob. np. P.L. Davies, *Board Structure in the UK and Germany: Convergence of Continuing Divergence*, „International and Comparative Corporate Law Journal” 2001, No. 2, s. 435 i nast.; K.J. Hopt, P.C. Leyens, *Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in German, the United Kingdom, France, Italy*, „Law Working Papers” 2004, No. 18, s. 9 i nast.

maklerską czy zagraniczne firmy inwestycyjne. Ów nieprzemysłany, jak się wydaje, „zabieg” nie tylko nie znajduje żadnego uzasadnienia merytorycznego, ale – co gorsza – wprowadza do systemu prawa terminologiczny zamęt. Ten sam ustawodawca nadaje zwrotowi „firma” ukierunkowane znaczenie w przepisach art. 43²- art. 43¹⁰ k.c. Stosownie do treści art. 43⁴ firmą osoby fizycznej jest jej imię i nazwisko, stosownie zaś do treści art. 43⁵ § 1 firmą osoby prawnej jest jej nazwa. W istocie zatem bez żadnego uzasadnienia związanego z celem regulacji ustawodawca posługuje się zwrotem „firma” w znaczeniu „przedsiębiorstwo”⁴⁵³. Tym samym odwołuje się do znaczenia potocznego terminu „firma”⁴⁵⁴. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę, że ustawa o OIF obowiązuje już niemal dziesięć lat, a w literaturze polskojęzycznej powszechnie używa się zwrotu „firma inwestycyjna”, formułowanie postulatu *de lege ferenda* wydaje się nie mieć już żadnego znaczenia⁴⁵⁵.

Naturalną konsekwencją zawartej w art. 4 ust. 1 pkt 15 stanowczej ingerencji prawnej w sferę uprawnionych do prowadzenia alternatywnych systemów obrotu podmiotów są podstawowe obowiązki określone w przepisach art. 13 i art. 14 dyrektywy 2004/39/WE. Dotyczą one wymogów organizacyjnych oraz organizowania i finalizowania transakcji. Wykładnia doktrynalna art. 13 i art. 14 dyrektywy pozwala na przyjęcie, że regulacje prawne poszczególnych krajów członkowskich, ograniczając katalog podmiotów uprawnionych do prowadzenia wielostronnych platform obrotu, powinny koncentrować się przede wszystkim na wprowadzeniu:

- wymogów kapitałowych w stosunku do podmiotów prowadzących wielostronne platformy obrotu, które muszą być dostosowane do przedmiotu działalno-

⁴⁵³ Krytyczne uwagi nie oznaczają, że niedostrzegana jest możliwość definiowania różnych pojęć w poszczególnych gałęziach w sposób odmienny. Zawsze powinno to jednak być wynikiem merytorycznie określonego celu legislacyjnego, którego zrealizowanie pozwoli na uniknięcie problemów związanych w przyszłości ze stosowaniem prawa. Por. M. Zieliński i inni, *Zintegrowanie polskich koncepcji wykładni prawa*, „Ruch Prawniczy, Socjologiczny i Ekonomiczny” 2009, z. 4, s. 29 i nast. Krytyka uzasadniona jest jednak tym bardziej, że definicja przedsiębiorstwa zawarta w art. 55¹ k.c. pozwalałaby w pełni osiągnąć cel legislacyjny. Przedsiębiorstwem w rozumieniu powołanego artykułu jest zorganizowany zespół składników niematerialnych i materialnych przeznaczony do prowadzenia działalności gospodarczej.

⁴⁵⁴ Nie ma jednak wątpliwości, że słownictwo tekstów aktów prawnych nie należy do leksyki języka potocznego, lecz należy do oficjalnej odmiany języka ogólnego w wersji pisanej, a więc znajduje się na przeciwnym krańcu języka potocznego. Zob. A. Choduń, *Język prawny a język potoczny*, (w:) *Język – Prawo – Społeczeństwo*, Opole 2004, s. 77 i nast.

⁴⁵⁵ Można by jedynie, profetycznie przeczuwając rezultat, zaapelować o większą precyzję w posługiwaniu się zwrotami już zdefiniowanymi w systemie prawa.

ści, a przede wszystkim dawać gwarancję możliwości zorganizowania bezpiecznego systemu⁴⁵⁶,

- przepisów obligujących podmioty prowadzące wielostronne platformy obrotu do ustanawiania pozaprawnych przejrzystych i innych niż uznaniowe norm oraz procedur uczciwego i prawidłowego obrotu, a także ustanawiania obiektywnych kryteriów skutecznego realizowania zleceń,
- przepisów obligujących podmioty prowadzące wielostronne platformy obrotu do ustanawiania pozaprawnych norm w zakresie obowiązków informacyjnych niezbędnych do podejmowania decyzji inwestycyjnych,
- przepisów obligujących podmioty uprawnione do prowadzenia wielostronnych platform obrotu do wykonywania wskazań krajowych organów nadzorczych dotyczących zawieszenia lub wycofania instrumentu finansowego,
- przepisów, na podstawie których działalność podmiotów uprawnionych do prowadzenia wielostronnych platform obrotu poddawana będzie weryfikacji przez krajowe organy nadzoru.

Przedsiębiorstwem inwestycyjnym jest każda osoba prawna, której regularna działalność zawodowa lub gospodarcza polega na świadczeniu jednej lub większej liczby usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich i/lub prowadzeniu jednego lub większej liczby zakresów działalności inwestycyjnej (art. 4 ust. 1 pkt 1 dyrektywy 2004/39/WE)⁴⁵⁷. Dyrektywa w art. 4 ust. 1 dopuszcza możliwość wprowadzania odstępstw odnośnie do

⁴⁵⁶ Wykładnia systemowa nakazuje odwołać się w tym zakresie do art. 5 ust. 1 dyrektywy z dnia 14 czerwca 2006 r. 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych, Dz.U.UE L.2006.177.201, ze zm., która obowiązuje do dnia 31 grudnia 2013 r., gdyż została uchylona przepisami dyrektywy z dnia 26 czerwca 2013 r. 2013/36/UE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywę 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, Dz.U.UE L.2013.176.338. Zgodnie z powołanym przepisem art. 5 ust. 1 przedsiębiorstwa inwestycyjne zamierzające prowadzić wielostronne platformy obrotu muszą posiadać kapitał założycielski w wysokości co najmniej 125 000 EUR. Podobne rozwiązania przyjął polski ustawodawca. Zgodnie z art. 98 ust. 1 ustawy o OIF kapitał założycielski domu maklerskiego, który zamierza prowadzić alternatywny system obrotu, wynosi co najmniej równowartość w złotych 125 000 EUR.

⁴⁵⁷ Stosownie do treści art. 4 ust. 1 pkt 2 usługi i działalność inwestycyjne to usługi i działalność wymienione w Sekcji A załącznika nr I do dyrektywy 2004/39/WE, tj.: przyjmowanie i przekazywanie zleceń w odniesieniu do jednego lub większej liczby instrumentów finansowych; realizacja zleceń w imieniu klientów; zawieranie transakcji na własny rachunek; zarządzanie pakietem akcji; doradztwo inwestycyjne; emisja instrumentów finansowych i/lub wprowadzanie instrumentów finansowych na zasadzie zaangażowania przedsiębiorstwa; wprowadzanie instrumentów finansowych bez zaangażowania przedsiębiorstwa; prowadzenie Wielostronnych Platform Obrotu.

formy prawnej przedsiębiorstwa inwestycyjnego, które może być prowadzone również przez osobę fizyczną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej⁴⁵⁸.

Polski ustawodawca dopuścił możliwość prowadzenia alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi zarówno przez osoby prawne, jak i jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej. Przede wszystkim zgodnie z art. 3 pkt 33 ustawy o OIF przedsiębiorstwem inwestycyjnym (firmą inwestycyjną) może być dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską lub zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczna osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadząca na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską⁴⁵⁹. Następnie z treści art. 95 ust. 1 ustawy o OIF wynika, że dom maklerski, który będąc przedsiębiorstwem inwestycyjnym, jest uprawniony do prowadzenia alternatywnych systemów, może mieć, obok spółki akcyjnej i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, formę:

- spółki komandytowo-akcyjnej, przy czym co najmniej dwoje komplementariuszy musi być osobami mającymi prawo wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych lub doradcy inwestycyjnego,
- spółki komandytowej, w której komplementariuszami mogą być wyłącznie osoby mające prawo wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych lub doradcy inwestycyjnego, przy czym musi ich być co najmniej dwóch,
- spółki partnerskiej, w której współnikami (partnerami) muszą być wyłącznie osoby mające prawo wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych lub doradcy inwestycyjnego, w liczbie co najmniej dwóch,

⁴⁵⁸ Pod warunkiem, że: ich status prawny zapewnia poziom ochrony interesów osób trzecich równorzędny do takiego, który zapewniany jest przez osoby prawne; podlegają równorzędnemu nadzorowi ostrożnościowemu, odpowiedniemu do ich formy prawnej; zabezpieczają prawa własności osób trzecich względem należących do nich instrumentów i funduszy; przedsiębiorstwo inwestycyjne podlega regułom mającym na celu monitorowanie wypłacalności przedsiębiorstwa oraz jego właścicieli; roczne sprawozdania finansowe przedsiębiorstwa są poddane audytowi przez jedną lub więcej osób uprawnionych na mocy prawa krajowego do kontrolowania sprawozdań finansowych; w przypadku gdy przedsiębiorstwo ma tylko jednego właściciela, musi zapewnić ochronę inwestorów na wypadek zaprzestania przez przedsiębiorstwo działalności po jego śmierci, utraty przez właściciela zdolności do czynności prawnych lub na wypadek innych zdarzeń o takim charakterze.

⁴⁵⁹ Szerzej na temat pojęcia „firmy inwestycyjnej” w prawie polskim zob. E. Fojcik-Mastalska, *Nowe definicje legalne w prawie rynku finansowego*, GSP 2007, t. XVI, s. 533 i nast.; P. Zawadzka, *Firma inwestycyjna a fundusz inwestycyjny w prawie polskim*, GSP 2007, t. XVI, s. 621 i nast.

- spółki jawnej, w której współnikami są wyłącznie osoby mające prawo wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych lub doradcy inwestycyjnego, w liczbie co najmniej dwóch.

Tym samym możliwość prowadzenia alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi posiadają wszystkie spółki prawa handlowego, zarówno kapitałowe, jak i osobowe. Natomiast *a contrario* sformułowany został zakaz prowadzenia alternatywnych systemów przez osoby fizyczne i spółki cywilne. Powstaje zatem pytanie, czy ingerencja prawna w tym zakresie nie nastąpiła zbyt głęboko, a w konsekwencji, czy nie naruszono konstytucyjnej wolności prowadzenia działalności gospodarczej. Przede wszystkim należy podkreślić, iż ustawodawca realizuje zasadę wolności gospodarczej, dając organizatorowi systemu możliwość wyboru jednej spośród spółek prawa handlowego, przy czym w odniesieniu do spółek osobowych wprowadza dodatkowe ograniczenia, choćby w postaci liczby współników (komplementariuszy, partnerów). Natomiast zupełnie inną kwestią byłoby powierzenie prowadzenia alternatywnego systemu osobie fizycznej czy spółce cywilnej. Z jurydycznego punktu widzenia granice wolności gospodarczej wyznaczają potencjalne zagrożenia bezpieczeństwa, w tym przypadku zarówno bezpieczeństwa alternatywnego systemu obrotu, jak i całego rynku kapitałowego. Wydaje się, że powierzenie prowadzenia platformy obrotu osobie fizycznej lub spółce cywilnej stanowiłoby nie tylko przekroczenie granic wolności gospodarczej, ale naruszałoby przepisy art. 31 ust. 3 Konstytucji RP. Należy zwrócić uwagę, że żaden przepis prawa nie przyznaje spółce ani atrybutu osobowości prawnej, ani zdolności prawnej, a w konsekwencji nie przysługuje jej w związku z tym również zdolność do czynności prawnych, zdolność sądowa ani procesowa⁴⁶⁰. Ponadto spółka cywilna zawiązywana jest dla osiągnięcia wspólnego celu gospodarczego, przez który należy rozumieć osiąganie korzyści, mających dającą się określić wartość gospodarczą⁴⁶¹. Tym samym spółka cywilna będzie *de lege lata* umową pomiędzy osobami fizycznymi zamierzającymi realizować określony cel gospodarczy, nie jest „formą”, która dawałaby na poziomie rozwiązań prawnych gwarancję prawidłowego, bezpiecznego prowadzenia systemu. Tym bardziej osoba fizyczna, która jednoosobowo, nawet jeśli posiada wystarczające kwalifikacje, nie powinna być zaliczona do kategorii podmiotów uprawnionych do prowadzenia systemu⁴⁶².

⁴⁶⁰ Por. A. Herbet, *Spółka cywilna. Konstrukcja prawna*, Warszawa 2008, s. 127.

⁴⁶¹ Por. J. Korzonek, (w:) J. Korzonek, I. Rosenblüth, *Kodeks zobowiązań. Komentarz*, Kraków 1934. Szerzej na temat charakteru prawnego spółki cywilnej zob. M. Podleś, *Charakter prawny spółki cywilnej na tle prawa polskiego i niemieckiego*, Warszawa 2008, s. 71 i nast.

⁴⁶² Czym innym jest dopuszczenie takiej możliwości w dyrektywie, w której legislator słusznie pozwolił podejmować ostateczne decyzje krajom członkowskim. Należy bowiem zawsze

Możliwość prowadzenia alternatywnych systemów obrotu, z uwagi na potrzebę zachowania bezpieczeństwa i zarazem efektywności obrotu, powinna być ograniczona do podmiotów, które w minimalnym przynajmniej stopniu zapewniają osiągnięcie podstawowych celów. Zbyt duża swoboda mogłaby bowiem skutkować załamaniem bezpieczeństwa systemów, a w konsekwencji dezorganizacją rynku, poprzez zupełnie niekontrolowaną utratę lokowanych środków przez inwestorów. Wydaje się, że zarówno regulacje unijne, jak i przyjęte za unijnymi w polskim ustawodawstwie rozwiązania mają w założeniu skutecznie przeciwdziałać takim zjawiskom.

Brak ograniczeń prawnych w odniesieniu do kręgu podmiotów uprawnionych do organizowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi należałoby uznać za rozwiązanie błędne. Wolność gospodarcza, a także istotna w prawie wspólnotowym swoboda przedsiębiorczości, czy też swoboda świadczenia usług, choć niezwykle ważne dla funkcjonowania rynku finansowego, nie mają charakteru bezwzględnych⁴⁶³. Niczym nieograniczona swoboda przedsiębiorczości i swoboda świadczenia usług na rynku kapitałowym prowadziłyby w konsekwencji do osiągnięcia odwrotnego od zamierzonego celu. Możliwość świadczenia usług inwestycyjnych, organizowania rynków kapitałowych przez podmioty nieznaną zasad funkcjonowania tego rynku, prowadziłyby, wcześniej czy później, do naruszenia poziomu zaufania inwestorów do rynku, a w konsekwencji naruszałaby bezpieczeństwo tego rynku. Bez wątpienia taka perspektywa klóciłaby się zarówno z konstytucyjnymi normami odwołującymi się do wolności gospodarczej, jak i z celem swobód, które mają być podstawą funkcjonowania rynku wewnętrznego Unii Europejskiej. Organizowanie alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi, aby system ten był efektywny, a więc w pierwszej kolejności bezpieczny dla inwestorów, wymaga specjalistycznego przygotowania, znajomości rynku kapitałowego, a najlepiej funkcjonowania na tym rynku przed przystąpieniem do organizowania jego części. Stąd też wynika konieczność ingerencji prawnej w tę sferę funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Taka konstatacja wydaje się oczywista i niewymagająca dalszego uzasadnienia, niemniej jednak mało satysfakcjonująca, biorąc pod uwagę cel badawczy. Istotne jest bowiem, jakie podmioty powinny być brane pod uwagę przez organy stanowiące prawo, jako te, które spełniają wymogi prowadzenia rynku i zapewniania bezpieczeństwa obrotu oferowanymi na nim instrumentami finansowymi.

uwzględnić specyfikę systemu prawa. Ta, w przypadku polskiego systemu prawa, nakazuje głęboką powściągliwość w poszerzaniu granic regulacji odnoszącej się do podmiotów mogących prowadzić alternatywny system obrotu.

⁴⁶³ Granice tych swobód wyznaczają ich cele. Por. P. Oliver, W.H. Roth, *The Internal Market and the Four Freedoms*, „Common Market Law Review” 2004, vol. 41, No. 2, s. 428 i nast.

Niewątpliwie przy ustalaniu kryteriów, według których ustawodawca powinien wyznaczać krąg podmiotów uprawnionych do prowadzenia alternatywnego systemu obrotu, należy brać pod uwagę możliwość sprawnego i efektywnego działania, a co za tym idzie – możliwość bezpiecznego funkcjonowania systemu. Kierując się tymi kryteriami, należy wyznaczać podmioty, które dają gwarancję sprawnego i bezpiecznego zorganizowania alternatywnego systemu obrotu, dzięki czemu możliwe będzie jego efektywne funkcjonowanie. Takimi podmiotami bez wątpienia są właśnie domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską, zagraniczne firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadzące na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską. Wymienione kategorie podmiotów prowadzą działalność na podstawie zezwolenia właściwych władz kraju będącego członkiem Unii Europejskiej, a tym samym poddane są procesowi autoryzacji przez te organy. Wskazane kryteria ustalania kręgu podmiotów uprawnionych do prowadzenia alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi tym bardziej wypełniają podmioty, które prowadzą rynek regulowany.

Zorganizowanie alternatywnego systemu obrotu, a następnie zapewnienie prawidłowego funkcjonowania, jest procesem złożonym, na który składa się nie tylko dostosowywanie do wymogów wynikających z przyjętych rozwiązań prawnych. Częścią tego procesu jest też zdolność do tworzenia pozaprawnych norm, które będą wiązały podmioty przystępujące do alternatywnego rynku, a które to normy mają niesłychanie istotne znaczenie dla tego rynku⁴⁶⁴. Również to kryterium może być wypełnione jedynie przez podmioty wyspecjalizowane, znające praktykę i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego.

Wprowadzone ograniczenia w zakresie podmiotów uprawnionych do prowadzenia alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi należy zatem co do zasady ocenić pozytywnie. Krąg podmiotów, na który składają się przedsiębiorstwa inwestycyjne i podmioty prowadzące rynek regulowany (podmioty gospodarcze), wydaje się kręgiem zupełnie naturalnym i zarazem optymalnym. Niemniej jednak warto też wskazać na pewne możliwe zagrożenia wynikające z przyjętych rozwiązań. Uwaga ta dotyczy w zasadzie podmiotów prowadzących rynek regulowany. Otóż w przypadku organizowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi przez orga-

⁴⁶⁴ Proces organizowania alternatywnego systemu obrotu, a następnie zapewnienie sprawnego funkcjonowania, jest też przedsięwzięciem niezwykle złożonym organizacyjnie, wymagającym od organizatora ogromnych nakładów od strony technicznej, kadrowej czy infrastrukturalnej.

nizatora giełdy może dochodzić do oferowania dwóch rodzajów usług zaspokajających potrzeby tych samych emitentów czy inwestorów⁴⁶⁵. Stąd też można postrzegać alternatywne systemy jako pewnego rodzaju konkurencję dla rynków regulowanych⁴⁶⁶, co bezspornie może być przeszkodą dla ich rozwoju. Biorąc jednak pod uwagę nie tylko genezę powstania alternatywnych systemów obrotu, ale także fakt, iż również współcześnie są to platformy obrotu instrumentami finansowymi adresowane do podmiotów, które albo nie są w stanie spełnić wymogów dla rynku regulowanego, albo też przystępując do rynku alternatywnego, podejmują decyzję o obniżeniu kosztów, można przyjąć że nie ma płaszczyzny do powstania prostej konkurencji⁴⁶⁷, a co za tym idzie – ograniczania obrotów w alternatywnym systemie⁴⁶⁸. Niezależnie jednak od potencjalnych zagrożeń, które na poziomie teoretycznym powinny być wręcz identyfikowane, należy uznać, że jakiegokolwiek ograniczenia w prowadzeniu alternatywnych systemów obrotu formułowane wobec podmiotów prowadzących rynki regulowane klóciłyby się z ideą wyznaczania podmiotów uprawnionych do organizowania rynków alternatywnych. To właśnie giełdy w pierwszej kolejności są podmiotami, które są w stanie sprostać wyzwaniom, jakie towarzyszą organizowaniu i prowadzeniu alternatywnego systemu obrotu. W konsekwencji należy podkreślić raz jeszcze, że krąg podmiotów uprawnionych do organizowania i prowadzenia alternatywnych systemów obrotu został wyznaczony prawidłowo zarówno w dyrektywie 2004/39/WE, jak i ustawie o OIF.

4. Warunki, jakie musi spełnić alternatywny system obrotu

Konstytutywną płaszczyzną dla alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi są z pewnością warunki, jakie musi spełniać alternatywny system obrotu. Badania nad granicami ingerencji prawnej w tę sferę muszą uwzględniać genezę i istotę

⁴⁶⁵ Chodzi o tzw. zjawisko kanibalizmu. Szerzej na ten temat zob. np. K.R. Conner, *Strategies for Product Cannibalism*, „Strategic Management Journal” 1988, vol. 9, Special Issue: Strategy Content Research, s. 9 i nast.

⁴⁶⁶ Por. D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 101.

⁴⁶⁷ Podobnie D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 102-103. Autor słusznie jednak uważa, że nie można mieć całkowitej pewności, czy zjawisko kanibalizmu nie dotknie alternatywnych systemów obrotu. Teoretycznie wydaje się to możliwe w sytuacji, gdyby podmiot prowadzący giełdę uznał, iż ze względów czysto merkantylnych bardziej opłacalne będzie tworzenie reguł zachęcających bądź, co gorsza, zmuszających do wejścia na rynek regulowany.

⁴⁶⁸ Niezależnie od możliwych migracji, które nie mają negatywnego wpływu na funkcjonowanie rynku. Na tak rozwiniętym alternatywnym rynku, jakim jest AIM, dochodzi wręcz do częstych migracji z rynku alternatywnego na rynek regulowany. Zob. S. Vismara, S. Paleari, J.R. Ritter, *Europe's Second Markets for Small Companies*, „European Financial Management” 2012, No. 18, s. 352 i nast.

alternatywnych systemów obrotu. Mało ryzykowna jest teza, że przystępując do procesu stanowienia prawa w zakresie warunków odnoszących się do alternatywnego systemu obrotu, należy jako punkt wyjścia uznać zrozumienie specyfiki tej części rynku. W pierwszej kolejności konieczne jest uwzględnienie, że alternatywne systemy obrotu wypełniają lukę na rynku kapitałowym istotną dla przedsiębiorstw, których wielkość kapitału nie pozwala na wprowadzanie instrumentów finansowych na rynek regulowany, cechujący się nie tylko bardziej rozbudowanymi regulacjami prawnymi, ale także wyższymi kosztami wejścia na ten rynek⁴⁶⁹. Alternatywne systemy obrotu nie powinny być zatem konstruowane jako platformy, w których uczestnictwo wymaga ponoszenia dużych kosztów. Rynek alternatywny, stanowiący głównie dla małych i średnich przedsiębiorców dostępną perspektywę pozyskania kapitału na realizację własnych przedsięwzięć, musi być mniej sformalizowany.

Tworząc prawo w zakresie warunków, jakim powinien odpowiadać alternatywny system obrotu, trzeba również brać pod uwagę, iż na przełomie XX i XXI wieku na światowych rynkach finansowych, w tym także na polskim rynku finansowym, nastąpiło wiele dynamicznych zmian⁴⁷⁰. Okres ten charakteryzował się z jednej strony wprowadzaniem różnego rodzaju innowacyjnych rozwiązań finansowych, z drugiej zaś – znacznym wzrostem ryzyka, które i tak jest immanentną częścią całego systemu finansowego. Wzrost ryzyka, z punktu widzenia inwestorów, stanowił jeden z istotnych impulsów do poszukiwania nowych rozwiązań pozwalających na rozłożenie ryzyka. Poza tym okres zmian i pojawianie się w obszarze rynku finansowego rozwiązań nowej generacji wiązały się z dostrzeganiem przez małych i średnich przedsiębiorców korzyści, jakie dają papiery wartościowe, szczególnie w zakresie możliwości pozyskiwania kapitału i traktowania ich jako alternatywnych, w stosunku do np. bankowych, źródeł finansowania różnego rodzaju inwestycji⁴⁷¹.

Nie mniej istotne niż przedstawione wyżej okoliczności, które powinny być podstawą przy konstruowaniu przepisów prawnych wyznaczających ramy dla warunków, jakie powinien spełniać alternatywny system, związane są z koniecznością zapewnienia

⁴⁶⁹ Por. D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 111 i nast.

⁴⁷⁰ W ostatnich kilkunastu latach światowe rynki kapitałowe podlegały bardzo istotnym przeobrażeniom. Rynek kapitałowy w Stanach Zjednoczonych, który zajmował absolutnie dominującą pozycję i przez wiele lat stanowił centrum gospodarki światowej, w obliczu kryzysu zapoczątkowanego w 2008 r. stracił nieco zaufanie inwestorów, którzy zaczęli poszukiwać nowych rynków. Zob. J.M. Mendoza, *Securities Regulation In Low-Trier Listing Venus: the Rise of the Alternative Investment Market*, „Fordham Journal of Corporate and Financial Law” 2008, vol. XIII, s. 258.

⁴⁷¹ Por. M. Dąbrowska, M. Wargacki, *Alternatywne systemy...*, s. 61; M. Zaleska, *Pobudzenie sektora...*, s. 279.

bezpieczeństwa obrotu. Organ stanowiący prawo musi brać pod uwagę, iż alternatywny rynek jest komplementarną w stosunku do rynku regulowanego częścią rynku kapitałowego. Tym samym stworzenie warunków zagrażających bezpieczeństwu obrotu instrumentami finansowymi będzie pośrednio oddziaływało na cały rynek kapitałowy, a w konsekwencji również na wzrost gospodarczy w danym państwie⁴⁷².

Rozwój gospodarczy zależy w dużej mierze od rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Istotne zatem jest prawidłowe funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, gdyż sprzyjają one rozwojowi małych i średnich przedsiębiorstw⁴⁷³. Ta właśnie swego rodzaju „przychylność” alternatywnych systemów obrotu względem małych i średnich przedsiębiorców jest możliwa dzięki łagodniejszym wymogom odnoszącym się do podmiotów występujących na tym rynku, w tym w zakresie wprowadzania do obrotu instrumentów finansowych, a także realizowania obowiązków informacyjnych.

Zgodnie z art. 14 ust. 1 dyrektywy 2004/39/WE przedsiębiorstwa inwestycyjne lub podmioty prowadzące rynek regulowany (podmiotów gospodarczych), zamierzające prowadzić alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi, zobowiązane są ustanawiać przejrzyste i inne niż uznaniowe reguły, a także procedury uczciwego i prawidłowego obrotu oraz obiektywne kryteria skutecznego realizowania zleceń. W krajowych porządkach prawnych powinny natomiast znajdować się regulacje zobowiązujące podmioty prowadzące alternatywny system obrotu do prowadzenia systemu na określonych zasadach. Zgodnie z art. 13 dyrektywy 2004/39/WE sfera ingerencji prawnej w tę materię powinna obejmować przede wszystkim:

- należytą politykę i procedury odnoszące się do zapewnienia zgodności działalności przedsiębiorstwa i jego personelu kierowniczego, pracowników oraz przedstawicieli z przepisami dyrektywy,
- nałożenie na przedsiębiorstwo inwestycyjne obowiązku zachowania i wprowadzenia skutecznych uzgodnień organizacyjnych i administracyjnych mających na celu zapobieżenie wystąpieniu sprzeczności interesów i szkodliwego ich wpływu na interesy klientów przedsiębiorstwa,
- wprowadzenie norm prawnych nakazujących przedsiębiorstwom inwestycyjnym podejmowanie właściwych kroków, mające na celu zapewnienie

⁴⁷² Zależność pomiędzy bezpieczeństwem obrotu a wzrostem gospodarczym jest zjawiskiem niewymagającym uzasadnienia. Szczególnie gdy kwestia bezpieczeństwa rozpatrywana jest w kontekście rynku finansowego. Por. J. Gurley, E. Shaw, *Financial Aspects...*, s. 41; P. Demetriades, K. Hussein, *Does Financial Development...*, s. 389.

⁴⁷³ Por. D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 26-27.

ciągłości i prawidłowości świadczenia usług i prowadzenia działalności inwestycyjnej,

- podejmowanie wszelkich właściwych kroków mających na celu uniknięcie dodatkowego ryzyka w działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych, a tym samym wprowadzenie jednolitej procedury administracyjnej i rachunkowej oraz mechanizmów kontroli wewnętrznej,
- obowiązek prowadzenia przez przedsiębiorstwo inwestycyjne rejestrów wszystkich usług i transakcji zawieranych przez to przedsiębiorstwo, w taki sposób, aby umożliwić właściwym władzom należyte monitorowanie zgodności z wymogami ustanowionymi na podstawie dyrektywy,
- wprowadzenie należytych wymogów gwarantujących prawa własności klientów, w szczególności w przypadku niewypłacalności przedsiębiorstwa inwestycyjnego,
- wprowadzenie odpowiednich uzgodnień mających na celu zagwarantowanie praw klientów oraz mających na celu zapobieżenie wykorzystywaniu funduszy klientów na własny rachunek⁴⁷⁴.

Dokonując oceny regulacji zawartej w art. 13 i art. 14 dyrektywy 2004/39/WE, należy zwrócić uwagę, że unijny legislator stworzył pewien schemat regulacyjny odnoszący się do alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi. Polega on na wprowadzeniu ramowej regulacji prawnej, na podstawie której podmioty organizujące alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi powinny wprowadzać regulacje mające charakter pozaprawnych norm, opartych na praktyce obrotu. Trzeba zatem zauważyć, że ingerencja prawna w szczególowe zasady funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi powinna być stosunkowo „płytką”. W zasadzie wszystkie sfery, które zgodnie z dyrektywą powinny być objęte regulacją prawną, odnoszą się do zapewnienia przejrzystości, efektywności i bezpieczeństwa obrotu, który to cel powinien być ostatecznie osiągnięty w wyniku działalności regulacyjnej podmiotu prowadzącego alternatywny system obrotu. Dyrektywa nie nakłada na ustawodawców z krajów członkowskich obowiązku wprowadzania regulacji, która ingerowałaby zbyt w samo funkcjonowanie alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi. Wynika to niewątpliwie z dbałości o rozwój nowej generacji platform obrotu instrumentami finansowymi, których istotą⁴⁷⁵ jest stwarzanie warunków do ułatwionego, uproszczonego pod względem procedur i wymogów obrotu instrumentami finansowymi.

⁴⁷⁴ Wymóg ten nie dotyczy instytucji kredytowych.

⁴⁷⁵ Zgodnie zresztą z terminologią zastosowaną w przepisach dyrektywy 2004/39/WE: *multilateral trading facility*.

Zasadniczo regulacja prawna zawarta w powołanych przepisach zasługuje na aprobatę. Nie jest jednak pozbawiona mankamentów, gdyż nie zabezpiecza w pełni alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi jako stosunkowo nowej instytucji na rynku kapitałowym, która dla części przedsiębiorców jest ważnym elementem w optymalizowaniu źródeł przychodu. Dodatkowo jest narażona na silne oddziaływanie podmiotów organizujących rynki regulowane⁴⁷⁶, które – choć nie ma aktualnie ku temu podstaw ekonomicznych – mogą traktować alternatywne rynki nie jako nową ofertę rynkową, której celem jest pozyskanie nowego klienta, lecz jako konkurencję⁴⁷⁷ zmniejszającą, przynajmniej potencjalnie, obroty na rynkach giełdowych. Mając na uwadze te okoliczności, celowe wydawałoby się wprowadzenie przepisów prawnych zakazujących podmiotom, które prowadzą jednocześnie rynek regulowany i alternatywny system obrotu, jakiejkolwiek działalności regulacyjnej, której celem byłoby nakładanie na uczestników alternatywnego rynku wymogów zbliżonych do rynku regulowanego. Chodzi tu głównie o wymogi, które mogłyby zwiększać po stronie emitentów koszty, zwłaszcza związane z wprowadzaniem instrumentów finansowych do obrotu, obowiązkami informacyjnymi czy sprawozdawczością finansową. Przy obecnie obowiązującej regulacji prawnej⁴⁷⁸ giełdy prowadzące alternatywne systemy obrotu mogą, jeżeli uznają, że z punktu widzenia obrotów na rynku głównym jest to potrzebne, dążyć do stopniowego, rozłożonego w czasie, spłaszczenia wymogów⁴⁷⁹, co w perspektywie może skutkować zmianą charakteru alternatywnych systemów obrotu. Konsekwencją zmaterializowania się takiego zagrożenia byłoby zredukowanie lub wręcz wyeliminowanie dostępu do jednego ze źródeł finansowania inwestycji dla części przedsiębiorców, tj. głównie małych i średnich.

Niestety, opisany powyżej mankament dotyczy też w pełni polskiej regulacji prawnej. Próżno w niej szukać podstaw prawnych, które stanowiłyby dla giełd jako instytucji prawnych⁴⁸⁰ organizujących alternatywny system ograniczenie w znaczeniu negatywnym. Ustawodawca zredukował swoje działania, tak jak i unijny legislator, do wskazania minimalnych warunków, które musi spełniać alternatywny system obrotu instrumentami finansowymi. Stąd zasadne jest sformułowanie postulatu *de lege ferenda*

⁴⁷⁶ W praktyce to organizatorzy giełd są organizatorami alternatywnych systemów obrotu, jak np. w Polsce.

⁴⁷⁷ Pomimo że alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi powinny być traktowane jako platforma komplementarna w stosunku do rynku regulowanego.

⁴⁷⁸ W tym polskiej regulacji prawnej.

⁴⁷⁹ Takim niepokojącym sygnałem mogą być np. zmiany wprowadzone z dniem 1 czerwca 2013 r. do regulaminu alternatywnego systemu obrotu przez Zarząd GPW w Warszawie S.A., dotyczące np. zwiększenia obowiązków w zakresie sprawozdawczości.

⁴⁸⁰ W praktyce dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

odnośnie do zmian regulacji prawnej w tym zakresie. Ustawodawca powinien wprowadzić przepisy prawne obligujące prowadzącego rynek regulowany do takiej działalności regulacyjnej, która w sposób dostateczny zapewni zachowanie odmienności alternatywnych systemów obrotu. W szczególności należy sformułować postulat skonstruowania normy prawnej o charakterze zakazującym, która uniemożliwiłaby wprowadzanie do regulaminów funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu postanowień zmuszających do ponoszenia zbliżonych do rynku regulowanego kosztów transakcyjnych⁴⁸¹.

Kontynuując badania w zakresie warunków, jakie powinny spełniać alternatywne systemy obrotu instrumentami, należy odwołać się do treści art. 78 ust. 1 ustawy o OIF, który na przedsiębiorstwo inwestycyjne organizujące alternatywny system obrotu nakłada trzy rodzaje kluczowych dla funkcjonowania systemów obowiązków. Przede wszystkim organizator alternatywnego systemu obowiązany jest zapewnić koncentrację podaży i popytu na instrumenty finansowe, będące przedmiotem obrotu w danym alternatywnym systemie obrotu, w celu kształtowania ich powszechnego kursu. Alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi stanowią część rynku kapitałowego i podobnie jak rynki regulowane zapewniają, że obrót na nich dokonuje się w sposób zorganizowany⁴⁸². Poza tym ustawodawca wymaga, aby prowadzący alternatywny rynek zapewnił bezpieczeństwo i sprawność w zakresie przebiegu transakcji, a dokonując wykładni systemowej przepisu art. 78 ust. 1 ustawy o OIF, można stwierdzić, że właściwie chodzi o bezpieczeństwo całego systemu. Jest ono na rynku zapewniane nie tylko w wyniku niezbędnej ingerencji prawnej, ale także m.in. przez kształtowanie specyficznej więzi pomiędzy inwestorami a rynkiem, opartej na zaufaniu. Stąd też ustawodawca wymaga także, aby prowadzący alternatywny system obrotu zapewnił upowszechnianie jednolitych informacji o kursach i obrotach instrumentami finansowymi, które są przedmiotem obrotu w danym alternatywnym systemie obrotu.

⁴⁸¹ Oczywiście, norma taka nie mogłaby mieć kazuistycznego charakteru, a tylko wskazywać pewne ramy, co też byłoby pewnym mankamentem. Niemniej jednak *de lege lata* brak rozwiązań, które stanowiłyby dostateczną barierę dla działalności regulacyjnej podmiotów organizujących system, co może w przyszłości spowodować zmianę natury ekonomicznej alternatywnych systemów.

⁴⁸² Niewątpliwą, podstawową cechą charakterystyczną alternatywnych systemów z ekonomicznego punktu widzenia jest koncentracja popytu i podaży instrumentów finansowych, która następuje poprzez organizację systemu i w jego ramach obrotu. Ponadto ta koncentracja następuje poza tradycyjnym, giełdowym obrotem i niezależnie od niego. Zob. np. J. Conrad, K.M. Johnson, S. Wahal, *Institutional Trading...*, s. 100; H. Degryse, M. Van Achter, *Alternative Trading...*, s. 2 i nast.

Zarówno dyrektywa 2004/39/WE, jak i ustawa o OIF określają ramy prawne dotyczące wymogów stawianych organizatorom alternatywnych systemów obrotu⁴⁸³. Są one, pomimo iż odnoszą się do samej istoty alternatywnego rynku jako części rynku kapitałowego, dość ogólne. Niewątpliwie pozostawiają duży „luz decyzyjny” organizatorom alternatywnych systemów. Istnieje oczywiście zagrożenie, że doprowadzi to do podejmowania niepożądanego z punktu widzenia celów legislacyjnych działalności regulacyjnej. Należy jednak pamiętać, że podmioty wyspecjalizowane, tworzące poza-prawne normy regulujące funkcjonowanie rynku, to podmioty nie tylko posiadające niezbędną specjalistyczną wiedzę, ale także podmioty podlegające nadzorowi właściwych organów państwowych. Zważywszy na to, wydaje się, że umożliwienie podmiotom prowadzącym alternatywny rynek niezbędnej elastyczności jest rozwiązaniem prawidłowym.

Punktem odniesienia dla ustalania granic ingerencji prawnej w sferę warunków, jakie musi spełnić alternatywny system obrotu, musi być zagwarantowanie sprawnego i bezpiecznego procesu zawierania i finalizacji transakcji zgodnie z istotą systemu. Nie mniej istotnym punktem odniesienia powinna być potrzeba zachowania istoty gospodarczej systemu, którego ważną cechą jest zapewnienie znaczących udogodnień w obrocie. Tak właśnie należy określać cel legislacyjny. Osiągnięcie tego celu może nastąpić poprzez nałożenie na prowadzącego alternatywny system obrotu w drodze regulacji prawnej obowiązków, które można ująć w następującym schemacie⁴⁸⁴:

- ustanowienie przejrzystych i z góry ustalonych zasad prowadzenia działalności, w tym procedur gwarantujących uczciwy i uporządkowany obrót,
- ustanowienie przejrzystych kryteriów określających instrumenty finansowe, które mogą stanowić przedmiot obrotu w alternatywnym systemie,

⁴⁸³ Bardziej szczegółowo kwestie te reguluje rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 października 2009 r. w sprawie warunków, jakie musi spełniać organizowany przez firmę inwestycyjną alternatywny system obrotu (Dz. U. Nr 187, poz. 1448). Zgodnie z przepisami rozporządzenia przedsiębiorstwo inwestycyjne organizujące alternatywny system obrotu zapewnia koncentrację popytu oraz bezpieczny i sprawny przebieg transakcji, w szczególności poprzez: ustalenie i wdrożenie procedur regulujących tryb i warunki zawierania transakcji przez uczestników systemu; ustalenie i wdrożenie procedur regulujących tryb i warunki anulowania transakcji zawartych przez uczestników systemu; zawarcie umowy z podmiotem uprawnionym do dokonywania rozrachunku i rozliczenia transakcji; upowszechnianie informacji dotyczących transakcji i obrotów w alternatywnym systemie obrotu instrumentami finansowymi innymi niż akcje, które są jednocześnie dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

⁴⁸⁴ Wydaje się, że regulacja prawna w tym zakresie powinna mieć schematyczny charakter, z powodów, które już przedstawiano. Podmiot prowadzący system musi zachować niezbędną elastyczność tworzenia szczegółowych norm, a ustawodawca powinien stworzyć jedynie pewne ramy.

- ustanowienie przejrzystych kryteriów dostępu do systemu dla uczestników, w tym zarówno spółek publicznych notowanych w systemie, jak i inwestorów,
- zapewnienie inwestorom dostępu do rzetelnych informacji, umożliwiających podejmowanie decyzji inwestycyjnych⁴⁸⁵,
- posiadanie odpowiedniego zabezpieczenia technicznego i swego rodzaju planów awaryjnych, w celu zapewnienia wysokiego stopnia bezpieczeństwa funkcjonowania alternatywnego systemu, w konsekwencji – jego użytkowników,
- posiadanie mechanizmów gwarantujących sprawne i prawidłowe rozliczanie zawartych transakcji,
- posiadanie mechanizmów służących monitorowaniu i wykrywaniu nietypowych zleceń oraz zachowań, które mogłyby wskazywać na możliwość manipulacji bądź wykorzystania informacji poufnej.

Ingerencja prawna w sferę warunków, jakie musi spełnić alternatywny system obrotu, powinna zatem opierać się na konstytucyjnej zasadzie pomocniczości, która pozwala ustawodawcy na umożliwienie działalności regulacyjnej w szczególności w obszarach funkcjonowania systemu podmiotom wyspecjalizowanym. Ingerencja prawna powinna obejmować konstruowanie norm nakazujących prowadzącemu system tworzenie prawidłowej infrastruktury systemu, której funkcjonowanie pozwoli na budowanie zaufania inwestorów poprzez tworzenie przejrzystych, nieuznaniowych norm, statuujących naturalne dla systemu udogodnienia. Należy stwierdzić, iż *de lege lata* cel ten, co do zasady, został osiągnięty.

5. Znaczenie systemu depozytowo-rozliczeniowego dla alternatywnych systemów obrotu

Kolejnym obszarem funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, objętym regulacją prawną, jest system depozytowo-rozliczeniowy. Polskie prawo rynku kapitałowego poddaje się zresztą w tym zakresie tendencjom światowym, w których ramach dokonuje się rozdzielenia czynności typowo depozytowych od czynności rozliczeniowych⁴⁸⁶. Wynika to niewątpliwie z faktu, iż

⁴⁸⁵ Należy podkreślić, że istota rynku kapitałowego związana z długoterminowym zaangażowaniem kapitału powoduje, że system prawidłowego informowania inwestorów ma absolutnie fundamentalne znaczenie. Ryzyko nieuzyskania niezbędnej informacji jest jednym z najistotniejszych ryzyk na rynku kapitałowym. Zob. np. N. Moloney, *EC Securities...*, s. 296 i nast.; F. Allen, R. Herring, *Banking Regulation...*, s. 1 i nast.

⁴⁸⁶ Świadczą o tym zmiany systemu depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowego, do jakich doszło w 2011 r. Do 30 czerwca 2011 r. wszystkie czynności w ramach tego systemu wykonywał KDPW S.A. Obecnie KDPW S.A. wykonuje nadal czynności depozytowe i rozrachunkowe,

liczba uczestników obrotu czy to na rynku regulowanym, czy w alternatywnym systemie obrotu zmusza do takich przeobrażeń systemu depozytowo-rozliczeniowego, które pozwolą na sprawne, płynne i bezpieczne dokonywanie transakcji, a w konsekwencji rozrachunków. Ponadto konstrukcja systemu depozytowo-rozliczeniowego w alternatywnym systemie obrotu powinna uwzględniać przede wszystkim ograniczenie ryzyka systemowego. Ujmując rzecz precyzyjniej, należy dążyć do ograniczenia wpływu niewypłacalności stron transakcji na funkcjonowanie systemu depozytowo-rozliczeniowo.

Rozdzielenie czynności depozytowych oraz rozliczeniowych prowadzi do odseparowania w sensie obligacyjnym dematerializacji w wymiarze statycznym, tj. kreacji instrumentu finansowego, od dematerializacji w wymiarze dynamicznym, tj. obiegu instrumentu finansowego. W konsekwencji byt prawny zdematerializowanych instrumentów finansowych wprowadzonych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu pozostaje niezagrożony na wypadek ewentualnej niewypłacalności stron sprzedaży. Z kolei nierozdzielenie czynności depozytowych i rozliczeniowych, w przypadku ewentualnej niewypłacalności, rzutowałoby na sferę czynności depozytowych i w ten sposób byt prawny instrumentów zdematerializowanych byłby zagrożony ze względu na niewypłacalność depozytu. Mając zatem na względzie bezpieczeństwo obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie, za prawidłowe należy uznać rozwiązanie minimalizujące obszary ryzyka⁴⁸⁷.

Tymczasem obecnie ryzyko niewypłacalności depozytu apriorycznie nie istnieje. Niewypłacalność stron sprzedaży dokonywanych w alternatywnym systemie obrotu może wpłynąć na niewypłacalność specjalnie wyeksponowanej na ryzyko izby rozliczeniowej, co nie ma żadnego wpływu na jurydyczną egzystencję instrumentów zdematerializowanych, ponieważ czynności depozytowe włącznie z kreacją instrumentów przez wpis na rachunek stosownie do treści art. 78 ustawy o OIF wykonuje inna osoba.

natomiast wykonywanie czynności rozliczeniowych oraz prowadzenie systemu zabezpieczenia płynności rozliczeń transakcji powierzone zostało spółce zależnej od KDPW S.A., tj. KDPW CCP S.A. Zob. K. Zacharzewski, (w:) *Prawo rynku...*, s. 907.

⁴⁸⁷ Podobnie, w odniesieniu do rynku regulowanego, K. Zacharzewski, (w:) *Prawo rynku...*, s. 908. Autor zwraca uwagę, że konsekwencją niewypłacalności KDPW S.A. byłoby wygaśnięcie stosunków obligacyjnych leżących u podstaw kreacji instrumentów, czyli instrumenty finansowe przestałyby istnieć w sensie prawnym. Ponadto z pewnością majątek KDPW S.A. nie wystarczyłby na pokrycie roszczeń emitentów oraz osób uprawnionych z instrumentów zdematerializowanych, gdyby stosunki rachunku wygasły, a wpisy na rachunek w systemie depozytowo-rozliczeniowym straciły atrybut nośnika praw podmiotowych. Skutki ewentualnej upadłości depozytu wywołanej upadłością izby rozliczeniowej są łatwe do przewidzenia i sprowadzałyby się niewątpliwie do utraty zaufania inwestorów, a w konsekwencji do załamania funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu.

Zgodnie zaś z regułą ogólną niewypłacalność jednej osoby prawnej nie wpływa na sytuację innej osoby prawnej.

Podstawowe założenia rozliczeń i rozrachunków dokonywanych w alternatywnym systemie opierają się na modelu rozliczeń i rozrachunków bankowych⁴⁸⁸, z uwzględnieniem specyfiki treściowej prawa podmiotowego wpisanego niejako na rachunek, w związku z dematerializacją papieru wartościowego. Umowa, zapewniająca sprawny i prawidłowy rozrachunek oraz rozliczanie transakcji zawartych w systemie, jest ukształtowana przede wszystkim przez zakres powierzonych czynności (przedmiot zobowiązania). Rozrachunek oraz rozliczenie transakcji są odpowiednikiem cywilistycznego pojęcia wykonania zobowiązania przez spełnienie świadczenia (z uwzględnieniem różnicy pomiędzy rozliczeniem, wynikającej z regulacji zawartej w art. 45b ust. 1 ustawy o OIF). Z racji dominacji modelu dematerializacji w alternatywnych systemach obrotu wykonanie zobowiązania wynikającego z umowy sprzedaży zawartej w systemie polega na dokonaniu sekwencji wpisów na rachunkach wierzyciela oraz dłużnika przez osobę trzecią. Tą osobą trzecią jest *verba legis* podmiot uprawniony do dokonywania rozrachunku oraz rozliczania transakcji.

Funkcjonowanie systemu depozytowo-rozliczeniowego nie jest z pewnością dla alternatywnych systemów obrotu kwestią zastosowania odpowiedniej techniki. Przede wszystkim istota alternatywnych systemów, jako właśnie odrębnego od rynku regulowanego systemu udogodnień, a także dematerializacja instrumentów finansowych, powodują, że ingerencja ustawodawcy musi sprowadzać się do zobowiązania podmiotu prowadzącego alternatywny system do wstąpienia w stosunek obligacyjny z podmiotem uprawnionym do dokonywania w systemie rozliczeń.

Istotna jest też norma nakazująca zawarta w art. 78 ust. 7 ustawy o OIF, która obliguje przedsiębiorstwo inwestycyjne do zapewnienia sprawnego i prawidłowego rozrachunku oraz rozliczanie transakcji zawartych w tym systemie przez zawarcie umowy z podmiotem uprawnionym do dokonywania rozrachunku oraz rozliczenia transakcji. Przy czym podmiot uprawniony do dokonywania rozrachunku oraz rozliczenia transakcji, z którym ma zostać zawarta umowa, musi spełniać warunki niezwykle istotne dla prawidłowego funkcjonowania alternatywnego systemu. Należą do nich:

- wykorzystywanie rozwiązań zapewniających sprawne i prawidłowe wykonywanie powierzonych mu czynności, w tym spełnianie warunków technicznych dokonywania odpowiednio rozliczeń lub rozrachunku transakcji,

⁴⁸⁸ Podobnie zresztą jak na rynku regulowanym. Zob. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012, s. 138.

- zapewnianie wykonywania powierzonych czynności w sposób niezagrażający bezpieczeństwu obrotu i nienaruszający interesów uczestników tego obrotu.

6. Obowiązki informacyjne

Efektywność informacyjna jest materią niewątpliwie doniosłą w kontekście alokacji kapitału, jaka dokonuje się na rynku kapitałowym⁴⁸⁹. Przyjmując modelowy schemat, należy stwierdzić, że aby kapitał został ulokowany w instrumencie finansowym, dzięki któremu przyniesie największą stopę zwrotu, ceny instrumentów finansowych muszą prawdziwie odzwierciedlać rzeczywistość i być pochodną powszechnie dostępnych informacji o emitencie. Warunkiem występowania efektywności alokacyjnej jest właściwa i równa wiedza inwestorów na temat potencjału rozwojowego poszczególnych emitentów. Nieefektywny informacyjnie alternatywny system obrotu będzie skutkował odpływem kapitału na rynki regulowane. W obrębie samego systemu nieefektywność informacyjna może zaś doprowadzić do tego, że kapitał będzie kierowany przede wszystkim do takich podmiotów, dla których ryzyko wystąpienia nieureczywistnienia się zakładanego celu gospodarczego będzie szczególnie wysokie. Kapitał w obrębie takiego rynku będzie więc wykorzystywany w nieefektywny ekonomicznie sposób, co doprowadzi do niemożności wystąpienia efektywności alokacyjnej. Brak relewantnej i odzwierciedlającej rzeczywistość informacji, a w konsekwencji brak efektywności alokacyjnej alternatywnego systemu obrotu, będzie zaś prowadzić do stałego obniżania się głębokości, szerokości i płynności tego rynku. Będzie też czynnikiem wpływającym na decyzje emitentów odnośnie do wycofywania wyemitowanych akcji z obrotu.

Powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej stanowi niewątpliwie konstytutywną płaszczyznę rynku regulowanego⁴⁹⁰, ale również alternatywnych systemów obrotu. W tym drugim przypadku rzetelna i dostępna informacja ma jeszcze większe znaczenie. Ponieważ alternatywne systemy obrotu ze swej istoty powinny cechować się udogodnieniami i relatywnie mniejszymi wymogami, efektywność informacyjna może i powinna stanowić płaszczyznę równoważącą w pewnym stopniu minimalizowanie wymogów. Należy przy tym zwrócić szczególną uwagę na fakt, że dostęp do informacji oraz sposób i rzetelność jej przekazywania w dużej mierze wpływają na efektywność

⁴⁸⁹ Szerzej na temat efektywności informacyjnej rynku kapitałowego zob. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 52 i nast.

⁴⁹⁰ Por. J. Jastrzębski, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego – zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2013, nr 1, s. 5; T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 29 i nast.

funkcjonowania całego rynku kapitałowego. Informacja stanowi bez wątpienia narzędzie kształtowania się zaufania i zaangażowania inwestorów w podejmowanie ryzyka inwestycyjnego. Rzetelność i prawdziwość dostępnych informacji w dużej mierze wpływają również na decyzje podmiotów gospodarczych o podjęciu inwestycji i dołączeniu do grona uczestników obrotu instrumentami finansowymi⁴⁹¹. Uczestnicy rynku, a zwłaszcza podmioty emitujące papiery wartościowe, muszą być zobowiązani do informowania inwestorów o wszystkich istotnych zdarzeniach, które mogą mieć wpływ na rynkową wycenę papierów wartościowych. Całość infrastruktury alternatywnego systemu obrotu powinna służyć równemu i prostemu dostępowi do tych informacji. Zasadę tę wyznaczają zatem dwa podstawowe wymogi: informowania rynku przez emitentów oraz równy (niedyskryminujący nikogo) dostęp do informacji⁴⁹².

Unijny model regulacji dotyczącej informacji poufnej⁴⁹³ zawarty jest w dyrektywie 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady⁴⁹⁴. W prawie polskim ogólną podstawę stanowi art. 56 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁴⁹⁵, zgodnie z którym emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku

⁴⁹¹ Ponadto właściwe określenie obszaru informacji podlegających ochronie wydaje się być najważniejszym zadaniem ustawodawcy w zakresie prawnej ochrony informacji, w szczególności informacji niejawnych; A. Płońska, *Karnoprawna ochrona informacji na rynku kapitałowym*, Wrocław 2012, s. 86.

⁴⁹² Takie stanowisko, wprawdzie w odniesieniu do rynku regulowanego, wyraził Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie w wyroku z dnia 8 września 2006 r., sygn. akt VI Sa/Wa 1041/06. Główne tezy zawarte w wyroku można w całej rozciągłości odnieść do funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu.

⁴⁹³ Na temat elementów konstytutywnych pojęcia informacji poufnej zob. M. Górecki, *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2007, nr 1, s. 69 i nast.

⁴⁹⁴ Dyrektywa 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku, Dz. U. WE L 96 z 12.04.2003. Ponadto istotne znaczenie dla problematyki ujawniania informacji ma również dyrektywa Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r., Dz. U. WE L 339 z dnia 24.12.2003. Warto też zwrócić uwagę, że wykładnia prawa unijnego związanego z prawem rynku kapitałowego – a w szczególności z informacjami poufnymi – pozwala na stwierdzenie, że należy uwzględnić także dokumenty przewidziane tzw. procedurą Lamfalussy’ego. Za koordynację działań w tym zakresie odpowiedzialne są właściwe organy – pierwotnie był to Committee of European Securities Regulators (CESR), obecnie jego funkcje – obok innych nowo przyznanych kompetencji – pełni European Securities and Markets Authority (ESMA). Szerzej na ten temat zob. J. Jastrzębski, *O unijnym kontekście...*, s. 6.

⁴⁹⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz. U. z 2009 r., Nr 185, poz. 1439, ze zm., zwana dalej ustawą o ofercie publicznej.

regulowanym jest obowiązany do równoczesnego przekazywania Komisji Nadzoru Finansowego, spółce prowadzącej ten rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości m.in. informacji poufnych w rozumieniu art. 154 ustawy o OIF oraz informacji bieżących i okresowych. Niezwykle ważne jest to, że doniosłość obowiązków związanych z informacjami poufnymi ma ścisły związek z oceną przedsiębiorstwa, a w konsekwencji z oceną wartości wyemitowanych papierów wartościowych⁴⁹⁶. Należy zauważyć, że obowiązki informacyjne nakładane na spółki notowane w zorganizowanych systemach obrotu niewątpliwie utrudniają dostęp do kapitału mniejszym i działającym na zasadach większego ryzyka spółkom ze względu na koszty związane z tymi obowiązkami⁴⁹⁷.

Szczegółowe obowiązki informacyjne spółek publicznych, których instrumenty finansowe zostały wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, określać powinien jednak głównie regulamin ustanowiony przez podmiot będący, stosownie do treści art. 78 ust. 1 ustawy o OIF, jego organizatorem, a nie przepisy ustaw⁴⁹⁸. Naruszenie tych obowiązków informacyjnych nie wiąże się z koniecznością zastosowania przepisu art.

⁴⁹⁶ W związku z opisowym, nie zaś enumeratywnym określeniem informacji poufnej, regulacje dotyczące informacji poufnej przenoszą ciężar oceny charakteru informacji jako podlegającej reżimowi ustawy – w szczególności obowiązkowi publikacyjnemu – w całości na emitenta papierów wartościowych. Zob. wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z 9 września 2003 r., sygn. akt III SA 2968/02.

⁴⁹⁷ Zwiększają jednak zainteresowanie inwestorów takim rynkiem, o czym może świadczyć zwiększenie płynności „raportujących” spółek, a także podnoszą wycenę akcji emitentów od dłuższego czasu podlegających obowiązkowi informacyjnym. Zob. T. Sójka, *Obowiązki informacyjne...*, s. 37.

⁴⁹⁸ W literaturze przedmiotu wskazuje się na problem, iż spółki publiczne bez przymusu prawnego upubliczniają ograniczoną ilość informacji, co znacznie utrudnia rzetelną ocenę faktycznej wartości instrumentów finansowych. Jednocześnie inwestorom trudniej jest rozróżniać spółki, w które należy inwestować, od tych, które stanowią zagrożenie dla inwestowanych środków. W konsekwencji prowadzi to do obniżenia zaufania i spadku atrakcyjności rynku. Tak np. R. Kraakman, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, (w:) *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, red. G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, Oxford 2004, s. 97. O ile w przypadku rynku regulowanego potrzeba ingerencji prawnej w obowiązek przekazywania istotnych dla wartości instrumentów finansowych informacji wydaje się oczywista, o tyle w przypadku alternatywnych systemów obrotu, z uwagi na ich istotę, tj. m.in. mniejsze ograniczenia prawne, należy postawić stanowczy znak zapytania, choć nie oznacza to, aby realizacja obowiązków informacyjnych miała dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu mniejsze znaczenie. Trzeba jednak pamiętać, iż atrakcyjność alternatywnych rynków, szczególnie dla małych i średnich przedsiębiorstw, przejawia się w dużej mierze w zmniejszonych kosztach. Realizacja obowiązków ustawowych przeważnie ma wpływ na zwiększenie kosztów funkcjonowania na rynku kapitałowym. W dłuższej jednak perspektywie znacząca ingerencja prawna w obowiązki informacyjne wpływa pozytywnie – z uwagi na zapewnienie stabilności rynku – na płynność instrumentów finansowych i stopy zwrotu. Szerzej na ten temat zob. B.J. Bushee, Ch. Leuz, *Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation*, „Working Paper of the Wharton Financial Institutions Center”, February 2003, s. 4-6.

98 ustawy o ofercie publicznej, zgodnie z którym, co do zasady, podmiot odpowiedzialny za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym, memorandum informacyjnym oraz innych dokumentach sporządzanych i udostępnianych w związku z ofertą publiczną dotyczącą papierów wartościowych, dopuszczeniem papierów wartościowych lub instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym lub ubieganiem się o takie dopuszczenie, obowiązany jest do naprawienia szkody wyrządzonej przez udostępnienie do publicznej wiadomości nierzetelnej, nieprawdziwej lub niekompletnej informacji lub przemilczenie informacji, chyba że ani on, ani osoby, za które odpowiada, nie ponoszą winy. Nie oznacza to jednak całkowitego braku odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych, których instrumenty finansowe zostały wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, gdyż podstawą takiej odpowiedzialności może być zawsze przepis art. 415 k.c.⁴⁹⁹

Specyfika rynku usług finansowych przejawia się w ogólnej asymetrii informacji pomiędzy firmami inwestycyjnymi, emitentami oraz inwestorami. Zwykle inwestorzy zamierzający zainwestować swoje środki w instrumenty finansowe nie posiadają, w przeciwieństwie do firm inwestycyjnych, specjalistycznej wiedzy na temat tych instrumentów oraz ich funkcjonowania, przy czym asymetria ta jest znacznie ostrzejsza w przypadku inwestorów nieprofesjonalnych, niezajmujących się w ramach działalności gospodarczej transakcjami dotyczącymi instrumentów finansowych⁵⁰⁰.

Zważywszy na naturalne zagrożenie występowania asymetrii informacyjnej w alternatywnym systemie obrotu instrumentami finansowymi, również naturalna staje się konieczność objęcia spółek notowanych w systemie obowiązkiem przekazywania systemowi informacji. Wymogi informacyjne emitentów alternatywnych systemów obrotu zależą od tego, czy są to spółki notowane tylko w ramach tych rynków, czy też są także dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych (*dual listing*). W drugim przypadku zobowiązania akcjonariuszy takiej spółki są takie jak w przypadku spółek z rynku regu-

⁴⁹⁹ Inną kwestią jest, że w przypadku obu powołanych przepisów dających podstawy do żądania odszkodowania głównym problemem w procesowym punktu widzenia będzie wykazanie szkody i jej związku z zawinionym działaniem emitenta upowszechniającego nieprawdziwe informacje.

⁵⁰⁰ Asymetria informacyjna dotyczy jednak nie tylko konsumentów, ale także przedsiębiorców prowadzących działalność gospodarczą na rynku innego rodzaju niż rynek instrumentów finansowych; T. Czech, *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej oraz instrumentów finansowych według MiFID*, PPH 2009, nr 7, s. 17; P. Pest, *Obowiązek badania wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego klienta według MiFID a działania nadzorcze*, (w:) *Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, red. E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2011, s. 89-90.

lowanego, tzn. wymogi ujawniania stanu posiadania istotnych pakietów akcji, instytucja wezwań i przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych. Obowiązki informacyjne emitentów akcji, które mają być wprowadzone tylko do alternatywnego systemu obrotu, powinny wymagać odniesienia się do regulaminu alternatywnych systemów obrotu, takich jak np. rynku NewConnect, ustanowionego przez podmiot będący jego organizatorem (art. 78 ust. 1 ustawy o OIF)⁵⁰¹.

Spółki notowane w alternatywnych systemach obrotu, podobnie jak spółki notowane na rynkach regulowanych, wypełniają obowiązki informacyjne poprzez publikację raportów bieżących i okresowych⁵⁰², co – jak już wspomniano – regulują przede wszystkim regulaminy funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu⁵⁰³. Zbyt szczegółowa regulacja prawna w tym zakresie spowodować by mogła nałożenie obowiązków, których wypełnienie stałoby się zbyt uciążliwie dla emitentów. Natomiast pozostawienie podmiotowi prowadzącemu system pewnej swobody w tym zakresie daje większą możliwość prawidłowej ingerencji w tę sferę. Po pierwsze, podmiot wyspecjalizowany, jakim jest np. giełda czy przedsiębiorstwo inwestycyjne, daje dużą gwarancję skonstruowania pozaprawnych norm adekwatnych do aktualnych potrzeb rynku. Po drugie, zakres obowiązków informacyjnych powinien ulegać zmianom zgodnie z tendencjami na rynku, co z pewnością jest łatwiejsze w przypadku regulacji mającej pozaprawny charakter. Ewentualne częste zmiany nie godzą w zasadę pewności prawa. Można też stwierdzić, iż wobec obowiązku ustawowego zatwierdzania zmian do regulaminów przez KNF i sprawowania nadzoru nad organizatorem alternatywnego systemu, nie występuje znacząca obawa, iż postanowienia regulaminu naruszać będą ogólne wymogi, odnoszące się do obowiązków informacyjnych, wynikające z prawa powszechnie obowiązującego⁵⁰⁴.

⁵⁰¹ M. Pachucki, *Alternatywny System Obrotu...*, s. 18 i nast.

⁵⁰² Wymogi te powinny być realizowane przez emitentów poprzez wysłanie komunikatów do Komisji Nadzoru Finansowego z wykorzystaniem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI) na podstawie § 2 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 13 lutego 2006 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (Dz. U. Nr 25, poz. 188) wydanego na podstawie art. 55 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. Nr 183, poz. 1537, ze zm.). Tą drogą spółki notowane w alternatywnym systemie obrotu instrumentami finansowymi mają także możliwość przekazywania wspomnianych informacji do wiadomości publicznej.

⁵⁰³ A także częściowo ustawy w zakresie obowiązków ogólnych nakładanych na spółki publiczne; D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 57.

⁵⁰⁴ Por. *ibidem*, s. 58-59. Należy też zwrócić uwagę, iż zakres ingerencji regulacyjnej w funkcjonowanie rynku NewConnect jest w zakresie obowiązków informacyjnych nieco głębszy w porównaniu z innymi europejskimi rynkami alternatywnymi, jak np. AIM, na którym spółki noto-

Status spółek publicznych, który posiadają spółki notowane w ramach alternatywnych systemów obrotu, powoduje jednak, iż w ramach obowiązków informacyjnych zmuszone są wypełniać niektóre nakazy ustawowe. I tak np. stosownie do treści art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, obowiązkiem spółki notowanej w alternatywnym systemie obrotu jest opublikowanie informacji o przekroczeniu lub zmniejszeniu stanu posiadania akcji poniżej ustalonych progów ogólnej liczby głosów w spółce. Ponadto spółki notowane w alternatywnym systemie obowiązane są publikować raporty okresowe. Niemniej jednak ramowe ujęcie ustawowe tych obowiązków pozwala na dostosowywanie ich do potrzeb alternatywnego systemu. Istotną różnicą w raportach okresowych na rynku NewConnect względem rynku regulowanego jest np. brak obowiązkowej weryfikacji sprawozdania finansowego wykonywanego przez biegłego rewidenta⁵⁰⁵, a ponadto uproszczone są także raporty kwartalne.

Szczegółowe określenie sposobu, w jaki zostanie zapewnione bezpieczeństwo i efektywność działania alternatywnego systemu obrotu, zostało zatem pozostawione podmiotowi organizującemu tę część rynku kapitałowego. Podmiot ten został wyposażony w uprawnienie do wydania regulacji, według których odbywa się obrót w sposób w maksymalnym stopniu odpowiadający potrzebom i specyfice funkcjonowania tej części rynku kapitałowego⁵⁰⁶. Możliwość ustalenia tych wymogów na relatywnie liberalnym poziomie (w relacji do wymogów, jakimi muszą charakteryzować się rynki tworzące strukturę rynku regulowanego) tworzy możliwość pozyskiwania kapitału również dla przedsiębiorców dysponujących niewielkimi kapitałami własnymi, którzy nie są w sta-

wane nie mają przykładowo obowiązku publikacji kwartalnych sprawozdań. Ponadto na wielu europejskich rynkach alternatywnych, jak np. Alternext czy Entry Standard, polityka informacyjna spółek notowanych na tych rynkach ma charakter bardziej liberalny, gdyż w pewnej mierze to one decydują o zakresie ujawnianych informacji. Polityka informacyjna poddawana jest zatem również ocenie inwestorów i w pewnym sensie jest elementem kształtowania wartości instrumentów finansowych (poniekąd poprzez ocenę wiarygodności spółki). Lista obowiązkowych raportów okresowych jest krótka i uznaniowa. Spółka musi przede wszystkim informować o wszystkich zdarzeniach mogących mieć wpływ na wartość akcji, o przekroczeniu przez akcjonariusza bądź akcjonariuszy działających w porozumieniu progów 50% i 95% własności, o transakcjach zawartych przez kierowników i dyrektorów spółki. Brak zaś obowiązku informowania m.in. o zmianach posiadania prawa głosu, transakcjach przeprowadzanych przez zarząd. Nie dotyczą ich także obowiązki ogłaszania wezwań w przypadku przekroczenia określonego progu w kapitale zakładowym spółki oraz przestrzegania zasad ładu korporacyjnego. Zob. M. Schlitt, S. Schafer, *Der neue Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse*, „Die Aktiengesellschaft” 2006, No. 5, s. 148.

⁵⁰⁵ Należy pamiętać jednak, że takiej weryfikacji dokonują Autoryzowani Doradcy, których funkcja w systemie ma stanowić niejako profesjonalne dopełnienie związane z koniecznością zapewnienia funkcjonowania platformy ułatwiającej obrót.

⁵⁰⁶ Por. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 52 i nast

nie spełnić wymogów stawianych pod adresem emitentów w obrębie rynku regulowanego. Nałożenie na spółki notowane w alternatywnym systemie obrotu wszystkich obowiązków informacyjnych przewidzianych w ustawach dla spółek publicznych byłoby nie tylko sprzeczne z samą ideą funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Należy przyjąć, że mogłoby to naruszać konstytucyjną zasadę wolności gospodarczej, skoro bezpieczeństwo obrotu można w tym przypadku zapewnić innymi niż prawne rozwiązaniami, wspierając się konstytucyjną zasadą pomocniczości. Schemat regulacyjny w zakresie obowiązków informacyjnych powinien zatem wyglądać następująco:

- ustawodawca wprowadza podstawowe ramy prawne dla obowiązków informacyjnych (konieczność sporządzenia i upublicznienia dokumentu informacyjnego przy wprowadzaniu instrumentu finansowego do obrotu, okresowych raportów, sprawozdań finansowych i innych informacji niezbędnych do podejmowania decyzji inwestycyjnych, jak np. plany rozwoju);
- podmiot prowadzący system w regulaminie uszczegóławia te obowiązki, dostosowując ich zakres do potrzeb systemu, mierzonych jego efektywnością i bezpieczeństwem oraz koniecznością zachowania naturalnych dla systemu udogodnień; nadzór nad działalnością regulacyjną w tym zakresie KNF⁵⁰⁷.

7. Nadzór nad funkcjonowaniem alternatywnych systemów obrotu

Nie wydaje się błędem odwoływanie się w ramach rozważań na temat nadzoru nad funkcjonowaniem alternatywnych systemów obrotu do rozwiązań innych systemów prawnych, w tym rozwiązań, które wprost nie odnoszą się do płaszczyzn funkcjonowania systemu. Zwłaszcza gdy ogólne założenia przyjęte w obcych systemach mogą stanowić inspirację dla formułowania tez, a czasem nawet wniosków, w odniesieniu do krajowego systemu prawa. Mając to na względzie, uznano za zasadne odwołanie się do Sarbanes-Oxley Act⁵⁰⁸, który został uchwalony w Stanach Zjednoczonych w 2002 r. w celu przywrócenia zaufania inwestorów oraz podniesienia wymagań w zakresie efektywności kontroli wewnętrznej podmiotów zarejestrowanych w US Securities Exchange Commission (SEC), poprzez wprowadzenie dwustopniowego systemu wewnętrznej kontroli procesów związanych z raportowaniem finansowym. Obowiązek przestrzegania ustawy Sarbanes-Oxley (SOX) mają amerykańskie spółki publiczne i firmy od nich zależne, a także spółki notowane na rynkach amerykańskich, posiadające siedzibę poza

⁵⁰⁷ Należy stwierdzić, iż schemat ten został przez polskiego ustawodawcę utrzymany w stopniu zadowalającym.

⁵⁰⁸ Sarbanes-Oxley Act, July 30, 2002, Public Law 107-204, 107th Congress.

Stanami Zjednoczonymi⁵⁰⁹. Przyczyną uchwalenia ustawy był radykalny spadek zaufania inwestorów do rynków finansowych oraz kluczowych podmiotów na nich operujących. Ustawa weszła w życie 15 listopada 2004 r. i swoim zakresem obejmuje spółki giełdowe o kapitalizacji powyżej 75 mln USD, a po zmianach wprowadzonych w 2005 r. również mniejsze spółki notowane na amerykańskich giełdach⁵¹⁰.

Ustawa SOX wprowadziła wiele rozwiązań mających służyć zwiększeniu bezpieczeństwa obrotu, głównie poprzez odbudowanie zaufania inwestorów, czemu miały służyć również rynkowe rozwiązania dotyczące nadzoru nad rynkiem. Przede wszystkim powołana została Rada Nadzoru nad Rachunkowością Spółek Publicznych (Public Company Accounting Oversight Board – PCAOB), której głównym zadaniem było m.in. opracowanie nowego standardu badania sprawozdań finansowych łącznie z badaniem systemu kontroli wewnętrznej (*integrated audit*). Ponadto określone zostały nowe wymogi niezależności audytorów, odpowiedzialności kierownictwa spółek, nowe wymogi w zakresie zapewnienia odpowiednich mechanizmów kontroli wewnętrznej oraz

⁵⁰⁹ Oczywiście, na amerykańskich rynkach kapitałowych mogą być notowane nie tylko spółki mające siedzibę w Stanach Zjednoczonych. O wpływie Sarbanes-Oxley na działalność spółek notowanych na amerykańskim rynku, w tym mających siedzibę poza Stanami Zjednoczonymi, zob. J.D. Piotroski, S. Srinivasan, *Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*, „Journal of Accounting Research” 2006, vol. 46, issue 2, s. 384. Generalnie bowiem spółki, które są notowane na rynkach kapitałowych innych niż kraj siedziby, muszą dostosować się do odmiennych wymogów; G.C. Biddle, S.M. Saudagaran, *The Effects of Financial Disclosure Levels on Firms, Choices Among Alternative Foreign Stock Exchange*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 1989, No. 1, s. 55 i nast.

⁵¹⁰ Należy zwrócić uwagę, iż Sarbanes-Oxley i przyjęte rozwiązania, a zwłaszcza pośpiech, z jakim została wprowadzona, poddana została też w literaturze krytyce. Zob. R. Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, „Yale Law Journal” 2005, No. 114, s. 1521, 1526-1528; R.Ch. Clark, *Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too*, „Georgia State University Law Review”, 251-255, 291-307 (2005); Larry E. Ribstein, *Sarbanes-Oxley After Three Years*, 3 „New Zealand Law Review”, 365, 376 (2005); Stephen M. Bainbridge, *Sarbanes-Oxley: Legislating in Haste, Repenting in Leisure 10–15*, „UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper Series, Research Paper” 2006, No. 06-14, s. 357. Oczywiście niezależnie od uwag krytycznych w literaturze zwrócono też uwagę na zalety, przede wszystkim podjęcie próby zareagowania na krytyczne obniżenie zaufania inwestorów i poszukiwania równowagi pomiędzy regulacjami prawnymi odnoszącymi się do papierów wartościowych i prawa spółek. Zob. np. R.B. Ahdieh, *From “Federalization” to “Mixed Governance” in Corporate Law: A Defense of Sarbanes-Oxley*, „Buffalo Law Review”, No.53 2005, s. 721; R.M. Jones, *Does Federalism Matter?: Its Perplexing Role in the Corporate Governance Debate*, „Wake Forest Law Review” 2006, s. 879; William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *The Equilibrium Content of Corporate Federalism 12*, European Corporate Governance Institute Law Working Paper Series, Working Paper 2004, No. 23, s. 620 i nast.

ich corocznej oceny. Zgodnie z § 404 ustawy SOX przedsiębiorstwa muszą każdego roku dokonywać oceny efektywności swoich systemów kontroli wewnętrznej, które wpływają na raportowanie finansowe. Obok tego, stosownie do treści § 302, przedsiębiorstwa co kwartał muszą potwierdzać, że opracowały, udokumentowały i przetestowały systemy kontroli wewnętrznej, tym samym ustawa narzuca kontrolę tych procesów, które mają wpływ na raportowanie⁵¹¹. Jednym z istotnych założeń SOX było zatem położenie nacisku na wprowadzenie prawidłowych rozwiązań dotyczących wewnętrznej kontroli.

Pomimo iż rozwiązania zawarte w SOX nie dotyczą wprost alternatywnych systemów obrotu, pewne założenia odnośnie do nadzoru zrealizowane są również w rozwiązaniach unijnych, w tym w Polsce⁵¹², gdyż nadzór sprawowany nad alternatywnymi systemami obrotu ma nietypowy charakter, z dużą, a nawet kluczową rolą organizatora systemu.

Mechanizmy dyscyplinujące działania uczestników rynku finansowego mogą mieć naturę rynkową bądź regulacyjną⁵¹³, przy czym każda z nich stanowić powinna uzupełnienie. W zależności od segmentu rynku finansowego, a nawet w obrębie tego samego segmentu, z uwagi na specyfikę obszaru poddawanego nadzorowi, mechanizmy rynkowe i regulacyjne powinny się uzupełniać. Uzupełnienie to powinno przebiegać w taki sposób, aby mechanizmy regulacyjne były wprowadzane albo jako sposób nadzorowania mechanizmów rynkowych, albo głębiej, gdy mechanizmy rynkowe nie wystarczają do zapewnienia bezpieczeństwa funkcjonowania rynku finansowego. Groźne dla rynku kapitałowego jest bowiem zjawisko przeregulowania. Ryzyko jego wystąpienia jest duże w tych obszarach rynku finansowego, w których istota wymiany pomiędzy zbywcami i nabywcami instrumentów finansowych sprowadza się do

⁵¹¹ Sarbanes-Oxley nie określa, jakie standardy w zakresie kontroli wewnętrznej powinny być wykorzystywane przez firmy próbujące uzyskać zgodność z ustawą. Wydaje się, że regulacja prawna odnosząca się do tak szczegółowych kwestii mogłaby mieć znamiona „przeregulowania” i odnieść przeciwny do zamierzonego skutek, tj. poprzez brak transparentności hamować *de facto* zaufanie inwestorów. Natomiast udzielanie wytycznych w zakresie kontroli wewnętrznej już poza regulacją prawną należy do SEC, który określił m.in., że Guidance on Assessing Control, opublikowany przez Kanadyjski Instytut Dyplomowanych Księgowych (the Canadian Institute of Chartered Accountants), oraz the Turnbull Report, opublikowany przez Instytut Dyplomowanych Księgowych w Anglii i Walii (the Institute of Chartered Accountants in England & Wales), są przykładami standardów dobrze spełniających wymagania ustawy.

⁵¹² Należy pamiętać, że SOX został wprowadzony w okresie pewnego załamania na rynkach giełdowych w Stanach Zjednoczonych i dostrzeżono wówczas, że brak przejrzystych rozwiązań w zakresie nadzoru, w tym nadzoru wewnętrznego, może sprzyjać w dłuższej perspektywie utracie zaufania do rynku.

⁵¹³ Zob. K. Jackowicz, *Dyscyplina rynkowa...*, s. 258-261.

minimalizowania ograniczeń. Wszelkie zmiany w zakresie nadzoru muszą być zatem dokonywane w sposób wyważony, poprzedzony oceną potencjalnych skutków, jakie mogą wywoływać nowe unormowania⁵¹⁴.

Stabilne funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu jako części rynku kapitałowego wymaga właściwej regulacji, zapewniającej bezpieczną wymianę pomiędzy zbywcami i nabywcami instrumentów finansowych. Regulacja prawna, a zwłaszcza jej zakres, dla alternatywnych systemów obrotu powinien być skorelowany, jak się wydaje, z jednoczesnym określeniem szczegółowych celów nadzoru na tym rynku, a w konsekwencji z doбором właściwych, zapewniających skuteczność, środków nadzoru⁵¹⁵. Ponadto prawidłowe funkcjonowanie uczestników alternatywnych systemów obrotu, a także samego rynku, uzależnione jest w dużej mierze od zapewnienia należyście skonturowanego i efektywnego systemu nadzoru, na który powinny składać się nie tylko przejrzyste regulacje prawne. Obok nich istotną rolę odgrywają zasady wpływające na dyscyplinę rynku⁵¹⁶.

Tworzenie regulacji kształtujących mechanizmy funkcjonowania rynku kapitałowego, w tym alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, wiąże się zawsze z potrzebą zabezpieczenia inwestorów, co można osiągnąć przez zabezpieczenie funkcjonowania całego rynku przed zidentyfikowanymi ryzykami. Metodą ograniczenia tych ryzyk jest tworzenie otoczenia prawnego, w którym istotny ze swej natury będzie czynnik publicznoprawny, wykorzystujący metodę administracyjnoprawnej regulacji nadzoru nad alternatywnymi systemami obrotu⁵¹⁷, niemniej jednak czynnik publicznoprawny nie może być jedyny. Osobliwość alternatywnych systemów obrotu polega m.in. na stworzeniu opisywanego wielokrotnie w pracy systemu ułatwień, udogodnień adresowanych do nietypowych z punktu widzenia rynku regulowanego emitentów. Objęcie ich działalności pełnym nadzorem państwowym, tak jak emitentów rynków regulowanych, kłóciłoby się z samą ideą alternatywnych systemów. Nadzór ten powinien być sprawowany w sposób pośredni, tj. poprzez objęcie nadzorem typowym dla rynku kapitałowego organizatorów alternatywnych systemów. Natomiast podstawowym organem normującym i nadzorującym prawidłowość funkcjonowania systemu powinien być podmiot prowadzący (giełda, przedsiębiorstwo inwestycyjne). W celu utrzymania dyscypliny i przestrzegania regulacji obowiązujących na rynkach organizatorzy alternatywnych

⁵¹⁴ A. Michór, *Nadzór...*, s. 308.

⁵¹⁵ J. Socha, *Rynek papierów...*, s. 22 i nast.; W. Bień, *Rynek papierów...*, s. 19.

⁵¹⁶ M. Kiedrowska, P. Marszałek, *Stabilność finansowa...*, s. 25-27.

⁵¹⁷ Przy założeniu, że najważniejsze jest funkcjonowanie rynku. Zob. w odniesieniu do całego rynku kapitałowego, M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny giełdy papierów wartościowych*, „Monitor Podatkowy” 1995, nr 2, s. 41.

systemów, w ramach relacji kontraktowych, dysponują uprawnieniami, na mocy których mogą podejmować działania, które wymuszają na emitentach dostosowanie się do panujących zasad.

De lege lata nadzór nad działalnością alternatywnych systemów obrotu został tak właśnie skonstruowany. Spółka prowadząca giełdę czy przedsiębiorstwo inwestycyjne obowiązane są poddać się procedurze uzyskania zezwoleń na prowadzenie działalności w zakresie świadczonych usług finansowych (w tym prowadzenia alternatywnego systemu obrotu), wydawanych odpowiednio przez Ministra Finansów (zgodnie z art. 25 ust. 1 ustawy o OIF)⁵¹⁸ lub KNF (art. 69 ust. 1 ustawy o OIF). Ponadto prowadzący alternatywny system obrotu jako instytucja finansowa podlega w pełnym zakresie nadzorowi KNF jako organu sprawującego nadzór nad rynkiem finansowym, w tym kapitałowym. Jednocześnie zasady rynkowego nadzoru, a zatem z wykorzystaniem instrumentów prywatnoprawnych, nad funkcjonowaniem alternatywnych systemów obrotu sprawuje organizator. Wyłącznie w zakresie mierzonym względami bezpieczeństwa rynku ustawodawca słusznie pozwala na ingerencję KNF, typową dla rynków regulowanych. Mowa tu np. o rozwiązaniach zawartych w art. 78 ustawy o OIF. W przypadku gdy wymaga tego bezpieczeństwa obrotu w alternatywnym systemie obrotu lub jest zagrożony interes inwestorów, podmiot prowadzący alternatywny system obrotu wstrzymuje wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu w systemie, przy czym podstawą takiej decyzji jest żądanie KNF, która stosownie do treści art. 4 ustawy o NRK jest zobligowana monitorować rynek, mając na względzie m.in. bezpieczeństwo obrotu. Podobne kompetencje KNF przewidział ustawodawca w odniesieniu do zawieszenia obrotu tymi instrumentami finansowymi czy wykluczenia z obrotu wskazanych instrumentów finansowych.

W konsekwencji *de lege lata* przyjęto, iż podmiot organizujący alternatywny system zobligowany jest do:

- działalności regulacyjnej w zakresie tworzenia norm odnoszących się do relacji kontraktowych, pozwalających na sprawowanie swoistego rodzaju nadzoru, co następuje głównie poprzez wydawane regulaminy i zawarte w nich postanowienia;
- wykonywania nadzoru o charakterze rynkowym, zapewniając, zgodnie z normą zawartą w art. 78 ust. 1 pkt 2 ustawy o OIF, bezpieczny i sprawny obrót.

⁵¹⁸ Po zaopiniowaniu przez KNF.

Rozdział IV

Znaczenie pozaprawnych norm dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi i ich wpływ na ustalanie granic ingerencji prawnej

1. Konstytucyjna zasada pomocniczości a tworzenie pozaprawnych norm funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu

Sprawny i posiadający demokratyczną legitymację system prawny jest podstawą efektywnego i zrównoważonego rozwoju wszelakich działań gospodarczych. Jest też niewątpliwie warunkiem powstania silnej gospodarki i poszczególnych jej sektorów. System prawny może bowiem ułatwiać przebieg różnych procesów gospodarczych, ale także stanowić dla nich barierę, przy czym zjawiska te mogą często zachodzić wbrew woli ustawodawcy. Swego rodzaju wyzwaniem stanowią zatem działania regulacyjne, połączone z konsekwentnym nadzorem. Jednocześnie nie mogą one stanowić celu same w sobie, lecz pozwalać na kształtowanie motywacji w konkurencyjnej gospodarce. Działania regulacyjne nie powinny też abstrahować od faktu, iż wiele decyzji powinno być podejmowanych przez tych, którzy są „najbliżej” procesów zachodzących w gospodarce, a zatem najszybciej mogą zidentyfikować potrzeby, których miarą jest efektywność i bezpieczeństwo.

Procesy zachodzące we współczesnej gospodarce, jej dynamika, wieloaspektywność i innowacyjność powodują, że podlega ona szybkiej ewolucji. Stąd też kształt gospodarki nie ma charakteru stałego, a z pewnością nigdy nie jest to kształt ostateczny. W konsekwencji właśnie ta dynamika ewolucyjna powoduje, że regulacja prawna procesów zachodzących w gospodarce jest nie tylko trudna, ale często wręcz wymyka się nawet najsprawniejszemu ustawodawcy. Ten stan rzeczy powoduje, że regulacja prawna gospodarki znajduje się w stanie nieustannej nieodpowiedniości i nieprzystawalności wobec materii, którą reguluje. Ponadto ilość, a także często szczegółowość regulacji procesów gospodarczych powoduje, że w bardzo krótkim czasie od utworzenia stają się one nieaktualne w aspekcie wiedzy, którą wykorzystał prawodawca przy ich tworzeniu. Nierzadko stają się wręcz zbędne, a w niektórych okolicznościach ich

dalsze funkcjonowanie w systemie prawa jest dysfunkcjonalne⁵¹⁹. Wydaje się, iż antidotum na takie zagrożenia nie musi być nadaktywność ustawodawcy polegająca na dążeniu do poprawy regulacji prawnej poprzez tworzenie kolejnych. Sytuacja, w której nie istnieje odpowiednia dla rozstrzygnięcia danego stanu rzeczy norma prawna lub też jej skonstruowanie nie przynosi oczekiwanych efektów, nie powinna automatycznie skutkować podjęciem działań prawodawczych w celu stworzenia właściwej, brakującej normy prawnej, lecz odnalezieniem odpowiedniego rozwiązania wśród norm pozaprawnych⁵²⁰. Takie działania, jak się wydaje, mogą być nie tylko bardziej skuteczne, ale także słuszniejsze, biorąc pod uwagę konstytucyjną zasadę pewności prawa⁵²¹.

Zasada pomocniczości, zwana również zasadą subsydiarności, jest ideą znaną od tysięcy lat⁵²². Jej założenia, w najogólniejszym ujęciu, przedstawiają się następująco:

- grupy większe, o szerszych celach, nie powinny przejmować zadań grup mniejszych, o celach bardziej szczegółowych;
- grupy większe powinny spełniać tylko takie zadania, z którymi grupy mniejsze nie mogą sobie poradzić samodzielnie;
- grupy większe powinny pomagać mniejszym w osiągnięciu ich celów⁵²³.

Subsydiarność może mieć zastosowanie na wszystkich płaszczyznach życia społecznego, w tym gospodarczego, i powinna być traktowana nie tylko jako pewien postulat polityczny, lecz jej urzeczywistnianie powinno odbywać się m.in. poprzez prawo, jako instrument regulujący stosunki społeczne. Idea pomocniczości może przybierać

⁵¹⁹ Por. A. Kociolek-Pęksa, *Problematyka aksjologiczna jako uwarunkowanie procesów prawodawstwa gospodarczego oraz jego limitacji. Zagadnienia filozoficzno-prawne*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego „Studia i Prace” 2013, Nr 1 (13), s. 37.

⁵²⁰ *Ibidem*. Aktywność ustawodawcy nie może polegać na działaniach na zasadzie chybił trafił.

⁵²¹ Będącą jedną z podstawowych zasad konstytuujących państwo prawne, choć niewyartykułowaną wprost w Konstytucji RP. Wynika ona niewątpliwie z treści art. 2 Konstytucji RP wprowadzającą fundamentalną zasadę demokratycznego państwa prawa. Skuteczne rozwiązanie danego stanu rzeczy przy zastosowaniu pozaprawnych norm powoduje, iż ustawodawca nie musi dokonywać częstych zmian prawa powszechnie obowiązującego, a co za tym idzie, nie naraża się na zarzut naruszenia konstytucyjnej zasady pewności prawa.

⁵²² Zasada pomocniczości wywodzona jest od koncepcji społeczeństwa, sformułowanej przez Arystotelesa. Arystoteles, *Polityka*, tłum. L. Piotrowicz, (w:) tegoż, *Dzieła wszystkie*, t. I, Warszawa 2003, *passim*. Współczesne rozumienie zasady pomocniczości ukształtowane zostało w dużej mierze przez encykliki papieskie. Pierwsza, *Rerum novarum* z 1891 r., była reakcją na rozwiązania doktrynalno-ustrojowe liberalizmu i socjalizmu, druga, *Quadragesimo anno* z 1931 r., stanowiła reakcję na rodzące się rozwiązania totalitarne. Zob. M. Sadowski, *Państwo w doktrynie papieża Leona XIII*, Wrocław 2002, s. 126-128.

⁵²³ Por. W. Springer, *Subsydiarność jako zasada ustrojowa w państwie federalnym – członku Unii Europejskiej (na przykładzie RFN)*, (w:) *Subsydiarność*, red. D. Milczarek, Warszawa 1996, s. 111.

jurydyczny charakter zarówno na poziomie konstytucyjnym, jak i poprzez działania legislacyjne, nakierowane na tworzenie ustawowych rozwiązań⁵²⁴.

Do zasady pomocniczości odwołuje się też Konstytucja RP⁵²⁵, aczkolwiek czyniąc to w sposób niesłychanie lakoniczny poprzez nawiązanie do pomocniczości w preambule: „[...] ustanawiamy Konstytucję Rzeczypospolitej Polskiej jako prawa podstawowe dla państwa

oparte na poszanowaniu wolności i sprawiedliwości, współdziałaniu władz, dialogu społecznym oraz na zasadzie pomocniczości umacniającej uprawnienia obywateli i ich wspólnot [...]”. Zasada pomocniczości, wobec tak ogólnego ujęcia, mając jednocześnie na względzie jej historyczne asocjacje, powinna być pojmowana szeroko⁵²⁶. Przede wszystkim subsydiarność powinna być postulatem, skierowanym pod adresem ustawodawcy, tworzenia systemu instytucji wyposażonych w odpowiednie kompetencje, jaki pozwala na podejmowanie decyzji w bezpośrednim kontakcie z podmiotami, których dotyczą. Poza tym subsydiarność powinna być pojmowana jako zasada „wymuszająca” ciągły proces weryfikacji, którego celem będzie ocena sposobu korzystania z przyznanych kompetencji i ich zgodność z zasadą subsydiarności właśnie. W konsekwencji subsydiarność może być konstytucyjnym odniesieniem do innych pozaprawnych systemów normatywnych. Umożliwia ona wtedy oparcie prawa na konkretnej bazie aksjologicznej. Tym samym może zostać spełniony postulat funkcjonowania norm

⁵²⁴ A. Szpor, *Państwo a subsydiarność jako zasada prawa w UE i w Polsce*, „Samorząd Terytorialny” 2001, nr 1-2, s. 5.

⁵²⁵ Jest ona także zasadą ideowo-organizacyjną przyjętą przez Unię Europejską. Zob. P. Craig, G. De Burca, *EU Law. Texts, cases and materials*, Oxford, 2003, s. 132-138. Uprawnione jest zatem twierdzenie, że zasada pomocniczości stanowi jedną z podstawowych reguł, na jakich opiera się współcześnie ład społeczny uwzględniający podmiotowość jednostek i zbiorowości, które one tworzą. Przy czym należy zwrócić uwagę, że zasada subsydiarności w prawie wspólnotowym rozumiana jest raczej jako problem optymalnego podziału kompetencji pomiędzy kraje członkowskie a instytucje europejskie. Zob. np. E. Przybylska-Marciniuk, *Zasada subsydiarności w projekcie Traktatu Konstytucyjnego*, (w:) *Przyszły Traktat Konstytucyjny: zagadnienia prawno-polityczne, instytucjonalne i proces decyzyjny w UE*, red. J. Barcz, Warszawa 2004, s. 36; A. Wierchowska, *Zasady jednolitych ram instytucjonalnych, lojalnej współpracy międzyinstytucjonalnej i subsydiarności w systemie instytucjonalnym Unii Europejskiej*, (w:) *System instytucjonalny Unii Europejskiej*, red. K.A. Wojtaszczyk, Warszawa 2005, s. 40.

⁵²⁶ Lakoniczne ujęcie w Konstytucji RP zasady pomocniczości legło u podstaw założenia, że ostateczne jego zdefiniowanie dokona się poprzez orzecznictwo TK. Zob. np. E. Popławska, *Zasada subsydiarności w Traktatach z Maastricht i Amsterdamu*, Warszawa 2000, s. 128. Niemniej jednak, jak do tej pory TK stosunkowo rzadko odwołuje się do zasady pomocniczości, a i to większość orzeczeń plasuje tę zasadę w kontekście relacji państwo-samorząd terytorialny. Zob. np. wyrok TK z dnia 8 maja 2002 r. (K 29/00, OTK ZU 2002, seria A, nr 3, poz. 30); wyrok TK z dnia 18 lutego 2003 r. (K 24/02, OTK ZU 2003, seria A, nr 2 (55), poz. 11); wyrok TK z dnia 7 grudnia 2005 r. (Kp 3/05, OTK ZU 2005, seria A, nr 10, poz. 115).

o ogólnym charakterze, których zadanie polega na domykanii danego systemu normatywnego⁵²⁷. Postulat tak szerokiego pojmowania zasady pomocniczości jest dodatkowo uzasadniony faktem, iż współcześnie dominują złożone stosunki społeczne i gospodarcze. W związku z tym niemożliwe wydaje się szczegółowe uregulowanie całokształtu zagadnień istotnych np. dla funkcjonowania rynku, czy nawet jego części.

Prawo w ogóle, w tym prawo gospodarcze, ma bezspornie charakter aksjologiczny⁵²⁸, ponieważ jest tworzone po to, aby służyć ochronie i realizacji określonych wartości. Wartości, które prawodawca czyni przedmiotem ochrony prawnej, nie zawsze są tymi wartościami, których ochrony domagają się adresaci prawa⁵²⁹. Pojawia się zatem problem rozbieżności w deklarowanych przez prawodawcę wartościach, które chciałby ochraniać, a tymi, które faktycznie chroni⁵³⁰. Należy przy tym zauważyć, iż zasady tworzenia prawa, technika prawodawcza, musi opierać się na założeniu aksjologicznej racjonalności działania prawotwórczego⁵³¹. Należy przy tym pamiętać, że jak już to było sygnalizowane, system prawny może wspierać, a nawet inicjować procesy gospodarcze i może to być układ pozytywny oraz dynamiczny o charakterze sprzężenia zwrotnego albo też przeciwnie, układ dysfunkcyjny o skutkach zdecydowanie negatywnych⁵³². Powoduje to nie tylko konieczność zachowywania ostrożności w procesie tworzenia

⁵²⁷ Por. Z. Zgud, *Zasada subsydiarności w prawie europejskim*, Kraków 1999, s. 21-23.

⁵²⁸ Na temat aksjologii w kontekście prawa zob. P. Sut, *Aksjologia a prawo*, (w:) *Leksykon współczesnej teorii i filozofii prawa. 100 podstawowych pojęć*, red. J. Zajadło, Warszawa 2007, s. 1-8.

⁵²⁹ Konieczne jest zawsze odpowiedzenie na pytanie, jakie wartości stanowią podstawę systemu prawa oraz w jaki sposób są przez ten system spełniane. Por. F. Longchamps, *Z problemów poznania prawa*, Wrocław 1968, s. 13.

⁵³⁰ Por. Z. Ziemiński, *Kilka tez do dyskusji o moralności i prawie*, PiP 1956, z. 11; A. Kojder, (w:) *Elementy socjologii prawa. Wybór tekstów*, red. A. Kojder, E. Łojko, W. Staśkiewicz, A. Turska, Warszawa 1989, s. 128. Dodatkowym problemem jest brak adekwatności między regulacją prawną a rzeczywistością, do której się ona odnosi, oraz brak odpowiedniej, specjalistycznej wiedzy prawodawcy, co jest szczególnie istotną kwestią, gdy chodzi o regulacje złożonych procesów zachodzących na rynkach finansowych. Ponadto istniejąca fikcja prawa w postaci „racjonalności ustawodawcy” stanowi kolejną komplikację. Założenie, że działający prawodawca spełniający określone warunki jest doskonały, nie wynika z analizy praktyki prawotwórczej, lecz stanowi wyraz przyjętej *a priori* zasady racjonalności, a więc zasady idealizacyjnej, która może być stosowana i konkretyzowana jedynie intuicyjnie. Zob. P. Dutkiewicz, *Problem aksjologicznych podstaw prawa we współczesnej polskiej filozofii i teorii prawa*, „Rozprawy Habilitacyjne” nr 317, Kraków 1996, s. 74.

⁵³¹ Zob. Z. Ziemiński, *Wstęp do aksjologii dla prawników*, Warszawa 1990, s. 162 i nast.

⁵³² Por. A. Bator, *Użycie normy prawnej w regulacji stosunków gospodarczych*, Wrocław 2000, s. 14-15; M. Szyszkowska, *Europejska filozofia prawa*, Warszawa 1995, s. 26. Odmienny pogląd, z którym należy się zgodzić z uwagi na fakt, że regulacja prawna zawsze ma jakiś wpływ na zachowania uczestników rynku, prezentuje A. Kociołek-Pęksa, *Problematyka aksjologiczna...*, s. 54.

prawa, które oddziałuje na gospodarkę, ale także konieczność poszukiwania właściwych sposobów regulacji.

Prawodawca nie jest także w stanie przewidzieć okoliczności tych sytuacji, ich przebiegu oraz skutków, jakie wywołają. Działania prawotwórcze są w odniesieniu do systemu gospodarczego oparte przede wszystkim na spekulacjach. Jedną z niewielu potwierdzających się właściwości systemu gospodarczego, która dawać może prawodawcy ograniczoną podstawę antycypacji przebiegu procesów gospodarczych, jest cykliczność faz procesów gospodarczych, określona w nauce ekonomii teorią cyklu koniunkturalnego⁵³³. Konieczność antycypacji w oparciu o niepewne przesłanki jest uzupełnieniem trudności, z jakimi musi uporać się ustawodawca.

Przekonanie, że rynki kapitałowe wymagają co do zasady głębokiej ingerencji prawnej w celu zapewnienia przejrzystości, bezpieczeństwa, a w konsekwencji efektywności, tylko częściowo należy uznać za zasadne. Nie można bowiem pomijać faktu, iż dla funkcjonowania na rynku kapitałowym systemów obrotu instrumentami finansowymi równie ważny jest zespół norm o charakterze „prywatnym”, nierzadko częściowo wymuszony przez normy prawne. Tego rodzaju podejście do normowania rynku kapitałowego należy uznać za prawidłowe w odniesieniu do specyficznej części rynku kapitałowego, jaką są alternatywne systemy obrotu. Ze swojej istoty gospodarczej wymagają one powściągliwego podejścia do formułowanych wymogów, w tym do podmiotów prowadzących alternatywne systemy obrotu. Zbyt wiele obowiązków natury prawnej będzie bowiem skutkowało zwiększaniem wymogów w stosunku do uczestników, a w konsekwencji przyniesie konieczność ponoszenia większych kosztów transakcyjnych. Zbliży to wówczas alternatywne systemy do rynków regulowanych, których natura gospodarcza i jurydyczna jest jednak odmienna⁵³⁴.

Pomimo dynamicznego rozwoju alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, a także rosnących obrotów na poszczególnych rynkach, w tym w Polsce, alternatywny system obrotu jako instytucja rynku kapitałowego jest daleki od doskonałości. Jego relacje i związki z konwencjonalnym systemem obrotu, m.in. poprzez operatorów obu systemów, wymagają stałej uwagi, zwłaszcza w zakresie osiągnięcia

⁵³³ Szerzej na temat teorii cyklu koniunkturalnego i wynikających z niego implikacji zob. np. K. Piech, *Międzynarodowa synchronizacja cyklu koniunkturalnego Polski*, (w:) *Diagnozowanie koniunktury gospodarczej w Polsce*, red. K. Piech, S. Pangsy-Kania, Warszawa 2003, s. 85-95; M. Lubiński, *Analiza koniunktury i badanie rynków*, Warszawa 2002, s. 77.

⁵³⁴ Przede wszystkim zbyt szeroka ingerencja prawna, zwłaszcza polegająca na wprowadzaniu norm nakazujących określone zachowanie, może niekorzystnie wpłynąć na możliwość pozyskiwania kapitału w ramach alternatywnych systemów obrotu przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

podstawowego celu, jakim jest bezpieczny i odbywający się według sprawiedliwych reguł obrót. Istotne jest zatem, aby rozwój alternatywnych systemów odbywał się w zrównoważony sposób oraz aby tworzone regulacje sprzyjały temu właśnie rozwojowi. Niewątpliwe poszukiwanie zakresu ingerencji prawnej korespondującej z podstawowymi celami alternatywnych systemów staje się podstawowym wyzwaniem, tym bardziej, że jak się wydaje, podstawowym aktualnie pytaniem jest to, czy zachować istotę alternatywnych systemów obrotu, co może wiązać się z szerszą ingerencją prawną, czy też pozwolić na swego rodzaju niekontrolowaną ekspansję alternatywnych systemów, ograniczając jeszcze bardziej zakres regulacji prawnej⁵³⁵.

Aktualną i jak się wydaje ciągle kontrowersyjną kwestią jest jednak to, jakie wymogi prawne są niezbędne, jaka powinna być optymalna zakresowo ingerencja prawna w poszczególne obszary funkcjonowania alternatywnych systemów finansowych, aby zapewnić nie tylko ich egzystencję, ale i rozwój, a w konsekwencji pozytywny wpływ na gospodarkę. „Przeregulowanie” alternatywnych systemów obrotu może oczywiście doprowadzić do zmniejszenia ich atrakcyjności, a nawet dostępności dla małych i średnich przedsiębiorstw. Przy czym problem „przeregulowania” nie powinien być postrzegany tylko jako zagrożenie odnoszące się do regulacji prawnej, lecz także do pozaprawnych norm. Zagrożenie odnoszące się do pozaprawnych regulacji jest tym większe, że organizatorami alternatywnych systemów są jednocześnie organizatorzy rynku regulowanego. W takich sytuacjach może okazać się, że ze względu na strategię organizatora giełdy zacznie on dążyć do „przeniesienia” przedsiębiorstw na rynek regulowany poprzez np. zwiększanie wymogów w alternatywnym systemie.

Mając na względzie zarówno potrzebę zbalansowania ryzyka „przeregulowania”, jak i „niedoregulowania” alternatywnych systemów obrotu, należy przede wszystkim dokonać bezspornego stwierdzenia, iż bezpieczeństwo rynku oraz ochrona inwestorów, a co za tym idzie całego alternatywnego rynku, musi stanowić podstawy aksjologiczne dla regulacji prawnej⁵³⁶. Zasada pomocniczości powinna przy tym stanowić nie tylko

⁵³⁵ Niezależnie od tego bezsporne aktualnie pozostaje stwierdzenie, iż alternatywne systemy obrotu w Unii Europejskiej działają stosunkowo prawidłowo; W. Young, K. Utting, *Fair Trade, Business and Sustainable Development*, „Sustainable Development” 2005 (13), s. 141.

⁵³⁶ R. Rajan, L. Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Market to Create Wealth and Spread Opportunity*, Princeton, 2004, s. 283. Oczywiście, wprawdzie historycznie, w szczególności mając na względzie początki kształtowania się rynku kapitałowego i okres późniejszy, normą było sprawowanie nadzoru nad rynkami, a także tworzenie na nim reguł przez sektor prywatny, tym niemniej jest rzeczą bezsporną, iż wobec rozwoju technologii, coraz większego stopnia złożoności transakcji finansowych i wykorzystywanych w ich ramach instrumentów finansowych, pozostawienie najistotniejszych kwestii regulacjom pozaprawnym mogłoby doprowadzić do całkowitego załamania rynków alternatywnych.

wskazówkę dla granic ingerencji prawnej, ale też swoisty pomost pomiędzy działaniami ustawodawcy a podmiotami prowadzącymi alternatywny system, które powinny współkształtować zbiór norm regulujących funkcjonowanie systemu. Konstytucyjna zasada pomocniczości stanowić zatem powinna podstawę, na której ustawodawca wyznaczy ramy regulacyjne. Na ich podstawie, mając większe możliwości aktywnego oddziaływania na procesy gospodarcze, powinny powstawać pozaprawne normy funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi.

Syntetycznie ujmując powyższe rozważania, można stwierdzić, że zarówno rynki regulowane, jak i alternatywne systemy obrotu instrumentami finansowymi swoją egzystencję zawdzięczają podejmowaniu działań w celu ułatwienia wymiany instrumentów finansowych. Inwestorzy uczestniczą jednak na rynku kapitałowym nie tylko z uwagi na dbałość o relatywną dostępność, ale także, a nawet zwłaszcza na gwarancje bezpieczeństwa, jakie dają te rynki w zakresie przejrzystości transakcji i tworzenia wymogów pozwalających na eliminowanie nieprofesjonalnych przedsiębiorstw z rynku kapitałowego. W przypadku rynków alternatywnych, które z założenia nastawione są na dopuszczanie głównie małych i średnich przedsiębiorstw, którym trudniej spełnić rygorystyczne wymogi rynków regulowanych, tym większego znaczenia nabierają regulacje pozanormatywne, kształtowane przez organizatorów systemu, którzy powinni uwzględniać istotę tych systemów.

Badanie granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu w oparciu o zasadę pomocniczości powinno uwzględniać jeszcze jeden kontekst, a mianowicie perspektywy rozwoju tego rynku, tym bardziej, iż nie wymaga uzasadnienia teza o wzajemnej korelacji zachodzącej pomiędzy perspektywami rozwoju rynku a regulacją prawną. Rozwój alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi determinowany jest nie tylko okolicznościami natury *stricte* ekonomicznej, ale również właśnie wprowadzaniem regulacji prawnych, które w najlepszym razie nie będą stanowiły bariery w rozwoju tej instytucji. Tym samym pozostawiając podmiotom prowadzącym alternatywne systemy możliwość oddziaływania na system poprzez kreacje norm, należy dostrzegać potencjalne zagrożenia, takie jak: problemy związane z wypełnianiem obowiązków informacyjnych przez małe podmioty; wysokie ryzyko całego rynku mogące odstraszać inwestorów spółek, które w istocie dają relatywną gwarancję bezpiecznego zainwestowania środków pieniężnych; niska płynność mogąca powstrzymać inwestorów przed zamrożeniem kapitału, co z uwagi na istotę rynku kapitałowego, cechującego się inwestowaniem długoterminowym, byłoby

zjawiskiem negatywnym; uzależnienie sukcesu rynku od agentów (np. Autoryzowanych Doradców)⁵³⁷.

Wskazane zagrożenia i szanse rynków alternatywnych wynikają zarówno z czynników wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Stanowią one inspirację do wskazywania możliwych scenariuszy rozwoju alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi w Polsce. To właśnie te potencjalne scenariusze wypracowywane przez naukę ekonomii powinny być brane pod uwagę zarówno przy ingerencji prawnej, jak i tworzeniu pozaprawnych norm.

Pierwszy scenariusz zakłada, że skutek utraty zaufania do nowego rynku nastąpi odpływ inwestorów z NewConnect. Może to dotyczyć zwłaszcza inwestorów indywidualnych, którzy odpowiadają za największą część obrotu na rynku. Brak inwestorów na rynku wtórnym przełoży się wówczas z całą pewnością na niskie zainteresowanie udziałem w ofertach prywatnych poprzedzających debiut na alternatywnym rynku. Będzie to miało istotne znaczenie dla wyceny instrumentów finansowych przyszłych emitentów, a następnie prawdopodobnie doprowadzi do całkowitego braku zainteresowania ze strony inwestorów, co spowoduje nieudane oferty sprzedaży akcji. Wysoce prawdopodobną konsekwencją takiego scenariusza będzie również utrata zaufania do „zdrowych” podmiotów, które z uwagi na niską wycenę i utrudnioną możliwość pozyskania kapitału na alternatywnym rynku będą poszukiwać kapitału na sfinansowanie luki kapitałowej w innych źródłach⁵³⁸.

Drugi scenariusz zakłada, że wprowadzone zostają instrumenty ograniczające napływ nierzetelnych emitentów, w następstwie czego wysoka dynamika i koncentracja uczestników rynku kapitału podwyższonego ryzyka doprowadzi do napływu zagranicznych emitentów z regionu, co ostatecznie może spowodować powstanie swoistego centrum finansowego regionu, oczywiście zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw. Zrealizowanie się takiego scenariusza może z kolei przynieść dalsze konsekwencje związane z napływem nowych członków giełdy, którzy dzięki oferowaniu obsługiwanym przez siebie inwestorom dostępu do NewConnect zapewnią płynność na rynku wtórnym⁵³⁹.

Trzeci scenariusz z kolei zakłada, że po dynamicznych pierwszych latach rozwoju NewConnect rynek nasyci się, co spowoduje jego spowolnienie. Zrealizowanie wielu projektów w pierwszych latach funkcjonowania NewConnect może skutkować

⁵³⁷ M. Pauka, *Alternatywny system obrotu giełdowego jako innowacyjna forma pozyskiwania kapitału przez małe i średnie spółki*, „Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica” 2010, nr 233, s. 325.

⁵³⁸ Tak D. Zawadka, *Alternatywne systemy...*, s. 200-201.

⁵³⁹ *Ibidem*.

wyczerpaniem całego kapitału zainwestowanego w ryzykowne inwestycje. Dodatkowo brak nowych inwestorów na rynkach kapitałowych nie zapewni dotychczasowym inwestorom możliwości wyjścia na rynku wtórnym, co prawdopodobnie zahamuje popyt na obejmowanie akcji w ofertach pierwotnych. Przy braku działań stymulujących rynek będzie stopniowo się kurczył przez wycofywanie akcji „dobrych emitentów” wskutek migracji na rynek regulowany lub przejść oraz wskutek ogłaszania upadłości „słabych emitentów”⁵⁴⁰.

Mając na względzie trzy powyższe scenariusze, oczywiście nie jedyne możliwe, można jednak stwierdzić, że w każdym z nich pozostawienie odpowiedniej możliwości pozaprawnej ingerencji podmiotom prowadzącym alternatywny system może okazać się rozwiązaniem prawidłowym, gdyż to właśnie te podmioty będą mogły stosunkowo elastycznie reagować na negatywne zjawiska, zwłaszcza poprzez postanowienia zawarte w regulaminach.

Nie sposób też w tym miejscu nie zauważyć, iż znakomitym przykładem szeroko rozumianej zasady pomocniczości jest londyński AIM. To najnowocześniejszy i największy w Europie rynek. Jego sprawne i efektywne działanie wynika w dużej mierze z oparcia jego funkcjonowania na pozaprawnych regulacjach pochodzących od organizatora tego systemu. Jest nim LSE. System ten w praktyce, dzięki normom pozaprawnym i bardzo ograniczonej regulacji prawnej, zmniejsza bariery regulacyjne i przyciąga nowe podmioty notowane na alternatywnym rynku⁵⁴¹.

2. Regulaminy alternatywnego systemu obrotu

Problematyka regulacji funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi poprzez postanowienia regulaminów związana jest ściśle z dylematem, przed jakim stoi ustawodawca, podejmując decyzję odnośnie do zakresu regulacji prawnej na rynku kapitałowym⁵⁴². W przypadku dokonania oceny, iż określone cele, np. bezpieczny obrót w alternatywnym systemie obrotu, mogą być osiągnięte skutecznie

⁵⁴⁰ *Ibidem*.

⁵⁴¹ Por. E.P. Stringham, I. Chen, *The Alternative of Private Regulation: The London Stock Exchange's Alternative Investment Market as a Model*, „Economic Affairs”, Vol. 32, Issue 3, s. 37; J.C. Coffee, *Competition Versus Consolidation: The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation*, „The Business Lawyer” 1995, No 50, s. 1 i nast.; P. Mahoney, *The Exchange as Regulator*, „Virginia Law Review” 1997, No 83.

⁵⁴² W odniesieniu do rynku regulowanego ten dylemat towarzyszy rozważaniom prowadzonym w literaturze – czy dobre prawo jest zawsze lepsze niż żadne prawo? Zob. Np. M. Humphery-Jenner, *Strong Financial Law Without Strong Enforcement: Is Good Law Always Better than No Law?*, „Journal of Empirical Legal Studies” 2013, Vol. 10, Issue 2, s. 288 i nast.

poprzez pozaprawna regulację zasadna wydaje się rezygnacja z wprowadzania nakazów lub zakazów mających charakter norm powszechnie obowiązujących. Podejmowanie decyzji odnośnie do konkretnych działań legislacyjnych powinno opierać się na obserwacji rynku i starannej selekcji obszarów, w których pozostawienie swobody regulacyjnej, a w każdym razie brak regulacji prawnej, wiązać by się mogło z podjęciem zbyt dużego ryzyka narażenia inwestorów na uczestnictwo w niestabilnym systemie obrotu instrumentami finansowymi. Wydaje się rzeczą bezdyskusyjną, co zresztą starano się jednoznacznie wykazać w pracy, że takie obszary jak np. zakres podmiotów uprawnionych do prowadzenia alternatywnych systemów obrotu, minimalne warunki, jakie musi spełnić system, czy też zasady systemu rozliczeniowo-depozytowego nie mogą pozostać poza ingerencją prawną, gdyż są to obszary nie tylko konstytutywne dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, ale także kluczowe dla samej egzystencji ekonomicznej.

Poza płaszczyznami konstytutywnymi dla funkcjonowania alternatywnych systemów ustawodawca powinien stworzyć jedynie ogólne ramy regulacyjne i umożliwić podmiotom prowadzącym alternatywny system pewną swobodę, zwłaszcza w zakresie nakładania na spółki notowane oraz innych uczestników rynku (Autoryzowanych Doradców, animatorów) obowiązków, których spełnienie warunkuje prawidłowe, bezpieczne funkcjonowanie systemu, w tym obowiązków informacyjnych. Może to znacznie ułatwiać proces nieustannego zabezpieczania rynku poprzez konieczność ingerencji w sferę praw i obowiązków⁵⁴³. Z drugiej strony, w przypadku gdy regulacje prawne będą zbyt łagodne, wzrośnie ryzyko związane z bezpiecznym funkcjonowaniem alternatywnych systemów obrotu. Taka sytuacja, jeżeli spojrzeć na osobliwy przykład AIM, może wprowadzić nieść ze sobą spore zalety. Fakt, iż AIM funkcjonuje w oparciu o modelową, jak się wydaje, regulację, nie oznacza jednak, że model ten nadaje się do bezpośredniej implementacji do innych systemów. Powinny one bowiem uwzględniać specyfikę danego kraju, potrzeby rynku, a także jego potencjalny zakres. Niewątpliwie jednak, co jak się wydaje, należy implementować, to podstawowy mechanizm regulacyjny AIM, polegający na znalezieniu proporcji pomiędzy normami prawnymi i pozaprawnymi, co czyni te drugie niesłychanie doniosłymi dla funkcjonowania rynku.

Lekceważenie znaczenia pozaprawnych norm w poszukiwaniu granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu dodatkowo utrudnia właściwą zakresowo regulację prawną, która czyniłaby zadość celom legislacyjnym, jakimi muszą być bezpieczeństwo systemu i efektywne jego funkcjonowanie. W szczególności „miękką” ingerencja prawna przyczynia się, owszem, do możliwości wypracowywania

⁵⁴³ Ingerencja ta nie musi mieć prawnego charakteru.

ponadprzeciętnych zysków. Jednocześnie w dłuższej perspektywie istnieje ryzyko, że doprowadzi to do znaczącego ograniczenia kapitałowego zaangażowania się inwestorów w instrumenty notowane w jego obrębie, a tym samym do obniżenia głębokości, zmniejszenia szerokości i płynności rynku. Zbyt wąska zakresowo regulacja prawna może bowiem być przyczyną (pośrednią lub bezpośrednią) ograniczenia zaufania inwestorów. Wówczas istotnie utrudnione będzie zarządzanie takim ponadprzeciętnym ryzykiem i tym samym rynek stanie się mało atrakcyjny dla inwestorów. Bezpośrednią konsekwencją spadku zaangażowania kapitałowego inwestorów byłyby problemy emitentów związane z pozyskiwaniem kapitału w obrębie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi.

Natomiast w sytuacji gdy regulacja prawna odnosząca się do funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu będzie zbyt szeroka zakresowo i będzie obejmować obszary, które mogą być regulowane w ramach regulacji kontraktowych, może powstawać ryzyko ograniczenia wolności działalności gospodarczej, ale i zmiany charakteru prawnego i gospodarczego alternatywnych systemów. Szeroka ingerencja prawna może wprawdzie w istotny sposób ograniczyć ryzyko związane z funkcjonowaniem rynku, ale też doprowadzić do obniżenia możliwości wypracowywania przez inwestorów w obrębie systemu zysku, który jest podstawową motywacją dla decyzji inwestorskich. W konsekwencji może to skutkować sytuacją, w której inwestorzy nie będą zainteresowani dokonywaniem inwestycji w ramach alternatywnego rynku, a przedsiębiorcy (emitenci) będą mieli problem z pozyskaniem źródeł finansowania w ramach alternatywnych systemów obrotu. Dla małych i średnich przedsiębiorstw, dla których kredytowe źródła finansowania inwestycji mogą okazać się niewystarczające, a z pewnością stanowią większy koszt realizowania przedsięwzięć, byłaby to sytuacja niepożądana. Zbyt szeroka regulacja prawna, ale także przesadnie wąska, może zatem przynosić niepożądane efekty nie tylko dla samych alternatywnych systemów, ale szerzej w obszarze całej gospodarki.

W rezultacie występowania niedopasowania regulacji normatywnych do wymogów obrotu niemożliwe stanie się zapewnienie ekonomicznie efektywnego funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Będzie to stało w opozycji do możliwości realizacji zadań społecznych i gospodarczych, jakie zgłaszane są wobec tego rynku, co w konsekwencji może mieć w przyszłości wpływ na obniżanie się tempa rozwoju gospodarczego⁵⁴⁴. Zagrożenie takie jest tym poważniejsze, iż w rezultacie procesów globalizacji, deregulacji i liberalizacji, zwiększeniu uległo tempo międzynarodowych

⁵⁴⁴ Oczywiście zakładając, że alternatywne systemy będą się dynamicznie rozwijały, a tym samym udział w nich małych i średnich przedsiębiorstw stanie się na tyle duży. W Polsce ta

przepływów kapitałowych. Procesy te sprawiają, że emitenci mogą pozyskiwać kapitał, a inwestorzy lokować posiadane środki pieniężne w obrębie rynków kapitałowych leżących poza granicami kraju, w którym to wyżej wspomniane podmioty mają swoje siedziby. Nieprawidłowa ingerencja prawna może zatem przynieść także skutek w postaci ucieczki emitentów i inwestorów z alternatywnego systemu obrotu w danym kraju do alternatywnego rynku w innym.

Zważywszy na przedstawione zagrożenia związane z nieprawidłową regulacją prawną, należy zauważyć, że pewnym remedium mogą być pozaprawne normy odnoszące się do relacji kontraktowych zawarte w regulaminach alternatywnych systemów obrotu. Mają one przede wszystkim tę zaletę, że pozwalają organizatorowi rynku na elastyczne podejmowanie decyzji, których podstawą są procesy rynkowe. Takiej elastyczności nie jest w stanie osiągnąć żaden ustawodawca ani zresztą taka elastyczność w odniesieniu do konstruowania norm prawnych, zgodnie z konstytucyjną zasadą pewności prawa, nie jest wskazana. Tym samym skuteczność postanowień regulaminów, mierzona utrzymaniem bezpieczeństwa rynku, może być wystarczająca, przy zachowaniu przez ustawodawcę ostrożności w postaci objęcia nadzorem działalności organizatorów alternatywnych systemów.

Dodatkowo należy zwrócić też uwagę na dość oczywistą kwestię, a mianowicie omówione już w pracy, wynikające z Konstytucji RP ograniczenia ustawodawcy w sferę prowadzonej przez przedsiębiorcę działalności gospodarczej. Granice wolności gospodarczej wyznaczone normami konstytucyjnymi zawartymi w przepisach art. 22 i art. 31 ust. 3 Konstytucji RP, a także konstytucyjna zasada pomocniczości pozwalają ustawodawcy na swego rodzaju „przekazanie kompetencji” do działalności regulacyjnej⁵⁴⁵ podmiotom prowadzącym alternatywne systemy obrotu.

Jak zatem zaznaczono, istotną funkcję regulacyjną dla funkcjonowania różnych obszarów rynku kapitałowego odgrywają regulaminy podmiotów organizujących te rynki⁵⁴⁶. W przypadku alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi są to regulaminy odnoszące się do funkcjonowania systemu. Stanowią one ważną część

perspektywa wydaje się całkiem prawdopodobna. Zob. D. Zawadka, *Alternatywne systemy..., passim*.

⁵⁴⁵ Oczywiście zwrot „przekazanie kompetencji” ma charakter metaforyczny i został użyty wyłącznie w celu zobrazowania omawianej materii. W żadnym razie nie ma tu mowy o przekazaniu *sensu stricto* wyłącznego prawa prawodawcy do stanowienia prawa.

⁵⁴⁶ W przypadku rynków regulowanych zawierają one nierzadko rozwiązania surowsze niż przewidziane normami prawnymi. Por. M. Michalski, *Ograniczenia zbywalności akcji a dopuszczenie do giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, PUG 1995, nr 1, s. 12-13.

pozaprawnej regulacji rynku nieregulowanego⁵⁴⁷. Charakter prawny regulaminów alternatywnego systemu obrotu jest, co do zasady, niewątpliwie niejednorodny. Przede wszystkim, choć są częścią relacji kontraktowych, to jednak nie można ich traktować jako typowe wzorce umowne⁵⁴⁸. Należy zwrócić uwagę, że regulaminy są zatwierdzane przez organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym, a co za tym idzie organy te mają wpływ na ich kształt⁵⁴⁹. Takie stwierdzenie wydaje się uprawnione pomimo tego, iż wykładnia językowa przepisów art. 25 ust. 3 i art. 25 ust. 5 ustawy o OIF zdaje się przeczyć kompetencji KNF do zatwierdzania regulaminu alternatywnych systemów obrotu. W powołanych przepisach, a zwłaszcza w art. 25 ust. 5 jest bowiem mowa wyłącznie o regulaminie giełdy. Wykładnia systemowa pozwala jednak na przyjęcie, że zatwierdzeniu podlega także regulamin alternatywnego systemu. Stosownie do treści art. 4 ust. 1 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym celem nadzoru jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrona inwestorów i innych uczestników. Wynika to z faktu, że bezpieczeństwo ekonomiczne jest współcześnie traktowane jako jeden z aspektów bezpieczeństwa publicznego⁵⁵⁰. Znaczenie prawidłowego funkcjonowania alternatywnych systemów dla bezpieczeństwa obrotu wydaje się nie wymagać uzasadnień, a ponieważ dla tego funkcjonowania regulaminy odgrywają znaczącą rolę, trudno sobie wyobrazić, aby wolą ustawodawcy było pozostawienie organizatorowi systemu aż tak dużej swobody w zakresie działalności regulacyjnej.

Regulaminy alternatywnych systemów obrotu nie są zatem kształtowane przez jedną ze stron relacji kontraktowych, w tym przypadku podmiotu prowadzącego system⁵⁵¹. Dodatkowo charakterystyczną cechą tych regulaminów jest to, że regulują one relacje kontraktowe nie tylko między podmiotami, które je wydały, a ich kontrahentami, lecz również, w praktyce, pomiędzy podmiotami, do których się stosują, a ich z kolei kontrahentami⁵⁵².

⁵⁴⁷ Należąc do relacji kontraktowych z uczestnikami rynku. Por. A. Szymanowska, *Niektóre problemy samoregulacji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2003, nr 5, s. 44.

⁵⁴⁸ Zob. E. Łętowska, *Wzorce umowne. Ogólne warunki, wzory i regulaminy*, Warszawa 1975, s. 68 i nast.

⁵⁴⁹ Chociaż należy mieć też na uwadze regulację zawartą w k.c., która nie wiąże żadnych skutków prawnych z zatwierdzeniem regulaminu. Zob. wyrok TK z dnia 8 grudnia 2003 K 3/02 OTK-A 2003, z. 9, poz. 99.

⁵⁵⁰ Por. T. Nieborak, (w:) *Ustawa o nadzorze...*, s. 70-71.

⁵⁵¹ Nie wymaga natomiast uzasadnienia twierdzenie, że regulaminy alternatywnych systemów obrotu nie są źródłami prawa powszechnie obowiązującego w rozumieniu art. 87 Konstytucji RP.

⁵⁵² Por. A. Chłopecki, (w:) *Prawo papierów...*, s. 758.

Regulaminy alternatywnych systemów obrotu są też niewątpliwie wynikiem zjawiska standaryzacji obrotu, a z jurydycznego punktu widzenia bezpośrednią podstawę prawną do posługiwania się nimi stanowi zasada swobody umów wyrażona w przepisie art. 353¹ k.c.⁵⁵³ Ta konstatacja, w kontekście celu badawczego pracy, ma istotne znaczenie, gdyż niewątpliwie zasadę swobody umów należy postrzegać jako zasadę pochodną konstytucyjnej zasady wolności gospodarczej⁵⁵⁴. Jej realizacja następuje poprzez działalność regulacyjną podmiotów organizujących alternatywne systemy właśnie w formie regulaminów. Wydaje się jednocześnie, że w związku z tym postanowienia regulaminów podlegają ustawowym ograniczeniom przewidzianym dla zasady swobody umów, tj. mogą zawierać postanowienia, których treść lub cel nie sprzeciwia się właściwości (naturze) stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego. Przepis art. 353¹ nakazuje zatem, aby poddawać badaniu nie tylko treść, ale i cel zobowiązania przy ocenie, czy strony dokonały czynności prawnej we wskazanych granicach wyznaczonych im przez zasadę swobody umów. Cel zobowiązania w kontekście alternatywnych systemów obrotu należy jednocześnie rozumieć jako stan rzeczy, który powinien zostać osiągnięty w następstwie wykonania zobowiązania. Nie chodzi jednak tylko o objęte treścią umowy skutki prawne czynności, ale o jakiegokolwiek, mniej lub bardziej odległe, następstwa zamierzone przez obie strony albo zamierzone przez jedną stronę, a drugiej znane⁵⁵⁵. Mając to na względzie, a zatem powiązaną z konstytucyjną zasadą wolności gospodarczej zasadę swobody umów, należy przyjąć, że postanowienia regulaminów alternatywnego systemu nie mogą być sprzeczne nie tylko z naturą stosunków prawnych zawieranych na rynku kapitałowym, ale także z szeroko rozumianym celem zobowiązania. Oznacza to, że organizator alternatywnego systemu musi uwzględniać zarówno charakter prawny systemu, jak i naturę gospodarczą. Z jednej strony organizator alternatywnego systemu powinien tworzyć ten system jako uzupełniającą w stosunku do rynku regulowanego platformę obrotu, a zatem platformę, która nie może funkcjonować w oparciu o równie rygorystyczne wymogi. Jej natura gospodarcza, dokonując koniecznego w tym aspekcie uogólnienia, sprowadza się w dużej mierze do udogodnienia obrotu⁵⁵⁶. Z drugiej strony emitenci, przystępując do systemu poprzez emisję papierów wartościowych,

⁵⁵³ Por. w odniesieniu do problematyki regulaminów jako wzorców umownych wyrok TK z dnia 8 grudnia 2003 r., K 3/02, OTK-A 2003, nr 9, poz. 99; a także M. Bednarek, (w:) *System prawa prywatnego*, red. W. Czachórski, t. 5, Warszawa 2012, s. 582; E. Łętowska, *Prawo umów konsumenckich*, Warszawa 2002, s. 295 i nast.

⁵⁵⁴ Por. wyrok SN z dnia 4 października 2006 r., sygn. akt II CSK 117/2006.

⁵⁵⁵ Por. P. Machnikowski, *Swoboda umów według art. 353¹k.c. Konstrukcja prawna*, Warszawa 2005, s. 177 i nast.; Z. Radwański, *Wykładnia oświadczeń woli składanych indywidualnym adresem*, Wrocław 1992, s. 105 i nast.

⁵⁵⁶ Zgodnie zresztą z treścią pkt 5 preambuły do dyrektywy 2004/39/WE.

mogą oczekiwać, iż cel zobowiązania, tj. dokonywanie obrotu w systemie opartym na udogodnieniach, zostanie zachowany w postanowieniach regulaminu⁵⁵⁷.

Zatwierdzając statut lub jego zmiany, KNF powinien zwracać organizatorowi alternatywnego systemu uwagę również na poruszone wyżej kwestie. Zwłaszcza te postanowienia, które mogą oddziaływać negatywnie na funkcjonowanie całego systemu, powinny być przyczyną odmowy zatwierdzenia regulaminu. Należy bowiem pamiętać, iż postanowienia regulaminów alternatywnych systemów obrotu wykazują pewną specyfikę, charakterystyczną zresztą dla regulaminów funkcjonujących na rynku kapitałowym. Mianowicie ich oddziaływanie nie jest nakierowane wyłącznie na relacje kontraktowe pomiędzy organizatorem rynku a emitentem. Mają one znaczenie dla działania całego systemu, nadając mu odmienny od giełdowego charakter.

Mając na uwadze znaczenie regulaminów dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, a także zdolność podmiotów prowadzących alternatywne systemy do kreowania pozaprawnych norm⁵⁵⁸, należy stwierdzić, iż regulaminy te powinny się charakteryzować następującymi cechami:

- być wydawane przez podmioty upoważnione przepisami prawa i w granicach określonych nimi, tj. podmioty które nie są organami administracji, ale spółkami handlowymi, których forma, jak wykazano już w niniejszej pracy, jest właściwa dla prowadzenia alternatywnych systemów obrotu;
- podlegać zatwierdzeniu, zarówno w całości, jak i w przypadku ich zmian przez KNF, co daje możliwość stałego monitorowania treści regulaminów nie tylko pod względem legalności, ale i możliwości oceny skuteczności poszczególnych postanowień pod względem zapewnienia bezpieczeństwa rynku;
- regulować relacje kontraktowe nie tylko między podmiotami, które je wydały, a ich kontrahentami, lecz również (a właściwie ujmując kryterium wagi zagadnienia od strony ekonomicznej – przede wszystkim) pomiędzy podmiotami, które zawierają kontrakty między sobą, przy pomocy jedynie wydającego regulamin (np. emitent–Autoryzowany Doradca);
- w zakresie, w jakim dotyczą podmiotów działających jako pośrednicy na rynku finansowym, powinny tychże zobowiązywać do kształtowania ich regulacji kontraktowych (w tym regulaminów) ze swoimi klientami, tak aby były one

⁵⁵⁷ Wydaje się też słuszne przyjęcie, iż w przypadku gdy postanowienia regulaminu w zakresie, w którym są sprzeczne z celem, a także naturą zobowiązań występujących w alternatywnym systemie obrotu można takie postanowienia uznać za nieważne w rozumieniu art. 58 k.c., choć taką nieważność musiałby zawsze stwierdzić w konkretnym wyroku sąd powszechny.

⁵⁵⁸ Zdolność wynikająca z wyspecjalizowania podmiotu, znajomości mechanizmów rynku oraz zachowań jego uczestników.

zgodne z regulaminami instytucji rozliczających i organizujących alternatywny system obrotu.

Regulaminy alternatywnego systemu obrotu instrumentami finansowymi w Polsce zawierają niewątpliwie wymienione cechy. Treść regulaminów określających podstawowe zasady związane z organizacją funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu powinna odpowiadać wymaganiom zawartym w § 8 rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie warunków, jakie musi spełniać organizowany przez firmę inwestycyjną alternatywny system obrotu. Wyliczenie warunków ma charakter dość szczegółowy, tym niemniej pozostawiający niezbędną swobodę w kształtowaniu treści poszczególnych postanowień, a co za tym idzie treści stosunków prawnych, które mają być zawierane w alternatywnym systemie obrotu. Treść regulaminu alternatywnego systemu obrotu powinna zatem obejmować:

- 1) rodzaj instrumentów finansowych, które mogą być przedmiotem obrotu;
- 2) kryteria i warunki wprowadzania instrumentów finansowych do obrotu;
- 3) zakres i sposób udostępniania informacji dotyczących instrumentów finansowych wprowadzanych do obrotu;
- 4) tryb i warunki zawierania transakcji;
- 5) sposób i tryb rozstrzygania sporów dotyczących przebiegu i rozliczania transakcji;
- 6) tryb i warunki notowania, zawieszania i zaprzestania notowania instrumentów finansowych;
- 7) dni otwarcia i godziny obrotu;
- 8) sposób ustalania i ogłaszania kursów lub cen notowanych instrumentów finansowych;
- 9) sposób klasyfikowania instrumentów finansowych, jeżeli taka klasyfikacja ma miejsce;
- 10) tryb i warunki upowszechniania informacji dotyczących składanych ofert oraz zawieranych transakcji;
- 11) wysokość opłat za korzystanie z systemów informatycznych oraz urządzeń technicznych firmy inwestycyjnej zapewniających dostęp do organizowanego przez nią alternatywnego systemu obrotu;
- 12) wysokość opłat transakcyjnych oraz sposób ich naliczania;
- 13) opis systemu gwarantującego rozliczanie i rozrachunek transakcji zawieranych w alternatywnym systemie obrotu;
- 14) obowiązki informacyjne w zakresie dotyczącym emitentów, których instrumenty finansowe są przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu lub zostały do tego obrotu wprowadzone;

- 15) wskazanie miejsca i sposobu udostępniania informacji dotyczących emitentów instrumentów finansowych, które są przedmiotem ubiegania się o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu lub zostały do tego obrotu wprowadzone;
- 16) sposób postępowania w przypadku naruszenia przez uczestników alternatywnego systemu obrotu obowiązków określonych w regulaminie;
- 17) sposób postępowania w przypadku naruszenia obowiązków informacyjnych określonych w regulaminie;
- 18) środki służące przeciwdziałaniu i ujawnianiu przypadków manipulacji.

Do chwili obecnej GPW S.A., będąc jedynym w Polsce organizatorem alternatywnego systemu, wydała 10 regulaminów, które odnoszą się do poszczególnych obszarów funkcjonowania systemu, które słusznie nie zostały objęte szczegółową regulacją prawną, gdyż ze względów już wielokrotnie omówionych mogłoby to wpłynąć negatywnie na funkcjonowanie alternatywnych systemów z jednej strony, z drugiej zaś mogłoby naruszać konstytucyjną zasadę wolności gospodarczej. Do najważniejszych obszarów, które powinny być i zostały objęte pozaprawną regulacją, należą:

1. Określenie przedmiotu obrotu w systemie, a zatem wskazanie instrumentów finansowych, które mogą być wprowadzane do systemu (§ 1 ust. 2 Regulaminu ASO). Niewątpliwie jest to obszar, który nie powinien podlegać ingerencji ustawowej, gdyż decydować tu muszą reguły rynkowe, których przestrzeganie w bardziej skuteczny sposób jest w stanie zapewnić podmiot prowadzący alternatywny system. Wybór instrumentów finansowych, którymi mogą „handlować” przedsiębiorcy nie powinien, a z jurydycznego punktu widzenia nie może być dokonany poprzez ingerencję prawną.
2. Szczegółowe zasady wprowadzania instrumentów finansowych do obrotu (§ 3 i nast. Regulaminu ASO), przy czym zakres tego obszaru regulacji należy ocenić jako zgodny z ogólnymi zasadami wynikającymi z ustawy o OIF. Niewątpliwie jest to kolejny obszar funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, który nie powinien być objęty ścisłą ingerencją prawną, gdyż określanie szczegółowych zasad powinno bazować na aktualnych tendencjach rynku, z jednoczesnym zachowywaniem udogodnień typowych dla alternatywnych systemów. Wydaje się, że objęcie tej materii regulacją prawną naruszałoby też zasadę swobody umów, gdyż narzucałoby organizatorowi zbyt dokładnie treść stosunku prawnego⁵⁵⁹. Dzięki możliwości regulacyjnej w obszarze zasad wprowadzania do obrotu instrumentów finansowych podmiot prowadzący alternatywny system może

⁵⁵⁹ Co nie znajdowałoby żadnego jurydycznego uzasadnienia.

przewidywać rozwiązania pozwalające na zachowanie właściwego charakteru systemu oraz jego odrębności od rynku regulowanego poprzez np.:

- zwolnienie emitenta z konieczności sporządzania prospektu emisyjnego i zobowiązania do sporządzenia w jego miejsce odpowiedniego publicznego uproszczonego dokumentu informacyjnego (§ 3 ust. pkt 1 Regulaminu ASO);
 - obniżenie wartości nominalnej akcji, która wynosić musi co najmniej 0,10 zł (§ 3 ust. 1 pkt 5 Regulaminu ASO);
 - nałożenie obowiązku korzystania przez emitenta z usług Autoryzowanego Doradcy, a więc podmiotu, który zobligowany jest zapewnić prawidłowość przebiegu procesu emisyjnego (§ 3 ust. 2 Regulaminu ASO).
3. Zasady obrotu (§ 9 i nast. Regulaminu ASO), kształtujące szczegółowo więź kontraktową pomiędzy podmiotem prowadzącym alternatywny system obrotu a uczestnikami, w tym zasady notowań, zasady zawieszania lub wykluczania z obrotu instrumentów finansowych.
4. Inne obowiązki nałożone przez emitentów, w tym dotyczące przekazywania informacji bieżących i okresowych (§ 17 Regulaminu ASO oraz załącznik Nr 3 do Regulaminu), które to obowiązki nie są tak rygorystyczne jak w przypadku rynku regulowanego. Należy bowiem pamiętać, że nakładanie na emitentów obowiązku przekazywania informacji jest z jednej strony fundamentalne dla funkcjonowania systemu, z drugiej jednak wypełnianie zbyt szczegółowych obowiązków informacyjnych wiąże się z ponoszeniem dodatkowych kosztów. Konieczne jest zatem odnajdywanie właściwych proporcji poprzez bieżącą obserwację rynku. Istotne jest także, aby formułowanie obowiązków informacyjnych pod adresem emitentów alternatywnego systemu miało charakter pewnej konsekwencji polegającej na obligowaniu nie tylko do przekazywania informacji, ale także podawaniu przyczyn ewentualnego ich nieprzekazywania⁵⁶⁰. Wydaje się również, że rozważenia może wymagać to, czy postanowienia dotyczące obowiązków informacyjnych nie powinny być ukształtowane w taki sposób, aby emitent miał pewien wybór co do zakresu przekazywanych informacji. Jednocześnie takiej liberalizacji towarzyszyć powinien obowiązek szczegółowych wyjaśnień składanych przez emitenta, dlaczego nie podaje informacji określonego rodzaju⁵⁶¹, co samo w sobie stanowi

⁵⁶⁰ Co też jest pewną informacją dla rynku.

⁵⁶¹ Chodzi o informacje związane z koniecznością zachowania się w sposób rynkowy wobec konkurencji, a nie wprowadzanie w błąd inwestora. Takie ukształtowanie schematu przekazywania przez emitenta informacji do alternatywnego systemu byłoby zgodne z zasadą „zgłoś lub wyjaśnij”, która jest znana w praktyce obrotu instrumentami finansowymi. Zob. W. Rozłucki, *Dobre praktyki w Polsce*, „Prawo Europejskie w Praktyce” 2004, nr 4/XI, s. 45-48.

informację dla inwestora. Konsekwencja powinna też dotyczyć konieczności wyjaśnienia przyczyn niezrealizowania zamierzeń inwestycyjnych, czego brak w Regulaminie ASO. W chwili obecnej uczestnicy systemu mogą przekazywać informacje na temat strategii, planowanych procesów inwestycyjnych⁵⁶², na bazie których podejmowane są decyzje przez inwestorów. Niezrealizowanie przedsięwzięć nie obliuguje już jednak emitenta do przekazania do systemu wyjaśnień na temat przyczyn braku realizacji przedsięwzięć. Nie ma też wątpliwości, że potrzeba zachowania udogodnień właściwych alternatywnym platformom dotyczy w pełnym zakresie obowiązków informacyjnych, które z przyczyn wyżej omówionych nie powinny być zbyt szczegółowo określone przez ustawodawcę⁵⁶³.

5. Wprowadzenie obowiązku korzystania z usług Autoryzowanego Doradcy (§ 18 Regulaminu ASO), którym jest przedsiębiorstwo inwestycyjne lub inny podmiot będący spółką prawa handlowego świadczący usługi związane z obrotem gospodarczym, w tym doradztwa finansowego, doradztwa prawnego lub audytu finansowego. Jest to kolejny, typowy dla alternatywnych rynków obszar regulacji pozaprawnej, która stanowi odpowiedź na potrzebę uczynienia zadość wymogom zachowania bezpieczeństwa rynku. Mimo braku ingerencji prawnej w tę materię podmioty prowadzące alternatywne systemy obrotu wprowadzają unormowania, które zapewniają niezbędne minimum profesjonalizmu. Autoryzowany Doradca musi być wpisany na listę prowadzoną przez organizatora systemu. Do najistotniejszych obowiązków należy badanie, czy sporządzenie dokumentu informacyjnego w związku z ubieganiem się o wprowadzenie do obrotu danych instrumentów finansowych nastąpiło zgodnie z wymogami. Umowa emitenta z Autoryzowanym Doradcą powinna przewidywać wykonywanie przez niego obowiązków przez okres co najmniej 3 lat od dnia pierwszego notowania instrumentów finansowych danego emitenta w alternatywnym systemie obrotu (z pewnymi wyjątkami). Autoryzowany Doradca pełni tę samą funkcję co *nominated adviser* na AIM. Z uwagi na fakt, że istotą alternatywnego systemu jest występowanie w nim emitentów, którzy nie zawsze posiadają odpowiednie struktury (głównie ze względu na koszty) zapewniające posiadanie odpowiedniej specjalistycznej wiedzy dla zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, można powiedzieć, że regulacje w zakresie obowiązków Autoryzowanych Doradców mają niesłychanie istotne znaczenie.

⁵⁶² Czasami nazbyt feeryczne.

⁵⁶³ W przeciwieństwie do rynku regulowanego, który nie musi, a nawet nie powinien cechować się zbyt dużą ilością udogodnień.

Odnosząc się do podstawowego celu badawczego pracy, należy stwierdzić, iż regulaminy alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi mają charakter pozaprawnych norm. Odgrywają niezwykle istotną rolę nie tylko w kontekście określania szczegółowych zasad funkcjonowania systemu. Znacznie istotniejsze jest, iż mogą i powinny stanowić uzupełnienie regulacji prawnej, która nie powinna ingerować przynajmniej we wskazane wyżej obszary. Ponadto z jurystycznego punktu widzenia niezasadne, a często wręcz niedopuszczalne byłoby też drobiazgowo ingerowanie w sferę *de facto* relacji kontraktowych. Odnosząc się do treści art. 31 ust. 3 Konstytucji RP, należałoby stanowczo stwierdzić, iż nie zachodzą wskazane tam przesłanki ograniczania wolności gospodarczej, które dawałyby ustawodawcy podstawę do ingerencji prawnej w omówione wyżej obszary. Podmioty prowadzące alternatywne systemy, o ile są prawidłowo nadzorowane, także w swej działalności regulacyjnej, są w stanie zapewnić poprzez postanowienia regulaminów zgodne z ogólnie obowiązującym prawem bezpieczeństwo funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Poza tym działalność podmiotów prowadzących alternatywny system wpisywać się może idealnie w szeroko rozumianą zasadę pomocniczości, która nie tylko pozwala, ale wręcz nakłada na ustawodawcę obowiązek poszukiwania granic ingerencji prawnej w zdolności regulacyjnej podmiotów nietworzących struktur władzy publicznej.

3. *Corporate governance* i dobre praktyki

Pod pojęciem *corporate governance*⁵⁶⁴, ujmując rzecz na poziomie najogólniejszych stwierdzeń, rozumieć należy reguły, według których korporacje są zarządzane i kontrolowane. W odniesieniu do alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi chodzi o reguły, według których zarządzane są i kontrolowane spółki publiczne, notowane na tej platformie. *Corporate governance* można postrzegać jako zespół reguł odnoszących się do oddzielenia własności od zarządzania, z czym związany jest tzw. dualizm celów menedżerów i akcjonariuszy. W tym znaczeniu nadzór korporacyjny obejmuje zespół instytucji łagodzących konflikt interesów między akcjonariuszami i menedżerami. Z drugiej strony ład korporacyjny można postrzegać też szerzej, akcentując tzw. społeczną perspektywę funkcjonowania współczesnych korporacji, jako zbiór mechanizmów, za pomocą których decyzje i wybory podejmowane przez osoby

⁵⁶⁴ Tłumaczonym różnie na język polski jako „nadzór korporacyjny”, „nadzór właścicielski”, „władztwo korporacyjne” czy „ład korporacyjny”. Wydaje się jednak, że najbardziej zbliżonym do terminu *corporate governance* jest zwrot „ład korporacyjny”. Por. J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Warszawa 2010, s. 10.

zarządzające spółkami są zgodne z celami akcjonariuszy i innych grup interesariuszy⁵⁶⁵. Należy przy tym pamiętać, że niezwykle ważnym czynnikiem determinującym zasady funkcjonowania współczesnych korporacji jest struktura własności i kontroli. Generalnie w literaturze wyróżnia się dwa systemy kontroli nad korporacjami: system otwarty (outsiderski) i system zamknięty (insiderski)⁵⁶⁶. W Polsce występuje system zamknięty.

Celem *corporate governance* jest zapewnienie równowagi między interesami podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki akcyjnej (*stakeholders*), w tym w szczególności pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami spółki. Osiągnięciu tej równowagi służą zarówno prawa rynku, jak i odpowiednie regulacje prawne⁵⁶⁷. Pozaprawne normy odnoszące się do spółek publicznych notowanych w alternatywnym systemie obrotu, w celu wzmocnienia ładu korporacyjnego, a tym samym budowania zaufania inwestorów i bezpieczeństwa systemu, powinny obejmować takie obszary jak:

- prawa akcjonariuszy,
- obowiązki ujawniania informacji i odpowiedzialności za naruszenie tego obowiązku;
- działalność organów spółek.

W literaturze wskazuje się, że wzmocnianie praw akcjonariuszy, a tym samym kontroli zarządzania spółkami, powinno następować w szczególności poprzez:

- dostęp do informacji o spółce drogą elektroniczną;
- wykonywanie *on-line* praw akcjonariusza, w tym prawa głosu na walnym zgromadzeniu;
- przyjęcie zasady jedna akcja – jeden głos;
- rozważenie możliwości wprowadzenia zakazu ograniczeń statutowych w zakresie wykonywania prawa głosu⁵⁶⁸.

⁵⁶⁵ P. Urbanek, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Naukowego” 2011, nr 9, Kraków 2011, s. 216.

⁵⁶⁶ Główna różnica między oboma systemami sprowadza się do odmiennych struktur własnościowo-kontrolnych. W pierwszym modelu ma ona charakter rozproszony, w drugim zaś skoncentrowany, przy czym żaden z nich nie jest modelem dominującym. Szerzej zob. P. Urbanek, *Rynek kontroli...*, s. 215 i nast.; A. Yeh, S. Lim, E. Vos, *Path Dependence or Convergence? The Evolution of Corporate Ownership around the World*, „Review of Law and Economics” 2007 3(2), s. 519; S. Turbull, *Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories*, „Corporate Governance Research Papers” 1997, vol. 5, nr 4, s. 188.

⁵⁶⁷ Tym samym zasady ładu korporacyjnego można postrzegać jako próbę optymalnego połączenia regulacji prawnej z pozaprawnymi normami oddziaływania na uczestników rynku kapitałowego, w tym alternatywnych systemów obrotu.

⁵⁶⁸ Zob. M. Cejmer, *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*, Warszawa 2006, s. 35.

Z kolei postulat dotyczący ujawniania informacji na temat stosowanych przez spółki zasad *corporate governance* znalazł swój wyraz w przedłożonym w dniu 16 kwietnia 2013 r. projekcie zmiany dyrektyw Rady 78/660EWG i 83/349/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek oraz skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Zgodnie z uzasadnieniem projektu ma on służyć realizacji następujących kluczowych celów, których osiągnięcie wydaje się też niesłychanie ważne dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Do tych celów należy zaliczyć przede wszystkim zwiększenie przejrzystości spółek, podniesienie istotnego charakteru, spójności oraz porównywalności ujawnianych obecnie informacji niefinansowych poprzez wzmocnienie i wyjaśnienie obowiązujących wymogów. Zachowanie przejrzystości, a także dążenie do ujednoczenia informacji pojawiających się w systemie, a przynajmniej ujednoczenie zasad związanych z ich przekazywaniem lub nieprzekazywaniem sprawić może, że inwestorzy będą podejmowali decyzje opierające się na homogeniczności norm odnoszących się do obowiązków informacyjnych. Biorąc pod uwagę fakt, że alternatywne systemy obrotu zarówno z jurydycznego, jak i ekonomicznego punktu widzenia mogą charakteryzować stosunkowo niewielkie wymogi dotyczące emitentów, informacja, sposób jej przekazywania oraz transparentne zachowanie w tym zakresie spółki publicznej stają się elementami pozwalającymi na osiągnięcie równowagi systemu i zapewnienie mu bezpieczeństwa.

Poza tym istotne dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu są zmiany struktury organu kontrolnego spółki publicznej. Struktura taka powinna służyć usprawnianiu kontroli oraz eliminowaniu konfliktu interesów pomiędzy spółką a członkami zarządu albo dyrektorami wykonawczymi. Temu celowi służyć ma: po pierwsze – wzmocnienie roli niezależnych dyrektorów, którzy nie prowadzą spraw spółki (dyrektorów niewykonawczych), oraz członków rad nadzorczych; po drugie – zwiększenie roli wyspecjalizowanych komitetów powoływanych w ramach rady administrującej (system monistyczny) bądź rady nadzorczej (system dualistyczny), w tym w szczególności komitetu audytu⁵⁶⁹.

Znaczenie ładu korporacyjnego dla współczesnych gospodarek wydaje się być oczywiste i znajduje się w fazie wzrostowej⁵⁷⁰. Konstatacja ta w nie mniejszym stopniu dotyczy rynku finansowego, a zwłaszcza rynku kapitałowego. Współcześni prawodawcy powinni coraz częściej zdawać sobie sprawę, iż pomimo niekwestionowania fundamentalnej roli, jaką odgrywają dla rynku kapitałowego regulacje prawne, zapewnienie stabilnego, bezpiecznego funkcjonowania rynku, połączone z zaangażowaniem

⁵⁶⁹ *Ibidem*.

⁵⁷⁰ Por. M. Aluchna, *Dobre praktyki...*, s. 19.

przez inwestorów odpowiedniego kapitału, nie jest możliwe bez oddziaływania pozaprawnych norm, często odwołujących się do istoty i praktyki rynku.

Niewątpliwie problematyka *corporate governance* w kontekście funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, a zwłaszcza postawionego celu badawczego, nie może sprowadzać się, ujmując rzecz w uproszczeniu, do prostego wyjaśnienia konfliktu między akcjonariuszami i organami zarządzającymi⁵⁷¹. Instrumenty stosowane w celu złagodzenia tego konfliktu powinny być analizowane również pod względem ekonomicznym, gdyż współczesne regulacje prawne rynku kapitałowego nie mogą nie uwzględniać ekonomicznych efektów⁵⁷². Z tego punktu widzenia wcale nie jest oczywiste, że właściwą reakcją na stwierdzone mankamenty i nadużycia w obszarze zarządzania spółkami powinna być ingerencja prawna. Konstatacja, że interesy właścicieli i menedżerów mogą się różnić, niekoniecznie musi prowadzić do wniosku, że niekorzystne efekty tej dywergencji powinny być ograniczane za pomocą regulacji prawnych. Ponadto, z uwagi na abstrakcyjny i generalny charakter norm prawnych, zawarte w nich rozwiązania nie zawsze będą przystawały do konkretnej sytuacji w danej spółce. Tym samym zasadne wydaje się, aby w odniesieniu do alternatywnych systemów obrotu, poprzez działalność regulacyjną organizatorów systemu, rozwiązywanie konfliktów interesów pozostawić rynkowi oraz prywatno-autonomicznej regulacji samych zainteresowanych stron⁵⁷³. Działalność regulacyjna organizatorów systemu w zakresie *corporate governance* może oczywiście sprowadzać się do zamieszczania w regulaminach alternatywnego systemu stosownych postanowień. Ich przestrzeganie bądź nie powinno być związane ze swoistą „sankcją” polegającą na obowiązku informowania przez spółkę o wprowadzonych zasadach ładu korporacyjnego lub przyczynach odstępowania od nich. Takie rozwiązanie wpasowałoby się w ideę udogodnień, jakie ma zapewnić alternatywny system, a jednocześnie stanowiłoby podstawę do pozyskiwania przez inwestorów właściwych informacji przed podjęciem decyzji inwestycyjnej.

⁵⁷¹ Choć dla zapewnienia przejrzystości funkcjonowania spółek publicznych notowanych w alternatywnym systemie obrotu konflikt ten ma duże znaczenie. Sprzeczność interesów właścicieli i osób wchodzących w skład organów zarządzających może nie tylko mieć wpływ na kondycję spółki, ale być także motywem nierzetelnego, niepełnego przekazywania informacji istotnych dla inwestorów.

⁵⁷² Szerzej na temat ekonomicznej analizy prawa zob. np. R. Posner, *Economic Analysis of Law*, New York 2003, *passim*.

⁵⁷³ Por. w odniesieniu do rynku regulowanego, M. Cejmer, *Europejskie prawo...*, s. 56 i nast. W omawianym zakresie znaczenie *corporate governance* dla alternatywnych systemów obrotu jest jednakowe, stąd twierdzenia autora mogą być inspiracją dla formułowanych twierdzeń w kontekście alternatywnych systemów.

Oczywiście sformułowany postulat wprowadzania zasad ładu korporacyjnego, a w zasadzie obowiązku informowania o podejściu emitenta do tych zasad, nie oznacza lekkomyślności i niedostrzegania, iż w rzeczywistości rynki nie działają tak doskonale, jak zakłada się w modelach ekonomicznych. Niekiedy występują deficyty określane w ekonomicznej analizie mianem zawodności rynku. W takich przypadkach działania ustawodawcy mogą okazać się racjonalne i wręcz wspierać samoregulację przez rynek. Reguły prawne mogą być również ekonomicznie racjonalnie z uwagi na efekt standaryzacyjny, który wywołują⁵⁷⁴. Stąd też, nie lekceważąc racji odnośnie do uregulowania obowiązku informowania o poziomie stosowania zasad ładu korporacyjnego w regulaminach, zasadne wydaje się bardzo poważne rozważenie wprowadzenia takiego obowiązku przez ustawodawcę poprzez dodanie stosownego przepisu w art. 45 ustawy o OIF. Taki przepis nie obligowałby spółek do wprowadzania zasad ładu korporacyjnego, co z pewnością naruszałoby zasadę wolności gospodarczej, ale jedynie do przekazania informacji i ewentualnie wyjaśnień. Wpłynęłoby to niewątpliwie pozytywnie na przejrzystość funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu.

Z zasadami ładu korporacyjnego związane są różnego rodzaju tzw. kanony dobrych praktyk, które nierzadko zawierają reguły, pochodzące wprost z *corporate governance*. Nie oznacza to jednak pełnej tożsamości pomiędzy zasadami ładu korporacyjnego a dobrymi praktykami, które czasami nie odnoszą się wprost do emitentów, a do innych podmiotów występujących na rynku, jak Autoryzowani Doradcy w przypadku alternatywnych systemów obrotu. Poza tym zakres przedmiotowy dobrych praktyk nie pokrywa się z zasadami ładu korporacyjnego.

Za uprawnione należy uznać twierdzenie, że dobre praktyki kreują trendy. Jako samoregulacje zmierzają do wypełnienia luk między statycznym prawem a dynamicznym rynkiem. Nie wchodzi one oczywiście w skład systemu prawa. Niecelowe jest również wprowadzanie do systemu prawa poszczególnych dobrych praktyk, zwłaszcza tych, które są powszechnie stosowane. Istotniejsze są tutaj mechanizmy rynkowe⁵⁷⁵, gdyż informacja o tym, że dana spółka nie stosuje się do kanonów dobrych praktyk, może spotkać się z negatywną reakcją rynku, skutkującą obniżeniem wyceny emitowanych przez nią papierów wartościowych. Dopiero niewłaściwe stosowanie dobrych praktyk, i to mające charakter powszechny (dotyczący całego alternatywnego systemu), może powodować konieczność rozważenia przez ustawodawcę ingerencji prawnej, przy czym nie

⁵⁷⁴ M. Cejmer, *Europejskie prawo...*, s. 41

⁵⁷⁵ Naturalnie również zawodne, ale ta cecha jest wspólna dla mechanizmów rynkowych i regulacji prawnej. W obu przypadkach skuteczność reguł, mierzonych bezpieczeństwem rynku, nigdy nie była, nie jest i prawdopodobnie nie będzie stuprocentowa. Niemniej jednak prawo nie powinno ingerować w poprawnie funkcjonujące obszary alternatywnych systemów.

może tu występować żaden automatyzm. Może się bowiem okazać, że skuteczniejsze będą stosowne działania regulacyjne podjęte przez prowadzącego alternatywny system.

Stosowanie dobrych praktyk oraz zasad ładu korporacyjnego przynosi korzyść nie tylko spółkom, nie tylko rynkowi, ale szeroko rzecz ujmując, także państwu. Przejrzystość spółki, jej właściwy ustrój i stosowanie przez nią dobrych praktyk znacznie zwiększają jej konkurencyjność, mają wpływ na wycenę. Z kolei przejrzystość rynku i powszechność dobrych praktyk zwiększają konkurencyjność gospodarki, jej atrakcyjność dla inwestorów i w konsekwencji powodują przyciąganie kapitału. Wzrost zaufania do rynku jest jednocześnie elementem składowym bezpieczeństwa rynku. Dobre praktyki należy zatem postrzegać również w takim kontekście, tj. jako coraz ważniejsze kryterium oceny jakości gospodarki, co ma poważny wpływ na ocenę jakości państwa⁵⁷⁶. Ostatecznie istotną kwestią jest wzmocnienie i upowszechnienie nie tylko dobrych praktyk, ale szerzej upowszechnianie zasad tzw. etyki gospodarczej w alternatywnym systemie obrotu. Oczywisty wydaje się bowiem fakt, że przestrzeganie prawa nie zależy wyłącznie od potencjalnie grożących negatywnych sankcji, ale właśnie moralność jest tym czynnikiem, dzięki któremu prawo może funkcjonować, i to w sposób efektywny⁵⁷⁷.

W Polsce ingerencja ustawodawcy w sferę praktyk rynkowych sprowadza się do nałożenia na KNF obowiązku akceptowania poprzez uchwały znaczenia dobrych praktyk⁵⁷⁸, rozumianych jako zachowania, których zasadnie można oczekiwać na jednym lub wielu rynkach finansowych (art. 44 ust. 1 ustawy o OIF). Jednocześnie ustawa wprowadza kryteria, według których KNF może uznawać określone praktyki za przyjęte na rynku (art. 45 ust. 1 ustawy o OIF), a które powinny stanowić podstawę dla ustalania dobrych praktyk dla alternatywnych systemów obrotu. Należą do nich:

- przejrzystość i zrozumiałość praktyki rynkowej dla uczestników rynku;
- potrzeba ochrony prawidłowego funkcjonowania rynku i właściwego oddziaływania popytu i podaży;
- wpływ określonej praktyki rynkowej na płynność i efektywność działania rynku;
- stopień uwzględnienia zasad obrotu występujących na danym rynku oraz umożliwienie uczestnikom rynku podjęcia w odpowiednim czasie właściwych czynności w związku z wywołaną przez tę praktykę zmianą sytuacji rynkowej;

⁵⁷⁶ A.S. Nartowski, *Od samoregulacji rynku...*, s. 167-175.

⁵⁷⁷ Por. M. Zdyb, *Publiczne prawo gospodarcze*, Kraków 1999, s. 73. W konsekwencji warunkiem adekwatności (przystawalności) do rzeczywistości gospodarczej uregulowań prawnych jest odwoływanie się do zagadnień aksjologicznych. Por. R. Dworkin, *Biorąc prawa poważnie*, Warszawa 1998, s. 29.

⁵⁷⁸ Ustawa posługuje się zwrotem „przyjęte praktyki”.

- ryzyko, jakie w odniesieniu do instrumentów finansowych niesie ze sobą określona praktyka rynkowa dla prawidłowego funkcjonowania powiązanych pośrednio lub bezpośrednio rynków regulowanych lub nieregulowanych którekolwiek z państw członkowskich;
- wyniki postępowań prowadzonych przez właściwy organ nadzoru i inne organy uprawnione do prowadzenia postępowań w zakresie nadużyć dokonywanych w obrocie instrumentami finansowymi, dotyczące określonej praktyki rynkowej, w szczególności jeżeli praktyka ta naruszała przepisy wprowadzone w celu przeciwdziałania nadużyciom na danym rynku lub rynkach bezpośrednio lub pośrednio związanych z którymkolwiek rynkiem państwa członkowskiego lub naruszała postanowienia zawarte w regulacjach określających zasady postępowania na tych rynkach;
- charakterystyka określonego rynku regulowanego lub nieregulowanego, rodzaje instrumentów finansowych będących w obrocie, rodzaje uczestników rynku, włączając w to wielkość udziału inwestorów indywidualnych w obrocie na danym rynku.

Na podstawie art. 44 ust. 1, w związku z art. 11 ust. 1 ustawy o nadzorze finansowym⁵⁷⁹ KNF podjęła uchwałę w sprawie wsparcia inicjatywy przyjęcia Kanonu Dobrych Praktyk⁵⁸⁰, uznając duże znaczenie ograniczeń dobrowolnie nakładanych na siebie przez uczestników rynku finansowego. Do Kanonu Dobrych Praktyk zaliczone zostały zasady, których upowszechnienie w alternatywnym systemie z pewnością wpłynie pozytywnie na jego jakość, a pośrednio także na bezpieczeństwo. Wśród zasad, które zostały ujęte bardzo ogólnikowo, a także lakonicznie zdefiniowane, KNF wylicza m.in.: uczciwość, staranność i kompetencje, godność i zaufanie, prawidłowe relacje wewnętrzne, zapobieganie konfliktom interesów, ochronę informacji o klientach, profilowanie usług, rzetelną reklamę, uczciwą konkurencję. Ujęcie Kanonu Dobrych Praktyk ma charakter bardzo ogólny, gdyż odnosi się on do całego rynku finansowego. Specyfika poszczególnych jego segmentów powinna jednak skłaniać do ich uściślenia i profilowania na funkcjonowanie spółek właśnie w obszarze poszczególnych segmentów.

Dobre praktyki w alternatywnym systemie obrotu zostały też poważnie potraktowane przez organizatora systemu. Zarząd GPW S.A. wprowadził dwa zbiory dobrych praktyk, którymi powinni kierować się uczestnicy obrotu. Jeden odnosi się do spółek

⁵⁷⁹ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. Nr 157, poz. 1119 ze zm.).

⁵⁸⁰ Uchwała Nr 152/07 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 22 czerwca 2007 r. w sprawie wsparcia inicjatywy przyjęcia Kanonu Dobrych Praktyk Rynku Finansowego.

notowanych w alternatywnym systemie, drugi do Autoryzowanych Doradców. Zasady dobrych praktyk odnoszących się do spółek, wprowadzonych po raz pierwszy w 2008 r.⁵⁸¹, prawidłowo koncentrują się na kwestii niezwykle istotnej dla alternatywnych systemów obrotu, czyli obowiązkach informacyjnych emitentów. Skoro alternatywny system w swej istocie ma być platformą udogodnień, to powinny one być zbalansowane poprzez przejrzystą politykę informacyjną. Stąd też organizator alternatywnych systemów rekomenduje spółkom przestrzeganie zasad, które w pewnym uogólnieniu można przedstawić następująco:

- prowadzenie przejrzystej i efektywnej polityki informacyjnej, zarówno z wykorzystaniem tradycyjnych metod, jak i z użyciem nowoczesnych technologii, w tym prowadzenie korporacyjnej strony internetowej zawierającej wszystkie istotne informacje na temat działalności spółki, jej struktury itp.;
- zapewnienie efektywnego dostępu do informacji niezbędnych do oceny sytuacji i perspektyw spółki oraz sposobu jej funkcjonowania;
- utrzymywanie bieżących kontaktów z przedstawicielami Autoryzowanego Doradcy, celem umożliwienia mu prawidłowego wykonywania swoich obowiązków wobec emitenta⁵⁸²;
- w przypadku naruszenia przez emitenta obowiązku informacyjnego dotyczącego przekazywania informacji bieżących i okresowych w alternatywnym systemie obrotu niezwłoczne opublikowanie przez emitenta, w trybie właściwym dla przekazywania raportów bieżących, informacji wyjaśniającej zaistniałą sytuację⁵⁸³.

Takie ujęcie zasad dobrych praktyk wskazuje, iż w ramach układu udogodnień przewidzianych w alternatywnych systemach obrotu spółki powinny koncentrować się na prawidłowej polityce informacyjnej i korzystać ze wsparcia podmiotów profesjonalnych, co jak się wydaje, ma rekompensować rezygnację z wymogów typowych dla rynku regulowanego.

Nie mniej istotne dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu są dobre praktyki, którymi w swojej działalności powinni kierować się Autoryzowani Doradcy,

⁵⁸¹ Obecnie obowiązują na podstawie uchwały Zarządu GPW S.A. nr 293/2010 z dnia 31 marca 2010 r. i są zawarte w załączniku do uchwały.

⁵⁸² A zatem dobre praktyki powinny polegać nie tylko na wynikającej z regulaminu (omówionej już) konieczności zawarcia umowy z Autoryzowanym Doradcą, ale na realnym jej wykonywaniu poprzez stały kontakt z konkretnymi przedstawicielami obu stron.

⁵⁸³ Słusznie ujęto obowiązek składania wyjaśnień w katalogu dobrych praktyk, jak jednak już zaznaczono, jest to na tyle istotna materia dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, że słuszne wydaje się rozważenie nałożenia obowiązku ustawowego składania wyjaśnień.

których wiedza i doświadczenie ma stanowić swego rodzaju zawór bezpieczeństwa dla prawidłowego działania alternatywnego rynku. Zarząd GWP S.A., działając jako organizator systemu, sformułował katalog praktyk⁵⁸⁴, które rekomendują Autoryzowanym Doradcom rzetelne podejmowanie czynności mających zapewnić prawidłowe funkcjonowanie emitentów w alternatywnym systemie⁵⁸⁵. Do najistotniejszych zasad, nieobjętych regulaminem, należałoby zaliczyć:

- przeprowadzenie rzetelnej analizy emitenta i rynku, na którym działa emitent (badanie *due diligence*) na potrzeby wprowadzenia instrumentów finansowych emitenta do obrotu;
- zawarcie w umowie z emitentem postanowień przewidujących cykliczne przeszkolenie zarządu oraz kluczowych pracowników emitenta w zakresie regulacji oraz standardów obowiązujących w alternatywnym systemie obrotu;
- monitorowanie raportów bieżących i okresowych;
- utrzymywanie bieżącego kontaktu z przedstawicielami emitenta.

Tym samym dobre praktyki Autoryzowanych Doradców powinny nawiązywać do podstawowej funkcji, jaką przewidziano dla tych podmiotów, tj. profesjonalnego wsparcia emitentów, zwłaszcza w pierwszym okresie funkcjonowania w alternatywnych systemach obrotu. Podobnie jak *nominated advisers* na AIM rolą Autoryzowanych Doradców jest usprawnienie funkcjonowania nieobjętych normami prawnymi obszarów alternatywnego rynku⁵⁸⁶.

Współczesny rynek kapitałowy, a zatem również alternatywne systemy obrotu, wymagają od ustawodawcy elastycznego podejścia do działań legislacyjnych. Podejścia, które będzie uwzględniało nie tylko oczywisty stan rzeczy, tj. niemożliwość (zarówno z ekonomicznego, jak i jurydycznego punktu widzenia) i niecelowość obszernej ingerencji prawnej we wszystkie obszary funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Ustawodawca powinien bowiem poszukiwać swego rodzaju wsparcia dla działań legislacyjnych w działalności regulacyjnej podmiotów prowadzących alternatywny system. Te z kolei, tworząc pozaprawne normy oddziaływania na system, powinny uwzględniać te reguły wynikające z praktyk rynkowych, których przestrzeganie może pozytywnie oddziaływać na decyzje inwestorskie. Pozaprawne normy nie muszą też zawsze oddziaływać na relacje kontraktowe w taki sam sposób jak np. postanowienia

⁵⁸⁴ Zasady te zawarte są w załączniku nr 2 do uchwały Zarządu GPW S.A. nr 795/2008 z dnia 31 października 2008 r.

⁵⁸⁵ Lecz także prowadzenia przejrzystej polityki informacyjnej, z wykorzystaniem nowoczesnych technologii, na temat działalności swojego przedsiębiorstwa.

⁵⁸⁶ Usprawnienie to ma oczywiście też polegać na monitorowaniu przestrzegania prawa przez emitentów.

regulaminów. Nie można bowiem zmuszać emitentów do przestrzegania zasad ładu korporacyjnego czy kanonów dobrych praktyk. „Miękkie” oddziaływanie, poprzez wprowadzenie obowiązku informowania o stosowaniu się do norm formułowanych dla alternatywnych systemów obrotu, może okazać się bardziej skuteczne niż przymus wynikający naturalnie z norm prawnych. Specyfika rynku kapitałowego polega m.in. na tym, że niezwykle istotną rolę odgrywa na nim informacja. Działalność regulacyjna podmiotów prowadzących alternatywne systemy powinna zatem w dużej mierze koncentrować się na zobowiązaniu emitentów (i innych podmiotów, jak np. Autoryzowani Doradcy) do przekazywania wyczerpujących wyjaśnień na temat podejmowanych decyzji mogących mieć jakikolwiek wpływ na wartość instrumentów finansowych.

Mając to na względzie, należy też uznać, że szczególną rolę, zwłaszcza w zakresie wspierania wdrażania Kanonu Dobrych Praktyk, powinny odgrywać organy nadzoru, choć rola ta nie powinna polegać na stosowaniu jakiegokolwiek przymusu. Jednakże organ nadzoru, monitorując rynek również pod względem stosowania dobrych praktyk powinien nieustannie informować (podejmując stosowne uchwały) o trendzie i poszczególnych zasadach, które mają pozytywny wpływ na funkcjonowanie rynku. W tym znaczeniu regulację prawną zawartą w art. 44 i art. 45 ustawy o OIF należy ocenić pozytywnie, choć jak już zaznaczono, nie byłoby błędem wprowadzenie przepisu prawnego, który nakładałby dodatkowy obowiązek informacyjny polegający na przekazywaniu informacji na temat zakresu stosowania w praktyce danej spółki zasad ładu korporacyjnego czy dobrych praktyk.

Zakończenie

Realizując podstawowy cel badawczy pracy, ustalono, że model regulacji prawnej funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, który w sposób najwłaściwszy wyraża istotę tych systemów, a jednocześnie zachowuje kluczową dla funkcjonowania rynku kwestię bezpieczeństwa obrotu, powinien zakładać ingerencję prawną w płaszczyzny konstytutywne dla funkcjonowania systemu, z jednoczesnym pozostawieniem dużej swobody regulacyjnej podmiotom wyspecjalizowanym, jakimi są organizujące systemy przedsiębiorstwa inwestycyjne czy giełdy, tym bardziej, że podlegają one, również w zakresie działalności regulacyjnej, nadzorowi KNF. Głębsza ingerencja prawna powinna dotyczyć tylko zakresu podmiotów uprawnionych do organizowania systemu oraz warunków, jakie musi spełnić system, a także bycia uczestnikiem systemu depozytowo-rozliczeniowego. W pozostałym zakresie, w tym na płaszczyźnie obowiązków informacyjnych, znacznie bardziej efektywnym i nienaruszającym bezpieczeństwa obrotu jest tworzenie ogólnych ram regulacyjnych.

Efektywne funkcjonowanie całego systemu finansowego wymaga bez wątpienia podejmowania działań, których zasadniczym celem powinno być minimalizowanie ryzyka, minimalizowanie kosztów transakcji oraz maksymalizowanie bezpieczeństwa usług świadczonych w obrębie systemu. Osiągnięcie tego celu w dużej mierze warunkowane jest odpowiednimi działaniami regulacyjnymi. Ingerencja prawna w funkcjonowanie poszczególnych składników systemu finansowego może posiadać różne stopnie intensywności i mieć np. charakter działań zapobiegawczych, związanych z głębszą ingerencją regulacyjną, lub też działań, które określa się w literaturze jako paliatywne, związanych z pewną powściągliwością regulacyjną. Ta intensywność miarkowana musi być m.in. poprzez odnoszenie się do istoty części systemu finansowego podlegającej ingerencji.

Podstawową częścią całego systemu finansowego w gospodarce rynkowej jest niewątpliwie rynek kapitałowy, będący segmentem rynku finansowego i miejscem nasilonej mobilizacji kapitałów. Cechą wyróżniającą rynek kapitałowy jest struktura czasowa strumieni pieniężnych skutkujących alokacją kapitału. Przestrzeń czasowa, jakiej dotyczą instrumenty finansowe rynku kapitałowego stwarza jednak dodatkowe zagrożenia, nie tylko dla inwestorów, ale również dla samych emitentów, a w konsekwencji dla działania rynku. Są to zagrożenia typowe również dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Stawia to przed prawodawcą szczególne wyzwania, gdyż ten, wprowadzając regulacje prawne, zmuszony jest wyważyć pomiędzy bezpieczeństwem obrotu a rynkowymi zachowaniami uczestników alternatywnego rynku. Każda ingerencja

prawna ze swej natury ogranicza bowiem obrót. Ostatecznie zatem kluczowym zagadnieniem staje się, po pierwsze, objęcie regulacją prawną tylko tych obszarów funkcjonowania rynku, które są istotne dla zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, po drugie, tylko w takim zakresie, który nie spowoduje znaczących zakłóceń podstawowych mechanizmów alternatywnych systemów obrotu i utraty osobliwego ich charakteru poprzez wprowadzanie rozwiązań typowych dla rynku regulowanego.

Istotne znaczenie dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi ma dematerializacja papierów wartościowych, która pozwala na obniżenie kosztów związanych z przechowywaniem papierów wartościowych, co przy wielkości współczesnych obrotów na alternatywnych rynkach, nawet jeśli są one mniejsze niż na rynkach regulowanych, ma zasadnicze znaczenie. Ponadto dematerializacja papierów wartościowych wpływa też niewątpliwie na wzrost bezpieczeństwa obrotu poprzez wyeliminowanie tradycyjnych ryzyk przypisywanych formie dokumentowej, przede wszystkim wyeliminowanie ryzyka utraty dokumentu. Mając właśnie na względzie znaczenie dematerializacji papierów wartościowych dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi, należy uznać, iż rozwiązania przyjęte w ustawie o OIF, pozostawiające swobodę odnośnie do podjęcia decyzji o dematerializacji papierów wartościowych emitentowi, są nie do przyjęcia. Stąd należy sformułować postulat dokonania zmian w ustawie i w tym zakresie wyjątkowo zbliżyć wymogi stawiane obrotowi instrumentów finansowych w alternatywnym systemie do wymogów rynku regulowanego.

Prawo rynku kapitałowego stanowi konglomerat norm, które można rekonstruować na podstawie różnych źródeł, stąd też mają one różny charakter prawny. Na prawo rynku kapitałowego składają się nie tylko ustawy stanowiące trzon źródeł tego prawa, tj. ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, ustawa o ofercie publicznej, ale także np. k.s.h., Prawo bankowe, ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Wszystkie wymienione akty prawne zawierają normy istotne dla funkcjonowania rynku kapitałowego. Obok norm prawnych, dla sfery funkcjonowania rynku kapitałowego istotne znaczenie mają normy, które można określić mianem norm pozaprawnych. Bezspornie powinny one być w zakresie nakazów, zakazów lub upoważnień zgodne z dyspozycjami norm prawnych kształtujących prawo rynku kapitałowego. Niemniej jednak powinny również stanowić pewnego rodzaju uzupełnienie.

De lege lata uprawniony jest podział rynku kapitałowego na rynek regulowany i rynek nieregulowany, chociaż ustawodawca nie posługuje się w zasadzie zwrotem „rynek nieregulowany”. Niemniej jednak wykładnia językowo-logiczna przepisów ustawy o OIF pozwala na przyjęcie takiego podziału. Zgodnie bowiem z art. 15 ust. 1 rynek

regulowany obejmuje: rynek giełdowy i rynek pozagiełdowy. *A contrario* zatem rynki nie będące rynkami giełdowymi lub pozagiełdowymi z prawnego punktu widzenia należy określać jako rynki nieregulowane. Tego rodzaju podział ułatwia zrozumienie zasadniczych odmienności pomiędzy alternatywnymi systemami obrotu (będącymi rynkami nieregulowanymi) a rynkami, które z jurydycznego punktu widzenia mają charakter rynków regulowanych.

Specyfika alternatywnych rynków powoduje, że powinny się do nich odnosić nieco odmienne zasady i regulacje niż te, które są charakterystyczne dla rynków regulowanych. Zresztą na odmiennosc alternatywnych systemów wskazują same przepisy definicyjne zawarte w dyrektywie 2004/39/WE oraz w ustawie o OIF, zgodnie z którymi systemy są organizowane poza rynkiem regulowanym. Zrozumieniu odmienności alternatywnych systemów obrotu sprzyja też z pewnością odniesienie się do ich ekonomicznej natury poprzez pryzmat samej genezy systemów. Powstały one, i nadal pełnią taką samą rolę, jako część rynku kapitałowego wypełniająca na nim lukę. Rynki regulowane poprzez naturalne, zaostrome wymogi stanowią barierę dla małych i średnich przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa te nie mają zatem możliwości pozyskiwania kapitału długoterminowego za pośrednictwem rynku regulowanego, a tym samym nie mogą korzystać z dobrodziejstw rynku kapitałowego polegających m.in. na możliwości relatywnie taniego (w porównaniu np. z rynkiem kredytowym) finansowania inwestycji. Konieczne zatem stało się stworzenie platform obrotu instrumentami finansowymi, które stanowiłyby znaczne udogodnienie w obrocie instrumentami finansowymi, a jednocześnie umożliwiłyby uczestnictwo na rynku kapitałowym przedsiębiorstw, które pozostają poza nim. Taką rolę pełnią właśnie alternatywne systemy obrotu, stanowiąc swego rodzaju uzupełnienie dla rynku. Ta osobliwość alternatywnych systemów obrotu jest dostateczną inspiracją do zdefiniowania w literaturze nowej funkcji systemów (obok typowych dla rynku kapitałowego), którą można określić jako funkcję suplementacyjną.

Realizacji postawionego celu badawczego pomogły też odniesienia do pierwszego w Europie i zarazem modelowego alternatywnego rynku, jakim jest Alternative Investment Market (AIM) utworzony przez londyńską giełdę (LSE). AIM jest systemem relatywnie słabo sformalizowanym i zarazem modelem „naśladowanym” przez wiele europejskich systemów, w tym polski NewConnect. AIM, mimo mało rygorystycznej regulacji prawnej, adresowanej przede wszystkim do małych i średnich przedsiębiorstw, jest, na co warto zwrócić uwagę, rynkiem charakteryzującym się dużym, porównywalnym z rynkami regulowanymi, zaufaniem inwestorów. Jednocześnie jest to system, który zarówno w praktyce, jak i w literaturze charakteryzowany jest jako wykazujący wysoki stopień bezpieczeństwa. Poza ramową regulacją prawną odnoszącą się do zupełnie podstawowych materii, takich jak np. ograniczenie odnośnie do podmiotów

uprawnionych do prowadzenia systemu czy obowiązków informacyjnych spółek publicznych, podstawą działalności AIM jest regulamin wydany przez LSE (*AIM Rules for Companies*), zawierający w zasadzie wszystkie szczegółowe regulacje rynku. U podstaw samoregulacji AIM leżą trzy zasadnicze założenia:

- spółki wchodzące na rynek nie mogą podlegać znacznym kryteriom przyjęć;
- obowiązki dotyczące spółek notowanych powinny być relatywnie mniejsze niż te, które są formułowane w odniesieniu do spółek notowanych na rynku regulowanym;
- zasady ładu korporacyjnego czy dobre praktyki nie są obowiązkowe dla spółek notowanych na AIM, jednak są one rekomendowane przez organizatora systemu, co w wyniku działania mechanizmów rynkowych skutkuje tym, iż większość spółek stosuje się do tych zasad.

Swego rodzaju determinantą rozwoju AIM jest bez wątpienia koncepcja tzw. NOMAD (*nominated adviser*), którym może być jedynie spełniający określone wymogi doradca w zakresie finansowania przedsiębiorstw. Spółki notowane na AIM zobowiązane są do zawarcia umowy i stałej współpracy z NOMAD. Brak wyznaczonego wyspecjalizowanego doradcy powoduje automatycznie zawieszenie notowań instrumentów finansowych takiej spółki. Fakt, iż spółka musi korzystać z usług NOMAD powoduje niewątpliwie profesjonalizację samego systemu i prowadzi do zwiększenia zaufania inwestorów, co ostatecznie przekłada się na rozwój alternatywnego systemu obrotu. Jednocześnie rola, jaką pełnią NOMAD, z pewnością sprzyja osiągnięciu podstawowego celu regulacyjnego: osiągnięciu wysokiego stopnia bezpieczeństwa systemu i jednocześnie zachowaniu jego natury przejawiającej się w relatywnie słabszych wymogach niż te, które dotyczą rynków regulowanych. Mniejsze wymogi są jednak możliwe dzięki działalności profesjonalnych podmiotów.

Uznano, iż modelowość regulacji AIM nie może oczywiście polegać na implementowaniu wszystkich szczegółowych rozwiązań, gdyż te, w ogólnie stworzonych w dyrektywie 2004/39/WE ramach, powinny uwzględniać specyfikę lokalną. Modelowy jest jednak sam schemat: ramowa regulacja prawna tylko w zakresie podstawowych płaszczyzn funkcjonowania systemu; duża aktywność regulacyjna podmiotu prowadzącego system; obligatoryjne wsparcie emitentów przez profesjonalny podmiot.

W wyniku analizy regulacji zawartych w prawie unijnym i prawie polskim przyjęto, że alternatywne systemy obrotu są systemami, na które składają się następujące elementy:

- normy prawne, regulujące zasady organizowania i funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu;

- normy pozaprawne, takie jak np. zawarte w regulaminach funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu (niezależnie od tego, że stanowią one w dużej mierze *lex contractus*), *corporate governance* czy tzw. dobre praktyki;
- organizatorzy rynku, tj. przedsiębiorstwa inwestycyjne lub podmioty prowadzące rynek regulowany;
- uczestnicy alternatywnych systemów obrotu oraz członkowie wspomagający funkcjonowanie tego rynku;
- organy sprawujące nadzór.

Efektywne i zarazem bezpieczne funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu warunkowane jest w ogromnej mierze prawidłową zakresowo ingerencją prawną. Istotne zatem stało się wyróżnienie konstytutywnych dla ich działania płaszczyzn, do których zaliczono:

- sferę podmiotów uprawnionych do organizowania alternatywnych systemów obrotu,
- minimalne warunki, jakie musi spełnić alternatywny system obrotu,
- system depozytowo-rozliczeniowy,
- obowiązki informacyjne,
- nadzór nad działalnością alternatywnych systemów obrotu.

Wymienione płaszczyzny determinują powstanie systemu, a brak którejkolwiek z nich uniemożliwia funkcjonowanie. Niemniej jednak kluczowe, z uwagi na realizację postawionego celu badawczego, stało się ustalenie granic ingerencji prawnej, biorąc pod uwagę charakter prawny alternatywnych systemów obrotu.

Konstytucja RP opiera system gospodarczy na czterech kanonach. Pierwszym z nich jest wyrażona w art. 20 Konstytucji RP zasada społecznej gospodarki rynkowej opartej na wolności działalności gospodarczej, własności prywatnej oraz solidarności, dialogu i współpracy partnerów społecznych. Drugim z kolei jest wyrażona w art. 20, art. 21 i art. 64 Konstytucji RP konstytucyjna ochrona własności. Trzecią ogólną ideą jest wolność gospodarcza oparta o normy zawarte w art. 20 i art. 22 Konstytucji RP. Wolność ta dotyczy zarówno podejmowania, jak i prowadzenia działalności gospodarczej, przy czym dopuszczalne jest wprowadzanie ustawowych warunków ograniczających wolność gospodarczą, gdy jest to uzasadnione ważnym interesem publicznym. Czwartym i ostatnim kanonem jest zasada solidarności i dialogu wyrażona w art. 20 Konstytucji RP.

Biorąc pod uwagę próbę poszukiwania modelu regulacji prawnej funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu, który w sposób najwłaściwszy wyrażałby istotę tych systemów i jednocześnie zapewniał wysoki stopień bezpieczeństwa, zasadnicze znaczenie mają konstytucyjne normy kształtujące wolność gospodarczą, a także dopuszczalne

jej ograniczenia, lecz także wyrażona w art. 2 Konstytucji RP norma konstytucyjna, zgodnie z którą Rzeczpospolita jest demokratycznym państwem prawnym, urzeczywistniającym zasady sprawiedliwości społecznej. Norma ta konstytuuje zasadę prawną państwa sprawiedliwości społecznej, której doniosłość jest związana m.in. z jej nadrzędnością aksjologiczną w stosunku do innych norm systemu prawnego. Właśnie ta nadrzędność aksjologiczna pozwala na odnoszenie zasady sprawiedliwości społecznej do kontekstu gospodarczego, który jest oczywisty i bez wątplenia koresponduje z koniecznością urzeczywistniania reguł sprawiedliwości w różnych obszarach życia gospodarczego. Zasadę państwa sprawiedliwości społecznej należy też odnosić do norm kształtujących funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi.

Konstytucyjny nakaz przestrzegania reguł sprawiedliwości społecznej nakłada na organy władzy publicznej obowiązek podejmowania działań zmierzających do osiągnięcia stanu sprawiedliwości społecznej, przy czym stopień, w jakim organy władzy publicznej mogą osiągnąć tak określony cel, zależy od faktycznych i prawnych możliwości. Tym samym, jeżeli przyjąć że zasada sprawiedliwości społecznej powinna być rozumiana jako konieczność społecznego uzasadnienia działań państwa podjętych w stosunku do gospodarki, to konsekwentnie należy też uznać, że miarą proporcji ingerencji prawnej w sferę funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu będą podstawowe kryteria sprawiedliwości społecznej. Mając na względzie te właśnie kryteria, można z łatwością przyjąć uzasadnienie aksjologiczne i prawne dla działań odnoszących się choćby do ograniczania kręgu podmiotów, które mogą organizować i prowadzić alternatywny obrót instrumentami finansowymi, pomimo tego, że pozornie takie ograniczenia naruszają nie tylko zasadę sprawiedliwości, ale także wolność gospodarczą. Należy stwierdzić, że wartości wynikające z zasady sprawiedliwości zmuszają wręcz ustawodawcę do ograniczenia wolności gospodarczej, jeżeli przedmiotem działalności jest nie tylko świadczenie usług wymagających specjalistycznej wiedzy i zapewnienia odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa, ale gdy usługi te, świadczone w sposób nieprofesjonalny, mogą oddziaływać negatywnie na całą gospodarkę. Prowadzenie alternatywnego systemu przez podmiot niebędący w stanie zapewnić bezpieczeństwa obrotu i sprostać licznym wymaganiom, w tym wymaganiom technicznym, skutkowałoby dość szybko utratą zaufania inwestorów, a ostatecznie mogłoby prowadzić do załamania alternatywnego rynku.

Idea wolności gospodarczej, dla której podstawę aksjologiczną stanowi niewątpliwie zasada państwa sprawiedliwości społecznej, jest stosownie do treści art. 20 Konstytucji RP podstawą gospodarki rynkowej. Nie jest jednak ideą zasługującą na bezwzględną ochronę. Świadczą o tym jednoznacznie normy konstytucyjne zawarte w przepisach art. 22 i art. 31 ust. 3 Konstytucji RP. Granice wolności gospodarczej wyznacza między

innymi bezpieczeństwo publiczne. W odniesieniu do zagadnień stanowiących przedmiot badań należy stwierdzić, iż granice te wyznacza bezpieczeństwo funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu.

Na podstawie wskazanych norm konstytucyjnych ukierunkowane działania ustawodawcy muszą powinny mieć charakter systemowy i zmierzać przede wszystkim do:

- ramowego wyznaczenia celów ustawodawczych, którymi powinny być: zachowanie charakteru alternatywnych systemów obrotu, jako pozostających poza rynkiem regulowanym platform ułatwiających obrót instrumentami finansowymi, z jednoczesnym zapewnieniem wysokiego poziomu bezpieczeństwa;
- biorąc pod uwagę praktykę obrotu i naturę alternatywnych systemów obrotu, wyznaczenia płaszczyzn, które powinny być objęte regulacją prawną;
- dokonania oceny, które płaszczyzny funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu i w jakim zakresie powinny być objęte pozaprawnymi normami.

Ingerencja prawna w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu musi dotyczyć z pewnością konstytucyjnych płaszczyzn funkcjonowania systemu, przy czym nie we wszystkich obszarach powinna być równie głęboka i szczegółowa. Bez wątpienia sferę podmiotów prowadzących alternatywny system należy traktować jako tę, w której ograniczenia muszą być najdalej idące. *De lege lata* prawidłowo przyjęto, iż prowadzącym alternatywny system może być tylko przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot prowadzący rynek regulowany (giełda). Możliwość prowadzenia alternatywnych systemów, z uwagi na potrzebę zachowania bezpieczeństwa i zarazem efektywności systemu, musi być ograniczona do podmiotów, które w minimalnym przynajmniej stopniu zapewniają osiągnięcie podstawowych celów. Zbyt duża swoboda mogłaby bowiem skutkować załamaniem bezpieczeństwa systemów, a w konsekwencji dezorganizacją rynku poprzez zupełnie niekontrolowaną utratę lokowanych przez inwestorów środków.

Kolejną płaszczyzną, w którą ingerencja prawna powinna ze względów bezpieczeństwa być relatywnie głęboka, są warunki, jakie musi spełniać alternatywny system obrotu. Określenie wymogów kapitałowych czy warunków technicznych, jakie musi spełniać podmiot prowadzący alternatywny system, wymaga uregulowań prawnych i systemowo jest też konsekwencją ograniczeń ustawowych odnoszących się do kręgu podmiotów mogących prowadzić system. Zasadniczo regulacja prawna odnosząca się do tej materii zasługuje na aprobatę. Nie jest jednak pozbawiona mankamentów, gdyż nie zabezpiecza w pełni alternatywnych systemów obrotu instrumentami finansowymi jako stosunkowo nowej instytucji na rynku kapitałowym, która dla części przedsiębiorców jest ważnym elementem w optymalizowaniu źródeł przychodu. Fakt, że w praktyce,

w tym w Polsce, głównie giełdy organizują alternatywne systemy obrotu, sprawia, że pojawia się potencjalne zagrożenie w postaci możliwości traktowania systemów jako konkurencji. Celowe zatem byłoby wprowadzenie przepisów prawnych zakazujących podmiotom, które prowadzą jednocześnie rynek regulowany i alternatywny system obrotu, jakiegokolwiek działalności regulacyjnej, której celem byłoby nakładanie na uczestników alternatywnego rynku wymogów zbliżonych do rynku regulowanego.

Powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej stanowi niewątpliwie kolejną konstytutywną płaszczyznę alternatywnych systemów obrotu. Rzetelna i powszechnie dostępna informacja ma dla alternatywnych systemów obrotu kluczowe znaczenie. Wobec faktu, że stanowią one ze swej istoty platformę ułatwiającą obrót instrumentami finansowymi, z licznymi udogodnieniami i relatywnie mniejszymi wymogami, efektywność informacyjna powinna stanowić płaszczyznę równoważącą w pewnym stopniu minimalizowanie wymogów. Całość infrastruktury alternatywnego systemu obrotu powinna służyć równemu i prostemu dostępowi do informacji mogących mieć wpływ na decyzje inwestycyjne. Zasadę tę wyznaczają zatem dwa podstawowe wymogi: informowania rynku przez emitentów oraz równy (niedyskryminujący nikogo) dostęp do informacji. Spółki notowane w alternatywnym systemie nie powinny jednak podlegać tym samym ustawowym obowiązkom informacyjnym, które nałożone są na spółki notowane na rynkach regulowanych. *De lege lata* prawidłowo zatem ustawodawca zwolnił spółki notowane w alternatywnym systemie z konieczności realizacji wielu uciążliwych i kosztownych obowiązków informacyjnych przy wprowadzaniu instrumentów finansowych do systemu, a także dotyczących przekazywania informacji już po przystąpieniu do systemu. Zbyt głęboka ingerencja prawna w tym zakresie spowodować by mogła nałożenie obowiązków, których wypełnienie stałoby się zbyt uciążliwe dla emitentów. Znacznie bardziej funkcjonalnym rozwiązaniem jest zatem pozostawienie podmiotom prowadzącym alternatywny system pewnej swobody regulacyjnej odnoszącej się do obowiązków informacyjnych. Takie rozwiązanie mieści się nie tylko w granicach wolności gospodarczej, ale pozwala też na zachowanie natury ekonomicznej alternatywnych systemów. Nie można bowiem zapomnieć, że działalność regulacyjna organizatorów systemu poddawana jest nadzorowi KNF, który zatwierdza wszelkie zmiany w regulaminach.

Schemat regulacyjny w zakresie obowiązków informacyjnych powinien zatem wyglądać następująco:

- ustawodawca wprowadza podstawowe ramy prawne dla obowiązków informacyjnych (konieczność sporządzenia i upublicznienia dokumentu informacyjnego przy wprowadzaniu instrumentu finansowego do obrotu, okresowych raportów, sprawozdań finansowych i innych informacji niezbędnych do podejmowania decyzji inwestycyjnych, jak np. plany rozwoju);

- podmiot prowadzący system w regulaminie uszczegóławia te obowiązki, dostosowując ich zakres do potrzeb systemu mierzonych jego efektywnością i bezpieczeństwem oraz koniecznością zachowania naturalnych dla systemu udogodnień;
- KNF prowadzi nadzór nad działalnością regulacyjną w tym zakresie.

Rozwiązania przyjęte w odniesieniu do obowiązków informacyjnych co do zasady są prawidłowe. Brak jednak w regulacjach prawnych przepisów, które nakładałyby na spółki notowane w alternatywnym systemie obrotu obowiązek zachowywania pewnej konsekwencji. Aktualnie w praktyce problemem jest podawanie różnych, niemających wiele wspólnego z rzeczywistością informacji, które następnie nie są w żaden sposób weryfikowane, choć stanowią podstawę dla podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wydaje się zatem słuszne sformułowanie postulatu wprowadzenia przepisu, który obligełby spółki do składania wyjaśnień w zakresie zrealizowanych bądź nie projektów, podawania pewnych informacji lub ich pomijania. Taki obowiązek nie byłby nadmiernym obciążeniem, a jedynie zwiększałby efektywność informacyjną. Postulat obejmuje zresztą również obowiązek informowania przez spółki o wdrażaniu systemów przestrzegania zasad ładu korporacyjnego czy dobrych praktyk, które nie mają obligatoryjnego charakteru.

Procesy zachodzące we współczesnej gospodarce, jej dynamika, wieloaspektywność i innowacyjność powodują, że podlega ona szybkiej ewolucji. Stąd też kształt gospodarki nie ma charakteru stałego, a z pewnością nigdy nie jest to kształt ostateczny. W konsekwencji właśnie ta dynamika ewolucyjna powoduje, że regulacja prawna procesów zachodzących w gospodarce jest nie tylko trudna, ale często wręcz wymyka się nawet najsprawniejszemu ustawodawcy. Wydaje się, iż antidotum na takie zagrożenie nie musi być nadaktywność ustawodawcy polegająca na dążeniu do poprawy regulacji prawnej poprzez tworzenie kolejnych. Sytuacja, w której nie istnieje odpowiednia dla rozstrzygnięcia danego stanu rzeczy norma prawna lub też jej skonstruowanie nie przynosi oczekiwanych efektów, nie powinna automatycznie skutkować podjęciem działań prawodawczych w celu stworzenia właściwej, brakującej normy prawnej, lecz odnalezieniem odpowiedniego rozwiązania wśród norm pozaprawnych. Takie działania, jak się wydaje, mogą być nie tylko bardziej skuteczne, ale także słuszniejsze, biorąc pod uwagę konstytucyjną zasadę pewności prawa.

Istotną rolę w wyznaczaniu granic ingerencji prawnej w funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu odgrywa zatem konstytucyjna zasada pomocniczości. Powinna stanowić ona nie tylko wskazówkę dla ustawodawcy, ale też swoisty pomost pomiędzy działaniami ustawodawcy a podmiotami prowadzącymi alternatywny system, które powinny współkształtować zbiór norm regulujących funkcjonowanie systemu.

Konstytucyjna zasada pomocniczości musi zatem stanowić bazę, na której ustawodawca wyznaczy ramy regulacyjne. Na ich podstawie, mając większe możliwości aktywnego oddziaływania na procesy gospodarcze, muszą powstawać pozaprawne normy funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu. Stąd dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu duże znaczenie mają regulaminy wprowadzane przez podmioty prowadzące alternatywny system, ale także działania organizatora wpływające na wdrażanie zasad ładu korporacyjnego czy dobrych praktyk. Znaczącą rolę odgrywają też Autoryzowani Doradcy, których działalność stanowić powinna swoisty, profesjonalny bufor bezpieczeństwa.

Bibliografia

- Ackoff R., *O system pojęć systemowych*, „Prakseologia” 1973, nr 2 (46).
- Adamska A., *Publiczny rynek pierwotny w Polsce na tle tendencji światowych*, (w:) *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, red. S. Buczek, A. Fierla, Warszawa 2008.
- Aggarwal R., *Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2002, No. 15/1.
- Ahdieh R.B., *From “Federalization” to “Mixed Governance” in Corporate Law: A Defense of Sarbanes-Oxley*, „Buffalo Law Review” 2005, No. 53.
- Allen F., Herring R., *Banking Regulation versus Securities Market Regulation*, „Whar-ton Working Paper” 2001, No. 1-29.
- Aluchna M., *Dobre praktyki corporate governance. Światowe tendencje a polskie doświadczenia*, „E-Mentor” 2008, nr 2/24.
- Ambroziewicz A., *Podpis elektroniczny – pojęcie i funkcje w obrocie*, „Przegląd Sądowy” 2001, nr 1.
- Antkiewicz S., *Usługa zarządzania portfelem wierzycielskich papierów wartościowych*, „Prawo Bankowe” 2006, nr 3.
- Aroskar R., Sarkar S.K., Swanson P.E., *European Foreign Exchange Market Efficiency: Evidence Based on Crisis and Non-Crisis Periods*, „International Review of Financial Analysis” 2004, vol. 13, No. 3.
- Arshadi N., *NYSE, NASDAQ, and Alternative Trading Systems: An Evaluation of the SEC’s Proposal Toward a National Market System*, *Financial Markets*, „Institutions and Instruments” 1998, Vol. 7, Issue 5.
- Bainbridge S.M., *Sarbanes-Oxley: Legislating in Haste, Repenting in Leisure*, 10–15. UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper Series, Research Paper, 2006, No. 06-14.
- Barth J., Caprio G., Levine R., *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?*, „Journal of Financial Intermediation” 2004, vol. 13, Issue 2.
- Bartolini L., Hilton S., Prati A., *Money Market Integration*, *Journal of Money*, „Credit and Banking”, February 2008, vol. 40, Issue 1.
- Bator A., *Użycie normy prawnej w regulacji stosunków gospodarczych*, Wrocław 2000.
- Baumbach A., Hefermehl W., *Wechselgesetz und Scheckgesetz*, München 1995.
- Bączyk M., (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000.
- Bąkowski T., *Administracyjnoprawna sytuacja jednostki w świetle zasady pomocniczości*, Warszawa 2007.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Makroekonomia*, Warszawa 2003.
- Bem D., *Podstawowe pojęcia z zakresu ubezpieczeń*, (w:) *Propedeutyka finansów*, red. L. Szyszko, Warszawa 2004.

- Bencivenga V.R., Smith B.D., *Transaction Costs, Technological Choice and Endogenous Growth*, „Journal of Economic Theory” 1995, No. 67.
- Biddle G.C., Saudagaran S.M., *The Effects of Financial Disclosure Levels on Firms, Choices Among Alternative Foreign Stock Exchange*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 1989, No. 1.
- Bień W., *Rynek finansowy*, Warszawa 1988.
- Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2004.
- Biernat S., Wasilewski A., *Wolność gospodarcza w Europie*, Kraków 2000.
- Binek B., Heciak P., Stępniewska M., Waltz-Komierowska D., *Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych*, Warszawa 2006.
- Blicharz R., *Kryteria nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w świetle prawnych form jej działania*, (w:) *Instrumenty i formy prawne działania administracji gospodarczej*, red. B. Popławska, K. Kokocińska, Poznań 2009.
- Błaszczuk P., *Przyszłość europejskiego prawa spółek i ładu korporacyjnego w najnowszym Planie działania (Action Plan) Komisji Europejskiej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 4.
- Borowski A., *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Warszawa 2005.
- Braasch B., *Financial Market Crisis and Financial Market Channel*, „Intereconomics – Review of European Economic Policy”, March-April 2010, vol. 45.
- Bratton W.W., McCahery J.A., *The Equilibrium Content of Corporate Federalism*, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper Series, 2004, No. 23.
- Brigham E.F., Houston J.F., *Fundamental of Financial Management*, Forth Worth 2001.
- Buczek S., Kołatkowski M., (w:) *Asset Management – zarządzanie aktywami w Polsce*, red. S. Buczek, Warszawa 2006.
- Bukowski S., *Międzynarodowa integracja rynków finansowych*, Warszawa 2011.
- Bushee B.J., Leuz Ch., *Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation*, Working Paper of the Wharton Financial Institutions Center, February 2003.
- Calvo G.A., Mendoza E.G., *Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets*, „Journal of International Economics” 2000, vol. 51, No. 1.
- Cao Ch., Ghysels E., Hatheway F., *Price Discovery without Trading: Evidence from the Nasdaq Preopening*, „The Journal of Finance” 2000, vol. LV, No. 3.
- Carlione A., Piselli P., Trebeshi G., *Emerging Markets Spreads and Global Financial Conditions*, „Journal of International Markets, Institutions and Money” 2009, No. 19.
- Cejmer M., *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*, Warszawa 2006.
- Chełmoński A., (w:) A. Borkowski, A. Chełmoński, M. Guziński, K. Kiczka, L. Kieres, T. Kocowski, *Administracyjne prawo gospodarcze*, Wrocław 2003.

- Chład J., *Zakres zastosowania przepisów o insider trading do Alternatywnego Systemu Obrotu*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2009, nr 1.
- Chłopecki A., (w:) *System Prawa Prywatnego*, tom 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006.
- Chłopecki A., *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, (w:) *System Prawa Prywatnego*, tom 19, *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006.
- Chłopecki A., *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 11.
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003.
- Chłopecki A., Sobolewski L., (w:) *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, red. L. Sobolewski, Warszawa 1999.
- Choduń A., *Język prawny a język potoczny*, (w:) *Język – Prawo – Społeczeństwo*, Opole 2004.
- Christiansen H., Koldertsova A., *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2009, Issue 1.
- Chróścielewski W., *Akt administracyjny generalny*, Łódź 1994.
- Ciapała J., *Konstytucyjna wolność działalności gospodarczej w RP*, Szczecin 2009.
- Cieśliński A., *Konstrukcja prawna swobód rynku wewnętrznego Unii Europejskiej*, Wrocław 2013.
- Clark Ch.R., *Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too*, „Georgia State University Law Review” 2005.
- Coffee J.C., *Competition Versus Consolidation: The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation*, „The Business Lawyer” 1995, No. 50.
- Colombelli A., *Alternative Investment Market: A Way to Promote Entrepreneurship*, „Journal of Industry, Competition and Trade”, September 2010.
- Conner K.R., *Strategies for Product Cannibalism*, „Strategic Management Journal” 1988, vol. 9, Special Issue: Strategy Content Research.
- Conrad J., Johnson K.M., Wahal S., *Institutional Trading and Alternative Trading System*, „Journal of Financial Economics” 2003, vol. 70, Issue 1.
- Czachórski W., *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Warszawa 1999.
- Czech T., *Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej oraz instrumentów finansowych według MiFID*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009.
- Czekaj J., (w:) *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Warszawa 2008.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Warszawa 2001.
- Czerniawski R., Rapacka A., *Pomiędzy prawem a finansami. Poradnik członka rady nadzorczej spółki akcyjnej*, Warszawa 2007.

- Dabin L., *Régime juridique de marché financiers et des valeurs mobilières*, Bruxelles 2010.
- Davidoff S.M., *Paradigm Shift: Federal Securities Regulation in the New Millennium*, Wayne State University Law School Research Paper No. 08-05.
- Davies P.L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence of Continuing Divergence*, „International and Comparative Corporate Law Journal” 2001, No. 2.
- Dąbrowska M., Wargacki M., *Alternatywne Systemy Obrotu ATS-y, a rynek papierów wartościowych – wyzwanie przyszłości*, (w:) *Rynek kapitałowy w przededniu integracji Polski z Unią Europejską*, red. W. Tarczyński, Szczecin 2004.
- Degryse H., Achter Van M., *Alternative Trading Systems and Liquidity*, „Paper prepared for SUERF – conference” 2001.
- Demetriades P., Hussein K., *Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries*, „Journal of Development Economics”, vol. 51.
- Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Law, Finance and Firm Growth*, „The Journal of Finance” 1998, vol. LIII, No. 6.
- Dermine J., *European Integration: Don't Put the Cart Before the Horse*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 2006, vol. 15 (May).
- Dębowska-Romanowska T., *Pojęcie systemu finansowego państwa oraz jego części składowe*, (w:) *Prawo finansowe*, red. W. Wójtowicz, Warszawa 1996.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Warszawa 2007.
- Dębski W., *Rynek walutowy i pieniężny. Wprowadzenie*, Kraków 2001.
- Dornbusch R., Park Y., Cleassens S., *Contagion: Understanding How it Spreads*, „The World Bank Research Observer” 2000, vol. 15, No. 2.
- Dorosz A., Puławski M., *Giędy pieniężne*, (w:) *Giędy w gospodarce światowej*, red. W. Januszkiewicz, Warszawa 1991.
- Durbin M., *All About Derivatives*, New York 2011.
- Dusza M., *Banki na rynku kapitałowym*, Warszawa 1992.
- Dutkiewicz P., *Problem aksjologicznych podstaw prawa we współczesnej polskiej filozofii i teorii prawa*, Rozprawy Habilitacyjne nr 317, Kraków 1996.
- Duwendag D., Ketterer K.H., Kusters W., Pohl R., Simmert D.B., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Warszawa 1995.
- Dworkin R., *Biorąc prawa poważnie*, Warszawa 1998.
- Dyl M., (w:) *System Prawa Prywatnego*, tom 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006.
- Dyl M., *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012.
- Dziawgo D., *Bank komercyjny na rynku finansowym*, (w:) *Bankowość*, red. J. Głuchowski, J. Szambelańczyk, Poznań 1999.
- Dziawgo D., *Rynek finansowy. Istota, instrumenty, funkcjonowanie*, Warszawa 2007.

- Ereciński T., (w:) *Komentarz do kodeksu postępowania cywilnego. Część pierwsza – postępowanie rozpoznawcze*, Warszawa 1997.
- Feder-Sempach E., *NewConnect i inne alternatywne rynki dla sektora MŚP w Europie*, (w:) *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Wrocław 2011.
- Fedorowicz Z., *Rynek pieniądza i rynek kapitału*, Warszawa 1999.
- Ferrarini G., *The European regulation of Stock Exchanges: New perspectives*, „Common Market Law Review” 1999, nr 36.
- Fojcik-Mastalska E., *Instytucja finansowa i instytucja kredytowa w projekcie nowelizacji Prawa bankowego*, „Prawo Bankowe” 2001, nr 5.
- Fojcik-Mastalska E., *Nowe definicje legalne w prawie rynku finansowego*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, nr 16.
- Fojcik-Mastalska E., *Nowe definicje legalne w prawie rynku finansowego*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, nr 16.
- Fojcik-Mastalska E., *Usługi i instytucje finansowe w Unii Europejskiej*, „Prawo Bankowe” 1998, nr 2.
- Frąckowiak-Adamska A., *Zasada proporcjonalności jako gwarancja swobód rynku wewnętrznego Wspólnoty Europejskiej*, Warszawa 2009.
- Freeman R.E., Reed D.L., *Stockholders and Stakeholders: a New Perspective on Corporate Governance*. „California Management Review” 1983, No. 25/3.
- Gizbert-Studnicki T., *Zasady i reguły prawne*, „Państwo i Prawo” 1988, nr 3.
- Glibowski K., (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2012.
- Glosten L., Milgrom P., *Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders*, „Journal of Financial Economics” 1985, No. 4.
- Głuchowski J., *Komisja Nadzoru Finansowego oraz Urząd Komisji Nadzoru Finansowego*, (w:) *System prawa finansowego*, t. 4. *Prawo walutowe, prawo dewizowe, prawo rynku finansowego*, red. J. Głuchowski, Warszawa 2010.
- Gołaczyński J., *Prawne i ekonomiczne aspekty komunikacji elektronicznej*, Warszawa 2003.
- Gomółka Z., *Elementy ogólnej teorii systemów*, Rozprawy i Studia, Uniwersytet Szczeciński 1999, t. CCCLXXXI, nr 307.
- Gorzela K., (w:) K. Gorzela, A. Braciszewska, J. Braciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe i towarowe instrumenty pochodne. Prawne aspekty obrotu*, Warszawa 2011.
- Goszczyk M., *Charakter prawny statutu spółki akcyjnej*, „Prawo Spółek” 1997, nr 3.
- Góral L., *Nadzór bankowy*, Warszawa 1998.
- Góral L., *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i w Polsce*, Warszawa 2011.

- Górecki M., *Informacje poufne na rynku kapitałowym – obowiązki, procedury, sankcje*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 1.
- Górecki M., *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2007, nr 1.
- Górski M., *Rynkowy system finansowy*, Warszawa 2007.
- Grabowski J., *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996.
- Griffin S., *Company Law Fundamental Principles*, London 2006.
- Gronkiewicz-Waltz H., *Bank centralny od gospodarki planowej do rynkowej. Zagadnienia administracyjnoprawne*, Warszawa 1992.
- Gruszczyńska-Broźbar E., *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Poznań 2007.
- Gruszecki T., *Instytucje i rynki finansowe*, Warszawa 1998.
- Grzegorzczak F., *Implementacja dyrektywy 2002/65/WE do krajowych porządków prawnych, (w:) Ochrona konsumenta usług finansowych*, red. B. Gnela, Warszawa 2007.
- Grzybowski S., *System prawa cywilnego*, t. III, cz. 2, Wrocław 1976.
- Grzywacz W., *Podstawy mikroekonomii*, Szczecin 2003.
- Gurley J., Shaw E., *Financial Aspects of Economic Development*, „American Economic Review” 1995, vol. 45.
- Hefermel W., Baumach A., *Wekselgesetz und Scheckgesetz. Kommentar*, München 1984.
- Herbet A., *Spółka cywilna. Konstrukcja prawna*, Warszawa 2008.
- Ho T.S.Y., Palacios M., Stoll H.R., *Dynamic Financial System: Complexity, Fragility and Regulatory Principles*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 2013, vol. 22.
- Hözl W., *Convergence of Financial System: Toward an Evolutionary perspective*, „Working Paper Vienna University of Economics and Business Administration” 2003, No. 31.
- Homstrom B., Tirole J., *Market Liquidity and Performance Monitoring*, „Journal of Political Economy” 1993, No. 101.
- Hopt K.J., Leyens P.C., *Board Models In Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in German, the United Kingdom, France, Italy*, „Law Working Papers” 2004, No. 18.
- Hsien-Yi L., *Efficiency Tests in Foreign Exchange Market*, „International Journal of Economics and Financial Issues” 2012, vol. 2, No. 2.
- Humphery-Jenner M., *Strong Financial Law Without Strong Enforcement: Is Good Law Always Better than No Law?*, „Journal of Empirical Legal Studies” 2013, vol. 10, Issue 2.
- Hudson A., *The Law of Financial Derivatives*, London 1997.

- Instytucje gospodarki rynkowej*, red. T. Włudyka, M. Smaga, Warszawa 2012.
- Iwanowicz-Drozdowska M., *Typologia i tendencje rozwojowe systemów gwarantowania depozytów*, (w:) *Systemy gwarantowania depozytów w Polsce i na świecie. Dziesięć lat Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, red. W. Baka, Warszawa 2005.
- Jackowicz K., *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych Unii Europejskiej*, (w:) *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanowicz-Drozdowska, Warszawa 2009.
- Jäggi P., Druey J.N., Greyerz C., *Wertpapierrecht*, Basel-Frankfurt am Main 1985.
- Jajuga K., *Podstawy inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Warszawa 2002.
- Jajuga K., *Rynki finansowe*, (w:) K. Jajuga, K. Kuziak, P. Markowski, *Inwestycje finansowe*, Wrocław 1997.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe i inżynieria finansowa*, Warszawa 1996.
- Jastrzębski J., *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego – zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 1.
- Jastrzębski J., *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009.
- Jensen M.C., Murphy K.J., *Performance Pay and Top-Management Incentives*, „Journal of Political Economy” 1990, No. 98.
- Jodłowski J., Reisch Z., Lapierre J., Misiuk-Jodłowska T., *Postępowanie cywilne*, Warszawa 1997.
- Ereciński T., (w:) *Komentarz do kodeksu postępowania cywilnego. Część pierwsza – postępowanie rozpoznawcze*, Warszawa 1997.
- Jones R.M., *Does Federalism Matter?: Its Perplexing Role in the Corporate Governance Debate*, 41, „Wake Forest Law Review” 879, 883 (2006).
- Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008.
- Kachniewski M., *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 11-12.
- Katner W., *Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, (w:) *System Prawa Prywatnego*, t. 19 Warszawa 2010.
- Kiedrowska M., Marszałek P., *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy, sposoby jej zapewnienia*, cz. 1, „Bank i Kredyt” 2002, nr 3.
- Kidwell D.S., Peterson R.L., Blackwell D.W., *Financial Institutions, Markets and Money*, Forth Worth 2000.
- Kidyba A., *Prawo handlowe*, Warszawa 2002.
- Klöhn L., *Transnational Financial Market Regulation – A Conference*, „European Business Organization Law Review”, vol. 11, September 2010.
- Knosala E., *Zarys nauki administracji*, Kraków 2005.
- Kociołek-Pęksa A., *Problematyka aksjologiczna jako uwarunkowanie procesów prawodawstwa gospodarczego oraz jego limitacji. Zagadnienia filozoficzno-prawne*,

- „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace” 2013, nr 1 (13).
- Kocot W., *Elektroniczna forma oświadczeń woli*, „Przegląd Prawa Handlowego”, Warszawa 2001.
- Komosa T., *Papiery wartościowe*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1995, nr 4.
- Kondracka A., *Charakter prawny akcji*, Białystok 1999.
- Kordela D., *AIM – europejski model alternatywnego rynku papierów wartościowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 58, Ekonomiczne Problemy Usług nr 50.
- Kordela D., *Alternatywne rynki papierów wartościowych w Europie – geneza, systematyka i rozwój*, (w:) W. Tarczyński, D. Zarzecki, *Finanse 2009. Rynki finansowe i ubezpieczenia*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 550, Ekonomiczne Problemy Usług nr 40.
- Korzonek J., (w:) J. Korzonek, I. Rosenblüth, *Kodeks zobowiązań. Komentarz*, Kraków 1934.
- Kosikowski C., (w:) *Wielka encyklopedia prawa*, red. B. Hołyst, E. Smoktunowicz, Warszawa 2005.
- Kosikowski C., *Prawo gospodarcze publiczne*, Warszawa 1994.
- Kosikowski C., *Wolność działalności gospodarczej i jej ograniczenia w praktyce stosowania Konstytucji RP*, (w:) *Zasady ustroju społecznego i gospodarczego w procesie stosowania Konstytucji*, red. C. Kosikowski, Warszawa 2005.
- Kowalak T., *Giędy papierów wartościowych jako miejsce obrotu akcjami w strefie euro*, (w:) *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Kraków 2007.
- Kozaczewska A., *Charakter prawny uchwał Komisji Papierów Wartościowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1997, nr 4.
- Kraakman R., *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, (w:) *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, red. G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, Oxford 2004.
- Kruczalak K., *Prawo papierów wartościowych*, Sopot 1998.
- Kruczalak K., *Problematyka prawna papierów wartościowych*, Warszawa 1996.
- Kulpaka P., *Giędy w gospodarce*, Warszawa 2007.
- Kupman C., *Carrot and Stick – The EU’s Response to New Securities Trading Systems*, „European Company and Financial Law Review” 2006, nr 3.
- Kurczewska A., *Alternatywne rynki europejskie*, (w:) *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Wrocław 2011.
- Kurowski L., *System finansowy*, (w:) *Leksykon finansowo-bankowy*, red. W. Jaworski, Warszawa 1991.
- Kwaśnicki W., *Wpływ teleinformatyki na rozwój społeczny i gospodarczy*, (w:) *Prawne i ekonomiczne aspekty komunikacji elektronicznej*, red. J. Gołaczyński, Warszawa 2003.

- Lemmonier M., *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011.
- Lipiński M., *Finanse osobiste. Świadome zarządzanie własnym portfelem*, Gliwice 2008.
- Longchamps de Berier R., *Zobowiązania*, Lwów 1939.
- Longchamps F., *Z problemów poznania prawa*, Wrocław 1968.
- Lubiński M., *Analiza koniunktury i badanie rynków*, Warszawa 2002.
- Machnikowski P., *Swoboda umów według art. 35³k.c. Konstrukcja prawna*, Warszawa 2005.
- Mahoney P., *The Exchange as Regulator*, „Virginia Law Review” 1997, No. 83.
- Majchrzycka-Guzowska A., *Finanse*, Warszawa 1991.
- Mallin C.A., Ow-Yong K., *Corporate Governance in Small Companies – the Alternative Investment Market*, „Corporate Governance: An International Review” 1998, No. 6.
- Mallin Ch., Ow-Yong K., *The UK Alternative Investment Market – Ethical Dimensions*, „Journal of Business Ethics”, September 2010.
- Mamcarz K., *Inwestorski marketing – mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*, Warszawa 2012.
- Mamcarz K., *Rozdwojenie majątku akcjonariuszy podczas pierwszych ofert publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 59.
- Markiewicz M., *System finansowy i walutowy*, (w:) *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, red. E. Pietrzak, M. Markiewicz, Gdańsk 2006.
- Mataczyński M., *Swoboda przepływu kapitału a złota akcja Skarbu Państwa*, Warszawa 2007.
- Matysek-Jędrych A., *Struktura i modele systemu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 11-12.
- Matysek-Jędrych A., *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 10.
- Matysek-Jędrych A., *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 1.
- Meijer de C.R.W., *The new trading environment post-MiFID: one year later*, „Journal of Securities Operations and Custody”, February 2009.
- Mendoza J.M., *Securities regulation in low-tier listing venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, *American Law and Economic Association Papers*, „Fordham Journal of Corporate & Financial Law”, 2008, vol. 13, Issue 2.
- Merton R.C., *Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions*, „Journal of Banking & Finance” 1995, vol. 19, No. 3-4.
- Michalski M., (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012.
- Michalski M., (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000.

- Michalski M., *Dopuszczalność konwersji postaci papierów wartościowych w polskim prawie papierów wartościowych*, „Monitor Prawniczy” 1997, nr 11.
- Michalski M., *Funkcje gospodarcze weksla*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1992, nr 4.
- Michalski M., *Obrót papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu*, (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000.
- Michalski M., *Ograniczenia zbywalności akcji a dopuszczenie do giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1995, nr 1.
- Michalski M., *Pojęcie i charakter prawny giełdy papierów wartościowych*, „Monitor Podatkowy” 1995, nr 2.
- Michalski M., *Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi*, (w:) *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Warszawa 2004.
- Michalski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999.
- Michalski M., *Ramy prawne działalności inwestycyjnej banków w świetle dyrektywy 2004/39/WE oraz przepisów prawa polskiego*, „Monitor Prawniczy” 2010, nr 24.
- Michalski M., *Spółka akcyjna*, Warszawa 2010.
- Michalski M., *Systematyka typów normatywnych papierów wartościowych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 1.
- Michór A., *Nadzór nad rynkami finansowymi w Unii Europejskiej*, (w:) *Prawo europejskie – 5 lat doświadczeń w polskim prawie finansowym*, red. H. Litwińczuk, Warszawa 2010.
- Michór A., *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009.
- Miedziak S., *Bankowość i podstawy rynku finansowego*, Warszawa 2003.
- Mik C., *Europejskie prawo wspólnotowe. Zagadnienia teorii i praktyki*, tom I, Warszawa 2000.
- Mikołajczyk B., Kurczewska A., *Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 3.
- Mishkin F.S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, New York 2004.
- Mojak J., Jakubek M. (red.), *Prawo papierów wartościowych. Wprowadzenie. Zbiór przepisów*. Lublin 1999.
- Moloney N., *EC Securities Regulation*, Oxford 2002.
- Mosionek-Schweda M., *Giełdowy rynek alternatywny jako źródło pozyskiwania kapitału w warunkach niepewności na rynkach finansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 766.
- Mruk H., *Analiza rynku*, Warszawa 2003.

- Mynarski S., *Elementy teorii systemów i cybernetyki*, Warszawa 1974.
- Nartowski A.S., *Od samoregulacji rynku do prawa*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 2.
- Nieborak T., Skoczylas A., Sójka T., Urbańczak K., Zawłocki R., *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, red. T. Nieborak, T. Sójka, Warszawa 2011.
- Nieborak T., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008.
- Nieborak T., *Europejski zintegrowany nadzór finansowy – aspekty instytucjonalno-prawne*, (w:) *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, red. E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2010.
- Nieborak T., *Nowe podejście do kwestii nadzoru finansowego*, „Prawo Bankowe” 2006, nr 5.
- Nieborak T., Sójka T. (red.), *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, Warszawa 2011.
- North D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge 1990.
- Nowak K., *Polski rynek kapitałowy, instrumenty, uczestnicy, inwestycje*, Poznań 1998.
- Ochendowski E., *Prawo administracyjne*, Toruń 2005.
- Ogonowski A., *Konstytucyjna wolność działalności gospodarczej w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego*, „Przeгляд Prawa Konstytucyjnego” 2012, nr 1.
- Ohanowicz A., Górski J., *Zarys prawa zobowiązań*, Warszawa 1970.
- Okolski J., Modrzejewski J., Gasiński Ł., *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2000, nr 8.
- Oliver P., Roth W.H., *The Internal Market and the Four Freedoms*, „Common Market Law Review” 2004, vol. 41, No. 2.
- Oniszczyk J., *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego na początku XXI wieku*, Kraków 2004.
- Oręziak L., *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 1999.
- Orlowski L.T., *Financial crisis and extreme market risks: Evidence from Europe*, „Review of Financial Economics”, September 2012, vol. 21.
- Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, Warszawa 2002.
- Pachucki M., *Alternatywny System Obrotu – nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2008, nr 1.
- Parsa S., Kouhy R., *Social Reporting by Companies Listed on the Alternative Investment Market*, „Journal of Business Ethics”, May 2008, vol. 79, Issue 3.
- Pastusiak R., *Rynki alternatywne w Europie. Londyński Alternative Investment Market a NewConnect*, (w:) *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek Finansowy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 174.

- Pauka M., *Alternatywny system obrotu giełdowego jako innowacyjna forma pozyskiwania kapitału przez małe i średnie spółki*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica”, nr 233, Łódź 2010.
- Pawłowicz K., *Prawo człowieka do swobodnej działalności gospodarczej*, (w:) *Prawa człowieka w społeczeństwie obywatelskim*, red. A. Rzepliński, Warszawa 1993.
- Pest P., *Obowiązek badania wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego klienta według MiFID a działania nadzorcze*, (w:) *Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, red. E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2011.
- Piech K., *Międzynarodowa synchronizacja cyklu koniunkturalnego Polski*, (w:) *Diagnozowanie koniunktury gospodarczej w Polsce*, red. K. Piech, S. Pangsy-Kania, Warszawa 2003.
- Pietrzykowski K. (red.), *Kodeks cywilny – komentarz*, tom I, Warszawa 2005.
- Piotroski J.D., Srinivasan S., *Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*, „Journal of Accounting Research”, May 2006, vol. 46, issue 2.
- Pławecki Z., *Kilka uwag o papierach wartościowych*, „Radca Prawny” 1996, nr 4.
- Płońska A., *Karnoprawna ochrona informacji na rynku kapitałowym*, Wrocław 2012.
- Podleś M., *Charakter prawny spółki cywilnej na tle prawa polskiego i niemieckiego*, Warszawa 2008.
- Polański Z., (w:) *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa 2008.
- Popławska E., *Zasada subsydiarności w Traktatach z Maastricht i Amsterdamu*, Warszawa 2000.
- Popławski A., *Zakres swobody podejmowania działalności gospodarczej*, „Gdańskie Studia Prawnicze”, t. XIV, 2005.
- Przybylska-Marciniuk E., *Zasada subsydiarności w projekcie Traktatu Konstytucyjnego*, (w:) *Przyszły Traktat Konstytucyjny: zagadnienia prawno-polityczne, instytucjonalne i proces decyzyjny w UE*, red. J. Barcz, Warszawa 2004.
- Puńko A., *Idee ogólne a zasady prawa konstytucyjnego*, „Państwo i Prawo” 1995, nr 8.
- Pyka I., *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Katowice 2000.
- Rabska T., *Prawo administracyjne stosunków gospodarczych*, Warszawa-Poznań 1973.
- Radwański Z., *Prawo zobowiązań*, Warszawa 1999.
- Radwański Z., *Wykładnia oświadczeń woli składanych indywidualnym adresatom*, Wrocław 1992.
- Radwański Z., Panowicz-Lipska J., *Zobowiązania. Część szczegółowa*, Warszawa 1996.
- Raiser L., *Das Rektapapier*, „Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht”, nr 101.
- Rajan R., Zingales L., *The Transformation of the European Financial System. Banks and Markets: The Changing Character of European Finance. ECB Central Banking Conference, 24-25 October 2002.*

- Rajan R., Zingales L., *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Market to Create Wealth and Spread Opportunity*, Princeton, NJ 2004.
- Ramakrishnan R.T.S., Thakor A.V., *Information Reliability and Theory of Financial Intermediation*, „Review of Financial Studies” 1984, No. 51.
- Redel D., *Charakterystyka systemu finansowego*, (w:) *Podstawy finansów*, red. K. Marecki, Warszawa 2008.
- Ribstein E.L., *Sarbanes-Oxley After Three Years*, 3 „New Zealand Law Review” 365, 376 (2005)
- Ridley A., *Regulation of Securities Trading (MIFID) nad The Evolution of Exchanges, Clearing and Settlement*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” 2008, vol. 17, No. 1.
- Rigobon R., Sack B., *Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock Market*, „Quarterly Journal of Economics” 2003, No. 118(2).
- Romano R., *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 „Yale Law Journal” 1521, 1526–28 (2005).
- Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999.
- Romanowski M., *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje prawa papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” 1999, z. 10.
- Romanowski M., *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych*, (w:) *System prawa prywatnego*, tom 18, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2005.
- Rousseau S., *The Competitiveness of Canadian Stock Exchange: What Can We Learn From the Experience of the Alternative Investment Market, Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada*, Montreal 2006.
- Rozlucki W., *Dobre praktyki w Polsce*, „Prawo Europejskie w Praktyce” 2004, nr 4/XI.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*, red. J. Osiński, D. Tymoszko, Warszawa 2006.
- Ryan S.G., *Financial Instruments and Institutions. Accounting and Disclosure Rules*, Hoboken 2007.
- Samborski A., *Rynki papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej*, Katowice 2004.
- Samuelson P., Nordhaus W., *Ekonomia*, Warszawa 1995.
- Schlitt M., Schafer S., *Der neue Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse*, „Die Aktiengesellschaft” 2006, No. 5.
- Serres A. de, Kobayakawa S., Slok T., Vartia L., *Regulation of Financial Systems and Economic Growth in OECD Countries: an Empirical Analysis*, „OECD Economic Studies” No. 43 2004.
- Siemiątkowski T., Potrzeszcz R., (w:) J. Naworski, K. Strzelczyk, J. Raglewski, T. Siemiątkowski, R. Potrzeszcz, *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych, spółka akcyjna i przepisy karne*, Warszawa 2003.
- Sławiński A., *Rynki finansowe*, Warszawa 2006.

- Smykla B., *Prawo bankowe – Komentarz*, Warszawa 2005.
- Sobala W., *Informatyczne dowody rzeczowe w postępowaniach karnych*, „Palestra” 2003, nr 5-6.
- Sobczak K., *Działalność gospodarcza. Uregulowania prawne*, Warszawa 2001.
- Sobczak K., *Problemy gospodarcze w Konstytucji*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1996, nr 7.
- Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003.
- Socha J., *Rynek. Gielda. Inwestycje*, Warszawa 1998.
- Sokal P., *Definicja i znaczenie instrumentów finansowych w świetle nowych regulacji prawnych*, „Prawo Spółek” 2006, nr 7-8.
- Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J., *Kodeks spółek handlowych, t. III. Komentarz do artykułów 301-458*, Warszawa 2003.
- Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2005.
- Sójka T., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008.
- Srokosz W., *Pojęcie usług finansowych w regulacjach prawnych Unii Europejskiej*, „Prawo Bankowe” 2000, nr 9.
- Stefaniuk M., *Działanie administracji publicznej w ujęciu nauk administracyjnych*, Lublin 2009.
- Stiglitz J.E., *Credit Markets and the Control of Capital*, *Journal of Money, Credit and Banking*” 1985, vol. 17, No. 2.
- Stigum M., *The Money Market*, New York 1983.
- Stringham E.P., Chen I., *The Alternative of Private Regulation: The London Stock Exchange’s Alternative Investment Market as a Model*, „Economic Affairs”, vol. 32, Issue 3.
- Strzyczkowski K., *Zasada państwa sprawiedliwości społecznej jako zasada publicznego prawa gospodarczego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2007, R. LXIX, z. 4.
- Sut P., *Aksjologia a prawo*, (w:) *Leksykon współczesnej teorii i filozofii prawa. 100 podstawowych pojęć*, red. J. Zajadło, Warszawa 2007.
- Szafrański A., Szażyk Z., *Publiczne prawo gospodarcze*, Warszawa 2011.
- Szajkowski A., Tarska M., *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2004.
- Szczepankowski P., *Funkcjonowanie i rozwój rynku alternatywnego systemu obrotu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, (w:) *Innowacje finansowe*, red. S. Antkiewicz, M. Kalinowski, Warszawa 2008.
- Szpor A., *Państwo a subsydiarność jako zasada prawa w UE i w Polsce*, „Samorząd Terytorialny” 2001, nr 1-2.
- Szpunar A., *Akcje jako papiery wartościowe*, „Państwo i Prawo” 1993, nr 11-12.
- Szpunar A., *Podstawowe problemy papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” 1991, nr 2.
- Szpunar A., *Uwagi o papierach wartościowych na okaziciela.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1993, nr 14.

- Szrama M., *Instrumenty rynku finansowego*, Warszawa 2010.
- Szumański A., (w:) *System prawa prywatnego*, tom 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006.
- Szumański A., *Ograniczona wolność umów w prawie spółek handlowych*, (w:) *Księga pamiątkowa dla uczczenia pracy naukowej Profesora Kazimierza Kruczalaka*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 1999.
- Szustak G., (w:) *Rynek finansowy*, red. I. Pyka, Katowice 2010.
- Szydło M., *Wolność działalności gospodarczej jako prawo podstawowe*, Bydgoszcz-Wrocław 2011.
- Szyszkowska M., *Europejska filozofia prawa*, Warszawa 1995.
- Świdzki Z., *Pojęcie papieru wartościowego w niemieckiej doktrynie prawa*, *Prawo cywilne gospodarcze i handlowe*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Iuridica 57”, Łódź 1993.
- Tafara E., Peterson R.J., *A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework*, „Harvard International Law Journal” 2007, No. 48.
- Tarczyński W., *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, vol. I, Warszawa 2001.
- Tarczyński W., Zwolankowski M., *Inżynieria finansowa. Instrumentarium, strategie, zarządzanie ryzykiem*, Warszawa 1999.
- Tennekoon R.C., *The Law and Regulation of International Finance*, London-Dublin-Edinburgh 1991.
- Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010.
- Turbull S., *Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories*, „Corporate Governance Research Papers” 1997, vol. 5, No. 4.
- Urbanek P., *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Naukowego” 2011, nr 9.
- Vauplane de H., Bornet J.P., *Droit des marchés financiers*, Paris 2001.
- Vismara S., Paleari S., Ritter J.R., *Europe's Second Markets for Small Companies*, „European Financial Management” 2012, No. 18.
- Wajda P., *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011.
- Wajda P., *Nadzór wstępny nad spółką prowadzącą rynek giełdowy w Polsce*, (w:) *Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, red. E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska, Wrocław 2011.
- Wajda P., *Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 3.
- Warren M.G., *Reflections on Dual Regulation of Securities: A Case Against Preemption*, „Boston College Law Review” 1984, vol. 25, No. 3.
- Wierzbowski M., (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2012.
- Wierzbowski M. (red.), *Prawo administracyjne*, Warszawa 2011.
- Wierzchowska A., *Zasady jednolitych ram instytucjonalnych, lojalnej współpracy międzyinstytucjonalnej i subsydiarności w systemie instytucjonalnym Unii*

- Europejskiej*, (w:) *System instytucjonalny Unii Europejskiej*, red. K.A. Wojtaszczyk, Warszawa 2005.
- Włodyka T., Smaga M. (red.), *Instytucje gospodarki rynkowej*, Warszawa 2012.
- Wojno B., *Dyrektywa w sprawie świadczenia usług finansowych na odległość*, „Glosa”, nr 3.
- Wojtczak D., *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012.
- Wojtyczek K., *Granice ingerencji ustawodawczej w sferę praw człowieka w Konstytucji RP*, Kraków 1999.
- Wronkowska S., Zieliński M., *Zasady prawa. Zagadnienia podstawowe*, Warszawa 1974.
- Wypych M., *Finanse i instrumenty finansowe*, Łódź 2001.
- Vismara S., Paleari S., Ritter J.R., *Europe's Second Markets for Small Companies*, „European Financial Management” 2012, No. 18.
- Yeh A., Lim S., Vos E., *Path Dependence or Convergence? The Evolution of Corporate Ownership around the World*, „Review of Law and Economics” 2007, No. 3(2).
- Young W., Utting K., *Fair Trade, Business and Sustainable Development*, „Sustainable Development” 2005 (13).
- Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Warszawa 2002.
- Zacharzewski K., *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012.
- Zalcewicz A., *Zmiana struktury instytucjonalnej i koncepcji nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym UE*, (w:) *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, red. A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, Warszawa 2012.
- Zaleska M., *Pobudzanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) w Polsce*, (w:) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, red. J. Bieliński, Warszawa 2004.
- Zapadka P., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 1.
- Zapadka P., *Definicja legalna instytucji finansowej w polskim systemie prawnym – wybrane zagadnienia*, „Prawo Bankowe” 2005, nr 9.
- Zapadka P., *Podmioty nadzorujące polski rynek finansowy – analiza podstawowych regulacji*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 4.
- Zapadka P., *Ryzyko prawne w działalności banków komercyjnych – wybrane zagadnienia*, „Prawo Bankowe” 2007, nr 3.
- Zapadka P., *Usługi bankowości inwestycyjnej*, Warszawa 2012.
- Zawada K., (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowski, Warszawa 2000.
- Zawada K., *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Kraków 1998.
- Zawadzka D., *Alternatywne systemy obrotu jako instytucje niwelujące lukę na rynku kapitałowym*, Poznań 2012.
- Zawadzka P., *Firma inwestycyjna a fundusz inwestycyjny w prawie polskim*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, t. XVI.
- Zawadzka P., *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009.

- Zawadzka Z., *Zarządzanie ryzykiem w banku komercyjnym*, Warszawa 1996.
- Zdyb M., *Publiczne prawo gospodarcze*, Kraków 1999.
- Zgud Z., *Zasada subsydiarności w prawie europejskim*, Kraków 1999.
- Zieliński M., *Konstytucyjne zasady prawa*, (w:) *Charakter i struktura norm Konstytucji*, red. J. Trzcíński, Warszawa 1997.
- Zieliński T., *Klauzule generalne w nowym porządku konstytucyjnym*, „Państwo i Prawo” 2001, nr 4.
- Zieliński M., Bogucki O., Chodun A., Czepita S., Kanarek B., Munczewski A., *Zintegrowanie polskich koncepcji wykładni prawa*, „Ruch Prawniczy, Socjologiczny i Ekonomiczny” 2009, R. LXXI, z. 4.
- Ziemiński Z., *Kilka tez do dyskusji o moralności i prawie*, „Państwo i Prawo” 1956, z. 11.
- Ziemiński Z., *Wstęp do aksjologii dla prawników*, Warszawa 1990.
- Zoll F., *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001.
- Żuławska C., *Komentarz do kodeksu cywilnego. Zobowiązania*, t. II, Warszawa 1997.

Wykaz aktów prawnych

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (Dz. U. UE L 2010.331.1.).

Dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz. U. UE L 1993.141.27.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 20 marca 2000 r. nr 2000/12/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe (Dz. U. WE L 2000.126.1.).

Dyrektywa nr 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 23 września 2002 r. dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniająca dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE (Dz. U. UE L 2002.271.16.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 grudnia 2002 r. nr 2002/87/WE w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego (Dz. U. UE L 2003.35.1.).

Dyrektywa 2005/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 listopada 2005 r. w sprawie reasekuracji oraz zmieniająca dyrektywy Rady 73/239/EWG, 92/49/EWG (Dz. U. UE L 2005.323.1.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. nr 2004/39/WE 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. U. UE L 2004.145.1., ze zm.).

Dyrektywa z dnia 14 czerwca 2006 r. nr 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych (Dz. U. UE L 2006.177.201 ze zm.).

Dyrektywa z dnia 26 czerwca 2013 r. nr 2013/36/UE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. U. UE L 2013.176.338).

- Rozporządzenie Komisji (WE) z dnia 10 sierpnia 2006 r. nr 1287/2006 wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. U. UE L 2006.241.1.).
- Konstytucja RP (Dz. U. z 1997 r. Nr 78, poz. 483 ze zm.).
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 ze zm.).
- Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. Nr 43, poz. 296 ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2013 r., poz. 330 ze zm.).
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz. U. Nr 118, poz. 754 ze zm.).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.).
- Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (t.j. Dz. U. z 2010 r. Nr 48, poz. 284 ze zm.).
- Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. Nr 64, poz. 594).
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546 ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. Nr 183, poz. 1537 ze zm.).
- Ustawa z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratów finansowych (Dz. U. Nr 83, poz. 719 ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538 ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539 ze zm.).
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. z 2012 r., poz. 1149 ze zm.).

Wykaz orzecznictwa

- Uchwała TK z dnia 2 marca 1994 r., sygn. akt 3/93, OTK 1994, cz. I.
- Wyrok TK z dnia 26 kwietnia 1994 r., sygn. akt K 11/94, OTK 1995, cz. I.
- Wyrok TK z dnia 30 października 1996 r., sygn. akt K 3/96, OTK ZU nr 5/1996, poz. 41.
- Wyrok TK z dnia 10 listopada 1998 r., sygn. akt K 39/97 OTK ZU 1998 nr 6/1999, poz. 38.
- Wyrok TK z dnia 22 czerwca 1999 r., sygn. akt K. 5/99 OTK ZU nr 5/1999, poz. 100.
- Wyrok TK z dnia 3 października 2000 r., sygn. akt K 33/99, OTK ZU nr 6/2000, poz. 188.
- Wyrok TK z dnia 19 marca 2001 r., sygn. akt K 32/00, OTK ZU nr 3/2001, poz. 50.
- Wyrok TK z dnia 10 kwietnia 2001 r., sygn. akt U 7/00.
- Wyrok TK z dnia 27 lutego 2002 r., sygn. akt K 47/01.
- Wyrok TK z dnia 21 marca 2001 r., sygn. akt K 24/00.
- Wyrok TK z dnia 10 kwietnia 2002 r., sygn. akt K 26/00, OTK-A 2002/2/18.
- Wyrok TK z dnia 16 kwietnia 2002 r., sygn. akt SK 23/01, OTK-A 2002/3/26.
- Wyrok TK z dnia 8 maja 2002 r., sygn. akt K 29/00, OTK ZU nr 3/A/2002, poz. 30.
- Wyrok TK z dnia 2 grudnia 2002 r., sygn. akt SK 20/01, OTK ZU nr 7A/2002, poz. 89.
- Wyrok TK z dnia 18 lutego 2003 r., sygn. akt K 24/02, OTK ZU, nr 2/A/2003, poz. 11.
- Wyrok TK z dnia 29 kwietnia 2003 r., sygn. akt SK 24/02.
- Wyrok TK z dnia 8 grudnia 2003 r., sygn. akt K 3/02 OTK-A 2003, z. 9, poz. 99.
- Wyrok TK z dnia 18 lutego 2004 r., sygn. akt P 21/02, OTK ZU nr 2A/2004, poz. 9.
- Wyrok TK z dnia 14 czerwca 2004 r., sygn. akt SK 21/03.
- Wyrok TK z dnia 27 lipca 2004 r., sygn. akt SK 9/03.
- Wyrok TK z dnia 7 grudnia 2005 r., sygn. akt Kp 3/05, OTK ZU nr 11/A/2005, poz. 131.
- Wyrok TK z dnia 19 stycznia 2010 r., sygn. akt SK 35/08.
- Uchwała 7 sędziów SN z dnia 10 października 1990 r., sygn. akt III CZP 97/89, OSNCP 1990, nr 6, poz. 740.
- Wyrok SN z dnia 4 października 2006 r., sygn. akt II CSK 117/2006.
- Wyrok NSA z dnia 9 września 2003 r., sygn. akt III SA 2968/02.

ISBN 978-83-61370-26-0