

Rozdział I. Prawo giełdowe w systemie prawa

Literatura: *A. Chłopecki*, Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawie rynku kapitałowego, PPH 2005, Nr 11; *A. Chłopecki, M. Dyl*, Prawo rynku kapitałowego, Warszawa 2011; *S. Ehrlich*, Wstęp do nauki o państwie i prawa, Warszawa 1979; *E. Fojcik-Mastalska*, Prawo rynku finansowego w systemie prawa, [w:] *A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak* (red.), Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka, Warszawa 2016; *P. Hommelhoff*, Nowe niemieckie prawo rynku kapitałowego: między ustawą a kodeksem, TPP 2002 (numer niemiecki); *R. Kuciński*, Przepiętwa giełdowe, Warszawa 2000; *W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki*, Teoria państwa i prawa, Warszawa 1986; *L. Morawski*, Główne problemy współczesnej filozofii prawa. Prawo w toku przemian, Warszawa 2002; *tenże*, Wstęp do prawoznawstwa, Toruń 2006; *J. Nowacki*, Prawo publiczne – prawo prywatne, Katowice 1992; *J. Nowacki, Z. Tobor*, Wstęp do prawoznawstwa, Warszawa 2007; *Z. Radwański*, Prawo cywilne – część ogólna, Warszawa 2008; *M. Stec* (red.), System Prawa Handlowego, t. 4, Prawo instrumentów finansowych, Warszawa 2016; *M. Sucharski*, Prawnokarna ochrona giełdowego obrotu papierami wartościowymi, Toruń 2006; *A. Szumański* (red.), System Prawa Prywatnego, t. 19, Prawo papierów wartościowych, Warszawa 2006; *M. Wierzbowski, P. Wajda*, rec. *K. Zacharzewski*, Prawo giełdowe, Warszawa 2010, PUG 2011, Nr 7; *M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda* (red.), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, Warszawa 2018; *S. Włodyka*, Problem struktury prawa, PiP 1995, z. 4; *U. Ziarko-Siwiek* (red.), Giełdy kapitałowe w Europie, Warszawa 2008; *Z. Ziemiński*, Problemy podstawowe prawoznawstwa, Warszawa 1980; *tenże*, Szkice z metodologii szczegółowych nauk prawnych, Warszawa–Poznań 1983; *tenże*, Teoria prawa, Warszawa–Poznań 1972.

§ 1. Przedmiot prawa giełdowego

Giełda ściąga na siebie zainteresowanie wielu dyscyplin naukowych jako 1 samodzielny przedmiot poznania oraz dociekań praktycznych. Nauka prawa od tej skłonności wolna nie jest. **Giełda to instytucja życia społecznego, o silnie zaakcentowanym zabarwieniu jurydycznym.**

Prawo giełdowe w sensie przedmiotowym to przede wszystkim ogół 2 regulacji normatywnych poświęconych stosunkom prawnym z udziałem giełdy. Rzecz jasna, chodzi o stosunki prawne różnego rodzaju, w których giełda występuje w różnym charakterze, jako osoba prawna według art. 33 KC oraz jako przedsiębiorstwo według art. 55¹ KC. Takie ogólne ujęcie nie daje jeszcze pełnego obrazu wyobraźalnych w praktyce potencjalnych kierunków zaangażowania we współczesnych stosunkach związanych z giełdą oraz obrotem

giełdowym. Dlatego prawo giełdowe w szerszym wymiarze przedmiotowym obejmuje regulację stosunków prawnych pomiędzy uczestnikami obrotu giełdowego. Wzbogacenie tej formuły o element funkcjonalny nadaje kontur prawa giełdowego zarysowany już wystarczająco ostro. Można wtedy powiedzieć, że **prawo giełdowe obejmuje regulację stosunków prawnych z udziałem giełdy wynikających z dokonywanych czynności giełdowych bądź też** – w komplementarnym ujęciu syntetycznym – **regulację czynności giełdowych dokonywanych przez uczestników obrotu giełdowego**.

- 3 W tej najszerszej formule mieści się przede wszystkim regulacja **części ustrojowej** prawa giełdowego (giełda jako osoba prawna), regulacja statusu prawnego uczestników obrotu giełdowego (**tzw. giełdowe prawo osobowe**), prawna regulacja **czynności giełdowych** (z kreacją i emisją waloru giełdowego zdematerializowanego oraz umową sprzedaży zawartą na giełdzie w roli głównej), a także regulacja **publicznego prawa giełdowego** (nadzór giełdowy, przepisy karne).

§ 2. Kompleksowy charakter gałęzi prawa giełdowego

- 4 Status prawa giełdowego jako dyscypliny prawniczej jest właściwie przesądzony, nie tylko ze względów konwencjonalnych. **Prawo giełdowe jako jedna z dyscyplin prawniczych** może zostać pod tą nazwą włączone do programów studiów. Tak rozumiane prawo giełdowe **jest dyscypliną naukową** (nauka prawa giełdowego) **oraz dyscypliną dydaktyczną**, z równym powodzeniem na kierunkach prawniczych oraz administratywistycznych, a także ekonomicznych. Siłą rzeczy wyłania się jednak dylemat, czy mamy tutaj do czynienia z gałęzią (działem) prawa. Wyselekcjonowanie określonej dyscypliny na tle innych dyscyplin nie świadczy bowiem jeszcze o ukształtowaniu odrębnej gałęzi prawa.

Gałęzie prawa obejmują spójne i uporządkowane, według przyjętych założeń, zespoły norm prawnych poświęcone obszernym kategoriom stosunków społecznych. Przepisy gałęzi prawa regulują stosunki społeczne tego samego rodzaju z założenia w sposób pełny. W takim rozumieniu rację samodzielnego bytu mają przede wszystkim tradycyjnie wyodrębniane tzw. wielkie gałęzie prawa, z prawem konstytucyjnym (państwowym), prawem międzynarodowym (prawem narodów), prawem cywilnym, administracyjnym oraz karnym, a także adekwatnymi gałęziami proceduralnymi na czele. Gałęziowa systematyzacja prawa, czyli systematyzacja w ujęciu poziomym (w tzw. ujęciu horyzontalnym), służy do wskazania właściwego zespołu norm prawnych dla rozstrzygnięcia danej sprawy. Prawo giełdowe nie mieści się bez reszty w tym schemacie, ponieważ „sprawy giełdowe” mają charakter zróżnicowany. W świetle utrwalonych ujęć teoretycznych i też bronionych za pomocą argumentów pozytywistycznych o prawie giełdowym nie można więc mówić jak o gałęzi prawa.

Najnowsze osiągnięcia prawoznawstwa oraz teorii prawa, a przede wszystkim argumenty krytyczne względem koncepcji pozytywistycznych, jednoznacznie przemawiają jednak na korzyść prawa giełdowego jako gałęzi prawa. Wiele zależy od konwencji, ponieważ współcześnie właśnie względy konwencjonalne decydują o podziale prawa na gałęzie, pod wpływem determinacji praktycznej. **Podział nauk prawnych ma charakter dynamiczny i ulega zmianom** stosownie do zmian samego systemu prawa i dokonującego się postępu na różnych płaszczyznach. Teoretycy prawa osiągnęli zgodność poglądów co do tego, że podział prawa na gałęzie jest rezultatem historycznej ewolucji i przebiega w związku z pogłębiającym się różnicowaniem systemów prawnych. Z jednej strony dochodzi w tym procesie do wyodrębnienia bardziej wyspecjalizowanych zespołów norm z dotychczas istniejących gałęzi prawa, z drugiej natomiast strony – obserwujemy ostatnio powstawanie całkowicie nowych gałęzi prawa (np. medyczne, energetyczne, lotnicze, sportowe itp.). Decydują o tym różne czynniki, m.in.: tradycje kultury prawnej, zmieniające się stosunki społeczne oraz ogólne cele państwa. Proces sublimacji gałęzi prawa nie został zamknięty i trwa nadal, a ukształtowana w chwili obecnej systematyzacja ogólnego zbioru norm nie jest wskutek tego oparta na ostrych kryteriach podziału.

Właśnie w tym nurcie znajduje się prawo giełdowe. Uległo ono wyodrębnieniu już dawniej, od razu jako oryginalna pod względem swojego przedmiotu gałąź prawa, nie zaś jako usamodzielniony z czasem i pod wpływem pewnych partykularnych potrzeb dział prawa cywilnego bądź też prawa administracyjnego. Pierwsze regulacje prawne dziedziny giełdowej umiejętnie łączyły w sobie pierwiastki dzisiaj zaliczane do prawa prywatnego oraz publicznego głównie dzięki temu, że stanowiły legislacyjną (publicznoprawną) odpowiedź na nadużycia giełdowe (na płaszczyźnie prywatnej). **Prawo giełdowe wyodrębniło się więc obiektywnie jako nowa gałąź prawa.** Obiektywnie, czyli bez względu na uchwycenie tego faktu w świadomości jurysprudencji i określenie owoców tego procesu pod adekwatną nazwą jednostkową. Taką cechą legitymowało się prawo giełdowe od samych swoich początków (ze względu na wyraźnie zarysowany przedmiot), a przebieg ewolucji tej dziedziny i jej utrwalenie w dzisiejszej postaci jest świadectwem dążności doktryny do porządkowania systemu prawa i wyodrębniania w jego ramach gałęzi prawa mieszanych, łączących elementy różnych regulacji prawnych. Właśnie taką cechą ma prawo giełdowe.

Prawo giełdowe łączy w sobie z różnym natężeniem komponenty prawa administracyjnego, cywilnego oraz karnego, skoncentrowane jednakowoż na instytucji giełdy (różnie rozumianej). Prawo giełdowe nie jest więc działem prawa cywilnego. Nie jest też działem prawa administracyjnego, jak również działem prawa karnego, chociaż regulacja prawa giełdowego

obejmuje oczywiście przepisy karne (pozakodeksowe względem KK). Trudno zaliczyć bez reszty prawo giełdowe do dziedziny prawa prywatnego, jak również do dziedziny prawa publicznego. Ponadto przepisy prawa giełdowego określają z równym powodzeniem treść praw podmiotowych (giełdowe prawo materialne) oraz przewidują środki prawnej ochrony praw podmiotowych pod postacią procedur (prawo giełdowe formalne). Trwałe osadzenie prawa giełdowego w systemie prawa nie jest, jak widać, wolne od pewnych kontrowersji.

- 7 Szeroki zakres przedmiotowy prawa giełdowego bierze się stąd, że **giełda jest usytuowana w centrum stosunków prawnych o zróżnicowanym charakterze**, a to sprawia, że prawa podmiotowe uczestników obrotu giełdowego wywodzą się ze zróżnicowanych źródeł. W administracyjnym reżimie prawa giełdowego decydujące znaczenie jako źródło praw podmiotowych ma akt władczy organu administracyjnego w sprawie indywidualnej, usprawiedliwiony relacją hierarchicznego podporządkowania. Stosunek prawno-karny zostaje nawiązany w efekcie popełnienia czynu zabronionego pod groźbą kary przewidzianego w przepisach prawa giełdowego. Natomiast źródłem praw podmiotowych o charakterze prywatnym są zdarzenia prawne, przede wszystkim czynności prawne oraz – zdecydowanie rzadziej – wyrządzenie szkody bądź uzyskanie wzbogacenia bez stosownej podstawy. W sferze giełdowej relatywnie często indywidualne akty administracyjne stanowią przesłankę *sine qua non* dokonania określonej czynności prawnej i odgrywają rolę źródła prawa cywilnego w znaczeniu podmiotowym (źródła stosunku cywilnoprawnego).
- 8 Ze względu na zróżnicowany charakter stosunków prawnych z udziałem giełdy albo w jej otoczeniu **typowe środki ochrony praw podmiotowych** (interesów) uczestników obrotu giełdowego również prezentują się w zróżnicowanych odcieniach. Na płaszczyźnie publicznej podstawowe znaczenie odgrywa represyjne oraz prewencyjne oddziaływanie sankcji administracyjnej w sprawie indywidualnej, zorientowanej wszelako na ochronę interesu ogólnego. Sankcja karna (*ultima ratio*¹) oddziałuje – ogólnie rzecz biorąc – podobnie i na podobnych płaszczyznach. Natomiast sankcja cywilna, rozumiana jako konsekwencja nadejścia skutków określonych zdarzeń prawnych, zmierza przede wszystkim do zachowania integralności sfery majątkowej uczestników obrotu giełdowego, także w związku z funkcją kompensacyjną odpowiedzialności odszkodowawczej.
- 9 Takie połączenie wątków jest źródłem ciekawych problemów teoretycznych oraz praktycznych w zakresie stosowania przepisów prawa giełdowego. Z pewnością ważną wskazówką na etapie interpretacji prawa giełdowego jest **brak podstaw do wyodrębnienia stosunku prawa giełdowego (stosunku giełdowoprawnego)**. Taki stosunek prawny nie istnieje i aktualnie wykreowany zostać nie może, ze względu na niedostatek podstaw teoretycznych. Dłate-

¹ Zob. R. Kuciński, Przystępstwa giełdowe, Warszawa 2000, s. 64 i nast.

go też na gruncie prawa giełdowego **nie występuje charakterystyczny dla tej gałęzi typ praw podmiotowych, o cechach sobie właściwych (giełdowe prawa podmiotowe)**. To zaś w pełni usprawiedliwia jurydyczną współegzystencję partykularnych stosunków obrotu giełdowego, które mają charakter adekwatny dla ich warstwy podmiotowej, przedmiotowej oraz metody regulacji. W prawie giełdowym można zatem natknąć się przede wszystkim na „czyste” (z pewnymi jednak zastrzeżeniami) stosunki prawa administracyjnego, stosunki prawa cywilnego oraz stosunki prawa karnego. Prawo giełdowe dzieli się więc na jeszcze niższe jednostki systematyki systemu prawa (poddziały, podgałęzie). Z punktu widzenia podziału systemu prawa na gałęzie prawo giełdowe jest reprezentowane przez wszystkie podstawowe dyscypliny szczegółowe, których normy w procesie stosowania prawa oddziałują indywidualnie i konkretnie.

Wątki administracyjne, karne i cywilistyczne (nie wyłączając naturalnie prawa handlowego) wiążą się z częścią ustrojową prawa giełdowego, tzw. giełdowym prawem osobowym, z czynnościami giełdowymi oraz – oczywiście – z nadzorem giełdowym. Mamy więc do czynienia z **interdyscyplinarnym przedmiotem badań naukowych, i to w różnych wymiarach** (horyzontalnych i wertykalnych). Z uwagi na potrzeby praktyczne nic w zasadzie nie stoi na przeszkodzie, aby prawo giełdowe traktować w sposób rozczłonkowany (zatomizowany), jako giełdowe prawo administracyjne, cywilne oraz karne. Takie ujęcie znajduje nawet swoje **usprawiedliwienie w strukturze aktów prawa giełdowego**, czemu daje też wyraz doktryna prawa giełdowego, podejmując spolaryzowane tematy badawcze. Prawo giełdowe obejmuje więc przepisy zasługujące na zakwalifikowanie do różnych, tradycyjnie wyodrębnianych gałęzi prawa, w tym także (incydentalnie) przepisy prawa pracy oraz prawa rodzinnego¹.

Giełdowe prawo administracyjne skupia przede wszystkim przepisy normujące organizację i działalność organów państwowych oraz stosunki między organami państwa a obywatelami. Przepisy giełdowego prawa administracyjnego normują działalność w zakresie wykonywania imperium, a ze względu na stosunki hierarchicznego podporządkowania podstawą kształtowania sytuacji indywidualnej są skonkretyzowane akty władcze.

Giełdowe prawo prywatne obejmuje regulację stosunków pomiędzy osobami w sensie prawnym równorzędnymi, z wyłączeniem relacji hierarchicznego podporządkowania. W dziedzinie giełdowych stosunków prywatnoprawnych silnie zaakcentowane są jednak przejawy oddziaływania władczego, ze względu na kontrolę administracyjną wykonywaną wobec wszystkich uczestników obrotu giełdowego na wszystkich etapach ich działalności oraz dokonywanych czynności giełdowych. W istotnej mierze organ nadzoru giełdowego decyduje o praktyce stosunków cywilnoprawnych z udziałem podmiotów nadzorowanych (według art. 5 ustawy z 29.7.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 1417), np. poprzez kontrolę *ex ante* wzorców umownych. Władcza ingerencja organu nadzoru giełdowego w wymiarze indywidualnym i konkretnym jest dopuszczalna, ale organ nie może jednostronnie wpłynąć na treść stosunków prywatnoprawnych z udziałem

¹ Zob. np. K. Zacharzewski, [w:] M. Stec (red.), System Prawa Handlowego, t. 4, Prawo instrumentów finansowych, Warszawa 2016, s. 1022 i nast.

podmiotów nadzorowanych już po ich powstaniu *inter partes*. Charakterystycznym przykładem powiązań na styku giełdowego prawa cywilnego i administracyjnego służy instytucja publicznej propozycji nabycia walorów giełdowych według art. 3 ustawy z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 512 ze zm.). W stosunkach giełdowych elementy kształtujące konsensus (czyli oświadczenia woli) przestały być w obecnych czasach sprawą jedynie prywatną. Władze oddziaływanie organu administracyjnego (wykonywane na bazie zasady legalizmu) odnosi się nawet do takiej kwestii jak moment ukończenia oświadczenia woli przez jednego z uczestników konsensusu (emitenta waloru giełdowego). Tym sposobem bez aprobaty organu nadzoru giełdowego w fazie formułowania propozycji nabycia waloru giełdowego nie dojdzie do konsensusu zasługującego na ochronę, a wręcz przeciwnie – pojawiają się podstawy wymierzenia sankcji administracyjnej w związku z czynnością prawną dokonaną wbrew ustawie (art. 3 OfPublU), co nie pozostaje bez wpływu na sferę prawa prywatnego (art. 58 § 1 KC).

- 13** **Giełdowe prawo karne** obejmuje regulację czynów zabronionych pod groźbą kary¹. Wątki charakterystyczne dla regulacji prawnokarnej występują jednak również w giełdowym postępowaniu administracyjnym, i to z dużym nasileniem. Na tle giełdowego postępowania karno-administracyjnego zachodzi wyjątek od zasady, że postępowanie karne może toczyć się wyłącznie przed niezawisłym sądem, a więc niezależnym od administracji państwowej. To zaś nasuwa do rozstrzygnięcia ciekawe problemy na styku różnych gałęzi nauk, sięgające aż do zasady trójpodziału władz, a niezależnie od tego stwarza okazję oceny zagadnień wyłaniających się w praktyce stosowania sankcji *par excellence* karnej przez organ władzy wykonawczej.
- 14** Presja nowoczesnych poglądów na temat gałęziowej systematyki prawa nie odbiera wprawdzie prawa giełdowemu podstawowych cech gałęzi prawa. Ponieważ przepisy prawa giełdowego nie regulują stosunków tego samego rodzaju, lecz stosunki różnego rodzaju, to **prawo giełdowe jest bez wątpienia tzw. gałęzią kompleksową**. Kompleksowe gałęzie prawa to zespoły norm odnoszące się do jednego przedmiotu (stosunku społecznoprawnego), chociaż w ujęciu systematycznym należą one do kilku gałęzi.

W rzeczywistości jednak trzeba przyznać, że dążenie do wyodrębnienia nowej gałęzi prawa giełdowego oraz opatrzenie tej propozycji zestawem przekonywujących argumentów nie ma większej praktycznej doniosłości, podobnie jak precyzyjne usytuowanie prawa giełdowego w systemie prawa polskiego. Liczy się bowiem przede wszystkim analiza poszczególnych instytucji tej kompleksowej gałęzi prawa, a przyjęcie takiej, a nie innej konwencji nie ma wpływu na warstwę dogmatyczną prawa giełdowego oraz jego deskrypcję za pomocą tradycyjnych metod wykładni (przede wszystkim językowo-logicznej). W dyskusji nad statusem prawa giełdowego pierwszoplanowe znaczenie odgrywiają aspekty pragmatyczne skoncentrowane na problematyce praktycznego stosowania prawa.

¹ Zob. np. M. Sucharski, Prawnokarna ochrona giełdowego obrotu papierami wartościowymi, Toruń 2006, s. 59 i nast.

§ 3. Publicyzacja prawa giełdowego

Prawo giełdowe jest nasycone elementami publiczno- oraz prywatnoprawnymi i trudno zademonstrować pierwiastek przeważający. Można jedynie konwencjonalnie przyjąć, że zachodzi między nimi równowaga, chociaż patrząc na giełdę i obrót giełdowy z różnych perspektyw i stanowisk takiej równowagi nie ma. Podejście publicznoprawne do obrotu giełdowego z wyeksponowanym elementem władczego oddziaływania jest aktualnie wyraźnie zaakcentowane w skali światowej i taka tendencja nie ulegnie raczej odwróceniu. 15

Prawa giełdowego nie ominął proces wzmożonej publicyzacji prawa. Przyczyny tego zjawiska wiążą się przede wszystkim z wzrostem funkcji społecznych państw w zakresie organizatorskim, w zakresie zapewnienia bezpieczeństwa (rozumianego wielowymiarowo) oraz w związku z rozwojem nowych technik i technologii, m.in. nowoczesnych metod przetwarzania danych. Na bazie tych ustaleń z łatwością można wskazać **podstawowe płaszczyzny publicyzacji prawa giełdowego**. Giełda pozostaje pod kontrolą państwa, dbałość o tzw. bezpieczeństwo obrotu giełdowego wysuwa się na czoło jako *Leitmotive* prawa giełdowego, co uzasadnia swoją drogą publicznoprawną reglamentację obrotu cywilnoprawnego w zakresie nowoczesnego zjawiska dematerializacji waloru giełdowego w jego rozległych przestrzeniach jurydycznych.

Rozrost funkcji państwa jest zsynchronizowany z koncepcją interwencjonizmu państwowego, wdrożoną praktycznie na wielu obszarach geograficzno-gospodarczych, a ostatnio święcąca nawet swój renesans (na fali głębokich kryzysów gospodarczych). Giełda od interwencji (w sensie prawnym) oraz interwencjonizmu (w sensie kejnistsowskim) wolna nie jest, ze względu na wpłatanie w układ liberalnych stosunków gospodarczych, przeciwko którym kierowane jest niekiedy ostrze sprzeciwu społecznego i idąca za tym ingerencja polityczna. Głównym instrumentem interwencji w sferze obrotu giełdowego (także w wymiarze prywatnym) stały się przeto legislacyjne metody oddziaływania za pomocą prawa administracyjnego. **Publicyzacja prawa giełdowego przyjęła formę jego administratywizacji**, co wiele tłumaczy i rzuca szeroki snop światła na ocenę preferowanej przez ustawodawcę techniki regulacji prawa giełdowego. W dyskusji nad ogólnymi kierunkami legislacyjnego oddziaływania na sferę obrotu giełdowego nieustannie dyskutowany jest dylemat związany z pytaniem o pożądany i jednocześnie wystarczający zakres publicznoprawnej regulacji, który oscyluje od tzw. deregulacji aż do tzw. przeregulowania. 16

Prawo giełdowe dzisiejszej doby jest **na pierwszy rzut oka przeregulowane**, co jednak nie powinno być traktowane jako baza konkluzji negatywnych, chociaż budzi sprzeciw oponentów, wyrastający na ogół z braku zrozu- 17

mienia zjawisk okologicznych i towarzyszących temu dylematów ustawodawcy. Obszerna regulacja sfery giełdowej, z wyeksponowanym wątkiem prawa administracyjnego, odgrywa bowiem rolę nieprzeciętną. Tym sposobem państwo rozciąga dbałość w znacznym stopniu o własne interesy. Układ stosunków giełdowych jest aktualnie skomplikowany do tego stopnia, że starania jednostki w celu wyegzekwowania rekompensaty na wypadek ewentualnego naruszenia jej sfery prawnej w wielu przypadkach okazują się nieefektywne, zarówno w skali makro (publicznej), jak i w wymiarze indywidualnym (odszkodowawczym). Znaczne zagęszczenie regulacji prewencyjnych jest cenione wyżej niż usuwanie *post factum* skutków zaszczości negatywnych w realiach braku szczelnej regulacji. Taka tendencja legislacyjna dominuje w skali światowej.

18 Precyzyjna i szerokoaspektowa reglamentacja prawa giełdowego (nasuwająca myśl o przeregulowaniu) ma w swoich najgłębszych założeniach zapobiec społecznym niepokojom ze względu na rozchwianie układu stosunków społecznych w wyniku ewentualnego przesilenia (kryzysu) na masową skalę. Siłą rzeczy w orbicie oddziaływania ochronnego znajdują się również interesy indywidualne. Trudno jednak ocenić, czy rzeczywiście właśnie ochrona interesów indywidualnych stoi na pierwszym planie, chociaż ustawodawca dość jednoznacznie to deklaruje i podkreśla dbałość o interesy obywateli (inwestorów), wprowadzając coraz doskonalsze rozwiązania koncepcyjne oraz środki legislacyjnego kształtowania stosunków giełdowych. Jednym z takich środków oddziaływania jest też oczywiście deregulacja, jako wyraz aprobaty (i zaufania) dla praktyki. Niedoregulowana sfera stosunków giełdowych ulega jednak postępującej redukcji. Ustawodawcy raczej chętnie zapełniają coraz to nowe obszary regulacją prawn-administracyjną, kierując się zrozumiałym ze względu na oczywiste motywy usprawiedliwiające przesłaniem prewencyjnym. Regulacja stosunków giełdowych za pomocą przepisów prawa prywatnego nie potrafiłaby tego zapewnić, nawet gdyby ustawodawca nadał ściśle reglamentowany kształt wszystkim czynnościom prawnym dokonywanym w orbicie oddziaływania giełdy za pomocą *ius cogens* i jednocześnie zapewnił efektywny wymiar sprawiedliwości (np. przez stałe giełdowe sądownictwo polubowne).

19 Proces publicyzacji prawa giełdowego piętrzy przy okazji dodatkowe trudności na etapie klasyfikacji tej gałęzi prawa, ponieważ współcześnie ma ona wyraźnie mieszany (kompleksowy) charakter, łącząc w sobie parametry prawa publicznego i prywatnego. W ujęciu dogmatycznym prawa giełdowego nie da się usytuować w dziedzinie prawa publicznego albo prywatnego. Prawo giełdowe nie jest ani czystym prawem publicznym, ani czystym prawem prywatnym. W praktyce te dwie sfery są ze sobą ściśle powiązane, ponieważ **prywatne prawa podmiotowe podlegają ochronie za pomocą instrumentów publicznoprawnych** i mogą zostać nawet ze względu na interes publiczny w taki lub inny sposób ograniczone.

20 **Ochrona interesów publicznych oraz prywatnych za pomocą normatywnych środków oddziaływania administracyjnego jest niekwestionowanym celem prawa giełdowego.** Stanowi też jedną spośród wielu jego cech

swoistych. Nie jest to żadnym ewenementem we współczesnych stosunkach społecznych, że interes prywatny jest chroniony za pomocą środków oddziaływania publicznego. Rzecz jednak w tym, że pod hasłem ochrony różnych interesów przepisy prawa giełdowego stawiają szereg ograniczeń, które uderzają przede wszystkim w autonomię osób prawa prywatnego. Najbardziej charakterystycznym spośród nich jest **permanentne oddziaływanie organu nadzoru giełdowego na wszystkich obszarach związanych z cyrkulacją instrumentów finansowych w obiegu zorganizowanym**, który opiera się na koncepcji publicznej propozycji nabycia waloru określonej w zarysie w art. 3 OfPublU¹. Taka formuła w odczuciu społecznym aktualnie budzi coraz mniejsze obawy o rosnące podporządkowanie jednostek władzy państwowej. Uczestnicy obrotu giełdowego po prostu przyjmują do wiadomości omnipotentną i nieustannie rozrastającą się regulację obrotu giełdowego. Waga procesów gospodarczych rozgrywających się na giełdach oraz w ich otoczeniu niweluje tę pozorną niedogodność. Obszerna regulacja szczegółowa oraz efektywne wykonywanie nadzoru giełdowego zapewniają giełdzie **integralność, która jest wartością wyżej stojącą w hierarchii wartości od interesów indywidualnych**, zasługujących zresztą na efektywną ochronę w stopniu przynajmniej nie mniejszym. Model giełdy oraz kształt prawa giełdowego (treść przepisów) jest więc zdeteminowany względami ustrojowo-politycznymi.

Z orzecznictwa:

W Prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi ustawodawca uznał, iż interesy inwestorów jako uczestników publicznego obrotu zagwarantowane są całym systemem norm dotyczących uczciwego obrotu łącznie z wykluczeniem papierów wartościowych z publicznego obrotu oraz sankcjami pieniężnymi za popełnienie deliktu administracyjnego. Prawodawca w takim stanie rzeczy nie nadał przymiotu strony akcjonariuszom, wychodząc z założenia, iż system ochrony ich interesów przyjęty w ustawie poprzez nadzór Komisji Papierów Wartościowych i Giełd czyni zadość postulatowi ochrony indywidualnej (wyr. NSA z 25.9.2001 r., III SA 3330/00, Legalis).

§ 4. Prawo giełdowe jako dyscyplina dogmatyczna

Ustalenia teorii prawa stwarzają podstawę zakwalifikowania prawa giełdowego do dziedziny nauk prawnych dogmatycznych. W ujęciu dogmatycznym prawo giełdowe (jako szczegółowa dyscyplina prawnicza) to ogół przepisów prawa polskiego, których normy w swoich hipotezach bądź dyspozycjach wyznaczają prawną pozycję giełdy (według art. 33 albo 55¹ KC), bądź uczest-

¹ Szerzej zob. *M. Wierzbowski, P. Wajda*, [w:] *M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda* (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2018, s. 6 i nast.

ników obrotu giełdowego, bądź odnoszą się do czynności dokonywanych w obrocie giełdowym, bądź operują w zakresie nadzoru giełdowego. Katalog źródeł prawa giełdowego obejmuje przede wszystkim obowiązujące akty prawa stanowionego (ustawodawstwo giełdowe; **prawo giełdowe w znaczeniu przedmiotowym**).

22 Prawo giełdowe jest otwarte na pozanormatywne kryteria ocenne oraz normotwórstwo prywatne. Pozanormatywne kryteria ocenne stosunków giełdowych przenikają z kilku kierunków, pod postacią klauzul generalnych oraz zwrotów niedookreślonych, przede wszystkim przewidzianych w przepisach prawa giełdowego (np. bezpieczeństwo obrotu giełdowego; zob. rozdział VII), jak również w przepisach prawa prywatnego (głównie KC oraz KSH). Paradigmat pozytywizmu prawniczego ulega w sferze giełdowej przełamaniu także w związku z wdrożeniem do stosowania kodeksów etyki zawodowej (kodeksów deontologicznych) oraz zestawień dobrych praktyk (*corporate governance*). Nie są to źródła prawa, chociaż mają wpływ na ocenę stosunków prawnych zawiązywanych w otoczeniu giełdy. Do źródeł prawa giełdowego nie zaliczają się także źródła prywatne, które nie są aktami prawnymi w świetle wyobrażeń konstytucyjnych. Tę kategorię wypełniają przede wszystkim uchwały organów uczestników obrotu giełdowego oraz regulaminy opracowane przez uczestników obrotu giełdowego i wdrożone do stosowania po uzyskaniu akceptacji organu nadzoru giełdowego.

23 Takie ujęcie może stanowić dobrą bazę dla wstępnego zarysowania **głównych obszarów tematycznych dogmatyki prawa giełdowego na tle innych dogmatyk spokrewnionych** ze względu na związek z cyrkulacją instrumentów finansowych według art. 2 ust. 1 ObrInFinU¹. Zestawienie porównawcze prawa giełdowego z dziedzinami pokrewnymi (przynajmniej pod względem pojęciowym) ma w dużej mierze wymiar konwencjonalny, chociaż uporządkowanie materiału na potrzeby dociekań szczegółowych uchodzi za zabieg pożyteczny w ujęciu poznawczym oraz praktycznym. *De lege lata* usprawiedliwione są zestawienia porównawcze prawa giełdowego z prawem papierów wartościowych, prawem o publicznym obrocie papierami wartościowymi, prawem zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi, prawem rynku finansowego² oraz z prawem rynku kapitałowego³.

¹ Zob. także K. Glibowski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Prawo rynku kapitałowego, s. 408 i nast.

² Zob. E. Fojcik-Mastalska, Prawo rynku finansowego w systemie prawa, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.), Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka, Warszawa 2016, s. 19 i nast.

³ Zob. M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), System Prawa Handlowego, t. 4, s. 25.

Wiele wskazuje na to, że w ujęciu dogmatycznym prawo giełdowe ma najmniej chyba 24 wspólnego z **prawem papierów wartościowych** (różnie zresztą rozumianym). Wspólny zakres regulacji obejmuje właściwie wyłącznie styk zagadnień związanych z niektórymi partycularnymi postaciami tradycyjnych (dokumentowych) papierów wartościowych (głównie akcjami oraz obligacjami), sprowadzonymi na potrzeby obrotu giełdowego do postaci walorów zdematerializowanych (według art. 5 ust. 1 oraz art. 7 ust. 1 ObrInFinU). Przepisy o papierach wartościowych skupione w ramach ogólnej regulacji przewidzianej w KC nie znajdują zastosowania w obrocie giełdowym. Oddziaływanie przepisów KC jest zatem nikle w zakresie skutków kreacji waloru giełdowego zdematerializowanego (nowy KC albo zmiana przepisów KC o papierach wartościowych może tutaj przynieść pewne zmiany), chociaż merytoryczny obszar prawa papierów wartościowych pokrywa się w pewnej mierze z prawem giełdowym. Decyduje o tym silnie ugruntowane przekonanie o występowaniu wspólnych cech konstrukcyjnych dokumentowych papierów wartościowych oraz walorów giełdowych zdematerializowanych. Podobieństwa w tej relacji są jednak tylko powierzchowne i obejmują raczej aspekty terminologiczne niż warstwę konstrukcyjno-prawną (zob. rozdział X).

W obecnym stadium rozwojowym prawo giełdowe nie znajduje się na płaszczyźnie umożliwiającej miarodajne zestawienie w ujęciu dogmatycznym z **prawem o publicznym obrocie papierami wartościowymi**. Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi uległo dezaktualizacji *de lege lata*. Wyjściowa koncepcja publicznego obrotu papierami wartościowymi została wdrożona w prawie polskim wraz z wejściem w życie ustawy z 22.3.1991 r. (tekst jedn. Dz.U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.) utrzymała się na gruncie ustawy z 1997 r., a nawet przetrwała dużą nowelizację z 2000 r. Publiczny obrót papierami wartościowymi został zdetrinizowany jako instytucja i pojęcie prawne dopiero w 2005 r. Wówczas bowiem pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi zostało wyparte przez pojęcie zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi według ObrInFinU. Właśnie wtedy pojawiły się też formalne podstawy usamodzielnienia się prawa rynku kapitałowego, ponieważ dopiero wówczas rynek kapitałowy został w prawie polskim zdefiniowany (art. 2 pkt 6 NadRKapU). Rezygnacja z formuły publicznego obrotu papierami wartościowymi spotkała się w doktrynie z pewnymi zastrzeżeniami. Zmiana szaty pojęciowej nie wpłynęła jednak w gruncie rzeczy na warstwę konstrukcyjną, a podstawowe mechanizmy obrotu giełdowego oraz szkielet podstawowych instytucji prawa giełdowego utrzymały się w zasadzie w niezmienionym kształcie.

De lege lata zdecydowanie więcej punktów styecznych wykazuje zatem prawo giełdowe 26 w efekcie porównania z **prawem zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi**. Zorganizowany obrót instrumentami finansowymi mógłby obecnie odgrywać podstawowe znaczenie dogmatyczne (jakkolwiek brak tej formuły przyznać, że leży aktualnie – w ujęciu dogmatycznym oraz przedmiotowym – najbliżej prawa rynku kapitałowego, a zatem również prawa giełdowego. Obrót zorganizowany to obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu. Rynek kapitałowy obejmuje natomiast przede wszystkim rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ObrInFinU oraz OfPublU, czyli tych aktów prawnych, które kładą podwalinę pod pojęcie zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi. Zorganizowany obrót instrumentami finansowymi obejmuje zatem giełdowy obrót instrumentami finansowymi. Pod względem zakresowym pojęcia prawa zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi oraz prawa giełdowego krzyżują się.

27 Prawo giełdowe mieści się też z pewnością w głównym nurcie **prawa rynku finansowego**, które *de lege lata* (według art. 1 ust. 2 ustawy z 21.7.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 621 ze zm.) obejmuje przede wszystkim działalność banków, instytucji zabezpieczenia emerytalnego (w wymiarze kapitałowym), zakładów ubezpieczeń oraz instytucji rynku kapitałowego. Prawo giełdowe, jako prawo firm inwestycyjnych według art. 3 pkt 33 ObrInFinU oraz podmiotów (spółek) prowadzących poszczególne segmenty zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi, zajmowałoby w tym zestawieniu równorzędną pozycję z prawem bankowym, z prawem zabezpieczenia emerytalnego (w wymiarze kapitałowym) oraz z prawem ubezpieczeniowym. Przedmioty i zakresy tych dyscyplin są jednak różne. Trzeba też wiedzieć, że pojęcie rynku finansowego uzyskało samodzielność dogmatyczną w konsekwencji oddziaływania najświeższych światowych prądów w zakresie wykonywania nadzoru finansowego. Podstawowe instytucje prawne poszczególnych dyscyplin dogmatycznych usytuowanych w granicach prawa rynku finansowego są różne, a wspólny obszar regulacji jedynie minimalny, chociaż niezwykle doniosły (nadzór). Prawo giełdowe zawiera się więc w szeroko rozumianym prawie rynku finansowego, ale wspólne są tylko niektóre płaszczyzny.

28 Prawo giełdowe wyróżnia się na tle **prawa rynku kapitałowego** przede wszystkim wysuniętym na pierwszy plan kryterium podmiotowym. Giełda jako osoba prawna (art. 33 KC) prowadząca przedsiębiorstwo (art. 55¹ KC) zajmuje pozycję w samym centrum rynku kapitałowego, nie tylko w rozumieniu potocznym, ale również w świetle definicji rynku kapitałowego przewidzianej w art. 2 pkt 6 NadRKapU. Prawo rynku kapitałowego jest zaś dla odmiany osadzone w realiach przedmiotowych, ze względu na zorientowanie w kierunku rynku, który pojęciem jurydycznym nie jest.

Prawo giełdowe można jednak na bazie tego założenia ująć jako regulację stosunków prawnych rozgrywających się na zdefiniowanym przez ustawodawcę rynku kapitałowym, która obejmuje regulację stosunków prawnych z udziałem giełdy wynikających z dokonywanych czynności giełdowych bądź też – w komplementarnym ujęciu syntetycznym – regulację czynności giełdowych dokonywanych przez uczestników obrotu giełdowego.

Taka ogólna formuła przedmiotowa prawa giełdowego jest dosyć pojemna i obejmuje swoim zakresem znaczną część przedmiotu prawa rynku kapitałowego. Prawo rynku kapitałowego, konsekwentnie oglądane przez pryzmat definicji ustawowej rynku kapitałowego według art. 2 pkt 6 NadRKapU, obejmuje więc – analogicznie – znaczną część przedmiotu prawa giełdowego. Zakresy znaczeniowe obu nazw krzyżują się, co jednak w żadnym razie nie piętrzy przeszkód poznawczych, nie zniekształca wniosków praktycznych ani nie deprecjonuje żadnego ujęcia z punktu widzenia gałęziowej systematyki systemu prawa.

W czasach krystalizowania się pojęcia prawa rynku kapitałowego ustawowa definicja rynku kapitałowego jeszcze nie obowiązywała. Dlatego można powiedzieć, że określenie stosunków prawnych z udziałem instytucji giełdowej mianem prawa rynku kapitałowego jest aktualnie usprawiedliwione w takim samym stopniu, jak określanie jej mianem prawa giełdowego. Po prostu chodzi tutaj – w obu przypadkach – o pewną konwencję. Prawo rynku kapitałowego jako kompleksowa gałąź prawa niczym nie różni się od prawa giełdowego. W doktrynie zauważono zresztą, że prawo rynku kapitałowego nie doczekało się jeszcze do końca sprecyzowanej siatki pojęciowej. Stwarza to pole do wdzięcznej interpretacji stosunków giełdowych rozgrywających się przecież przede wszystkim na rynku kapitałowym, z tym jednak oczywistym zastrzeżeniem, że dają one o sobie znać także na innych obszarach rynku finansowego (w dziedzinie bankowej, emerytalnej oraz ubezpieczeniowej).