

# ŚRODKI NADZORU NA RYNKU KAPITAŁOWYM

Marcin Dyl

MONOGRAFIE LEX



LEX

a Wolters Kluwer business

# ŚRODKI NADZORU NA RYNKU KAPITAŁOWYM

Marcin Dyl

Zamów książkę w księgarni internetowej

**proinfo.pl**  
księgarnia internetowa



**LEX**

a Wolters Kluwer business

Warszawa 2012

# Spis treści

---

Wykaz skrótów / 11

Wprowadzenie / 15

## Rozdział I

### **Oddziaływanie ograniczania zasady wolności gospodarczej na środki nadzoru na rynku kapitałowym / 35**

1. Zagadnienia wprowadzające / 35
  - 1.1. Rozważania natury ogólnej / 35
  - 1.2. Ochrona prawa własności / 41
  - 1.3. Wolność gospodarcza / 44
  - 1.4. Swoboda zawierania umów / 48
  - 1.5. Ochrona swobodnej i uczciwej konkurencji / 51
2. Ograniczenie zasady wolności gospodarczej a zasady ogólne funkcjonowania rynku kapitałowego / 53
  - 2.1. Zagadnienia wstępne / 53
  - 2.2. Zasady ingerujące w kształt regulacji prawa cywilnego / 56
    - 2.2.1. Zasada dematerializacji papierów wartościowych i dematerializacji obrotu / 56
    - 2.2.2. Zasada obrotu na rynku regulowanym / 59
    - 2.2.3. Zasada przymusu maklerskiego / 61
  - 2.3. Zasada administracyjnego nadzoru / 63
3. Podsumowanie / 68

## Rozdział II

### **Prawoustrojowa pozycja Komisji Nadzoru Finansowego / 71**

1. Zagadnienia wstępne / 71
2. Skład Komisji / 72
3. Funkcje i zadania Komisji. Cel nadzoru / 77

4. Organizacja Komisji / **82**
5. Rola przewodniczącego Komisji / **85**
6. Urząd Komisji / **87**
7. Prawne formy działania Komisji / **88**
  - 7.1. Uchwały Komisji / **88**
  - 7.2. Indywidualne akty administracyjne / **90**
  - 7.3. Akty normatywne / **91**
  - 7.4. Czynności ewidencyjne / **93**
  - 7.5. Czynności kontrolne / **94**
8. Status prawny Komisji / **95**
9. Podsumowanie / **101**

### Rozdział III

#### **Europejski organ nadzorujący funkcjonowanie rynku kapitałowego / 104**

1. Uwagi wprowadzające / **104**
2. Wspólne założenia celów oddziaływania branżowych europejskich organów nadzoru nad rynkiem finansowym / **111**
  - 2.1. Cele działania / **111**
3. Zadania europejskiego organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym / **113**
  - 3.1. Zakres zadań / **113**
  - 3.2. Możliwości realizacji zadań / **114**
4. Kształt relacji nadzorczych / **115**
  - 4.1. Relacje o charakterze władczym w ujęciu organ europejski – organ nadzoru krajowego / **115**
  - 4.2. Relacje o charakterze władczym kształtowane przez organ europejski wobec indywidualnych podmiotów prawa prywatnego / **116**
  - 4.3. Mechanizmy miękkie współdziałania organów nadzoru (wymiana informacji, współpraca i koordynacja) / **119**
5. Podsumowanie / **120**

### Rozdział IV

#### **Metody regulacji środków nadzoru na rynku kapitałowym / 122**

1. Regulacja administracyjnoprawna / **122**
  - 1.1. Założenia ogólne regulacji administracyjnoprawnej / **122**
  - 1.2. Postępowanie administracyjne a postępowanie karno-administracyjne / **136**

- 1.3. Model kontroli rozstrzygnięcia w ramach administracji / **146**
- 1.4. Model weryfikacji ostatecznych decyzji administracyjnych w ramach kontroli sądownoadministracyjnej / **155**
2. Regulacja karnoprawna / **165**
  - 2.1. Założenia ogólne regulacji karnoprawnej / **165**
  - 2.2. Przewodniczący Komisji jako pokrzywdzony / **166**
  - 2.3. Postępowanie wyjaśniające / **168**
  - 2.4. Blokada rachunku / **182**
3. Regulacja cywilnoprawna / **188**
  - 3.1. Założenia ogólne regulacji cywilnoprawnej / **188**
  - 3.2. Przewodniczący Komisji jako prokurator w sprawach cywilnych / **189**
  - 3.3. Legitymacja Komisji do skarżenia uchwał organów podmiotów nadzorowanych / **197**
4. Podsumowanie / **200**

## Rozdział V

### **Środki nadzoru na rynku kapitałowym w ujęciu materialnoprawnym / 204**

1. Zagadnienia wprowadzające / **204**
2. Środki oddziaływania o charakterze władczym / **208**
  - 2.1. Zezwolenia na prowadzenie działalności (podmiotowe zezwolenie instytucjonalne) / **208**
  - 2.2. Zezwolenia na zasiadanie w organach zarządzających spółek (podmiotowe zezwolenie personalne) / **212**
  - 2.3. Procedura dopuszczeniowa (zezwolenie przedmiotowe) / **215**
  - 2.4. Wpis / **219**
    - 2.4.1. Wpis do rejestru inwestorów kwalifikowanych / **219**
    - 2.4.2. Wpis do ewidencji papierów wartościowych (instrumentów finansowych) / **225**
    - 2.4.3. Wpis na listę maklerów papierów wartościowych i listę doradców inwestycyjnych / **229**
    - 2.4.4. Wpis do rejestru agentów firmy inwestycyjnej / **232**
    - 2.4.5. Charakter prawny wpisu – cechy wspólne i różnice / **234**
  - 2.5. Sprzeciw / **236**

- 2.5.1. Zagadnienia ogólne / **236**
- 2.5.2. Termin materialnoprawny – skutki / **239**
- 2.5.3. Możliwość zawieszenia postępowania / **245**
- 2.5.4. Podstawa rozstrzygnięcia / **247**
- 2.5.5. Możliwość pozytywnego rozstrzygnięcia w formie aktu administracyjnego / **249**
- 2.6. Zgoda na nabycie prawa (wykonywanie z niego uprawnień) / **251**
- 2.7. Zniesienie dematerializacji akcji / **254**
- 2.8. Zakazy oraz nakazy o charakterze prewencyjnym w stosunku do podmiotów nadzorowanych / **258**
- 2.9. Cofnięcie zezwolenia (w całości bądź w części) / **260**
  - 2.9.1. Zagadnienia ogólne / **260**
  - 2.9.2. Sankcyjne cofnięcie uprawnienia / **261**
  - 2.9.3. Dobrowolne cofnięcie uprawnienia / **264**
  - 2.9.4. Ograniczenie zakresu zezwolenia / **268**
- 2.10. Sankcje pieniężne / **270**
- 3. Środki oddziaływania o charakterze niewładczym / **276**
  - 3.1. Organ nadzoru a informacja na rynku kapitałowym / **276**
    - 3.1.1. Dostęp do informacji uzyskiwany przez organ nadzoru / **276**
    - 3.1.2. Przekazanie informacji do publicznej wiadomości przez organ nadzoru / **281**
  - 3.2. Uczestnictwo w posiedzeniach organów podmiotów nadzorowanych / **284**
  - 3.3. Badanie sytuacji finansowej podmiotów nadzorowanych / **286**
    - 3.3.1. Zagadnienia ogólne / **286**
    - 3.3.2. Normatywne ramy związane z kształtowaniem wymogów kapitałowych podmiotów nadzorowanych / **287**
    - 3.3.3. Mechanizmy kontroli specjalistycznej umożliwiającej ocenę jakości sporządzania informacji finansowej / **289**
- 4. Środki oddziaływania o charakterze mieszanym / **292**
  - 4.1. Zagadnienia wprowadzające / **292**
  - 4.2. Wpływanie na wewnątrz korporacyjną strukturę działania podmiotów nadzorowanych / **292**
- 5. Podsumowanie / **295**

Zakończenie / **299**

Literatura / **307**

Glosy / **339**

Orzeczenia / **341**





# Wykaz skrótów

---

## Akty prawne

- k.c.** ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.)
- Konstytucja RP** ustawa z dnia 2 kwietnia 1997 r. – Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. Nr 78, poz. 483 z późn. zm. i sprost.)
- k.p.a.** ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2000 r. Nr 98, poz. 1071 z późn. zm.)
- k.p.c.** ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. Nr 43, poz. 296 z późn. zm.)
- k.p.k.** ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks postępowania karnego (Dz. U. Nr 89, poz. 555 z późn. zm.)
- k.z.** rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 października 1933 r. – Kodeks zobowiązań (Dz. U. Nr 82, poz. 598 z późn. zm.)
- pr. bank.** ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn.: Dz. U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665 z późn. zm.)
- pr. bud.** ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. – Prawo budowlane (tekst jedn.: Dz. U. z 2010 r. Nr 243, poz. 1623 z późn. zm.)

- pr. energ.** ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 r. – Prawo energetyczne (tekst jedn.: Dz. U. z 2006 r. Nr 89, poz. 625 z późn. zm.)
- pr.p.s.a.** ustawa z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 270 z późn. zm.)
- u.f.i.** ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.)
- u.g.t.** ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2010 r. Nr 48, poz. 284 z późn. zm.)
- u.l.z.** ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2003 r. Nr 99, poz. 919 z późn. zm.)
- u.n.r.f.** ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. Nr 157, poz. 1119 z późn. zm.)
- u.n.r.k.** ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.)
- u.ob.** ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (tekst jedn.: Dz. U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300 z późn. zm.)
- u.o.i.f.** ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm.)
- u.o.k.k.** ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz. U. Nr 50, poz. 331 z późn. zm.)
- u.o.p.** ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.)

<b>ustawa o RPO</b>	ustawa z dnia 15 lipca 1987 r. o Rzeczniku Praw Obywatelskich (tekst jedn.: Dz. U. z 2001 r. Nr 14, poz. 147 z późn. zm.)
<b>TFUE</b>	traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE C 83 z 20.03.2010, s. 47)
<b>TWE</b>	traktat o Wspólnocie Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE C 321E z 29.12.2006, s. 37)

## Periodyki

<b>AUWr</b>	Acta Universitatis Wratislaviensis
<b>GAP</b>	Gospodarka – Administracja Państwowa
<b>GSP – Prz. Orz.</b>	Gdańskie Studia Prawnicze – Przegląd Orzecznictwa
<b>ONSA</b>	Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego
<b>OSN</b>	Orzecznictwo Sądu Najwyższego
<b>OSNAP</b>	Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Administracyjna i Pracy
<b>OSNAPiUS</b>	Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Administracyjna, Pracy i Ubezpieczeń Społecznych
<b>OSNC</b>	Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Cywilna
<b>OSNwSK</b>	Orzecznictwo Sądu Najwyższego w Sprawach Karnych
<b>OSP</b>	Orzecznictwo Sądów Polskich
<b>OSPiKA</b>	Orzecznictwo Sądów Polskich i Komisji Arbitrażowych
<b>OTK</b>	Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego
<b>PiP</b>	Państwo i Prawo
<b>PiŻ</b>	Prawo i Życie
<b>POP</b>	Przegląd Orzecznictwa Podatkowego

<b>PPH</b>	Przegląd Prawa Handlowego
<b>PPW</b>	Prawo Papierów Wartościowych
<b>Pr. Sp.</b>	Prawo Spółek
<b>Prok. i Pr.</b>	Prokuratura i Prawo
<b>PUG</b>	Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
<b>RPEiS</b>	Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
<b>SPE</b>	Studia Prawno-Ekonomiczne
<b>ST</b>	Samorząd Terytorialny

### **Instytucje**

<b>KDPW</b>	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
<b>KNB</b>	Komisja Nadzoru Bankowego
<b>KNF</b>	Komisja Nadzoru Finansowego
<b>KNUiFE</b>	Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych
<b>KPW</b>	Komisja Papierów Wartościowych
<b>KPWIG</b>	Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
<b>KRRiT</b>	Krajowa Rada Radiofonii i Telewizji
<b>NBP</b>	Narodowy Bank Polski

### **Organy orzekające**

<b>NSA</b>	Naczelnny Sąd Administracyjny
<b>SN</b>	Sąd Najwyższy
<b>TK</b>	Trybunał Konstytucyjny
<b>WSA</b>	Wojewódzki Sąd Administracyjny

# Wprowadzenie

---

## 1. Cele nadzoru na rynku kapitałowym

Punktem wyjścia dla tworzenia regulacji rynku kapitałowego jest określenie celów nadzoru na tym rynku<sup>1</sup>. Stanowi to podstawę do kształtowania określonych środków nadzoru<sup>2</sup>. Wynika to z tego, że środki nadzoru są metodą realizacji określonych celów nadzoru. Same cele nadzoru są pochodną wykorzystywania rynku kapitałowego<sup>3</sup> jako platformy do transferu kapitału od podmiotów posiadających nadwyżki do tych, którzy tego kapitału potrzebują<sup>4</sup>, jak i wykorzystywania rynku kapitałowego<sup>5</sup> jako mechanizmu wartościowania zainwestowanych funduszy<sup>6</sup>. Można wtedy mówić o funkcjach i zadaniach rynku kapitałowego<sup>7</sup>.

---

<sup>1</sup> Zakłada się bowiem ochronę prawną rynku kapitałowego, jak i jego uczestników; W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 19.

<sup>2</sup> W ujęciu historycznym część z nich kształtowała się jako podlegająca nadzorowi państwowemu, a część jako regulacje autonomiczne organizacji tworzących dany rynek obrotu – zob. S. Woyzbun, *Gielda. Przeszłość. Organizacja obecna. Obroty*, Warszawa 1928, s. 18–20.

<sup>3</sup> Szerzej, głównie z punktu widzenia wpływu rynku giełdowego – M. Puławski (w:) *Giełdy w gospodarce światowej*, pod red. W. Januszkiewicza, Warszawa 1991, s. 21–25.

<sup>4</sup> Na temat mechanizmów publicznoprawnych sławiących czynnik następczy w stosunku do pierwotnych rozwiązań prywatnoprawnych kształtujących rynek kapitałowy – K. Smaga, *Z problematyki obrotu akcjami spółki publicznej*, PPH 1996, nr 8, s. 19 i n.

<sup>5</sup> O funkcjach rynku kapitałowego w gospodarce – szerzej A. Sopoćko, *Gielda papierów wartościowych*, Warszawa 1991, s. 10–18.

<sup>6</sup> Zob. R. Jurga, M. Michalski, *Spółki organizatorskie na rynku kapitałowym w uregulowaniach ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* (cz. I), Mon. Pod. 1995, nr 10, s. 301.

<sup>7</sup> J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003, s. 22–25.

Tworzenie regulacji kształtujących mechanizmy funkcjonowania rynku kapitałowego<sup>8</sup> wiąże się z zabezpieczeniem inwestorów<sup>9</sup> (a czasem wręcz całego rynku) przed zidentyfikowanymi ryzykami<sup>10</sup>. W tym zakresie można przyjąć następującą klasyfikację, wskazujących na ryzyka występujące na rynku kapitałowym, jak również możliwości ich ograniczania:

- a) ryzyko utraty powierzonego kapitału (jego minimalizacja koncentruje się na zapewnieniu transparentności informacji o emitencie w ramach „upubliczniania” papierów wartościowych na rynku masowym);
- b) ryzyko niezyskania właściwej informacji w zakresie niezbędnym do podjęcia właściwej decyzji inwestycyjnej<sup>11</sup> (zabezpieczeniem przed jego negatywnymi skutkami jest dążenie do zapewnienia równego i powszechnego dostępu<sup>12</sup> do informacji mogących mieć wpływ na cenę<sup>13</sup> – czynnik subiektywny, lub wartość – czynnik obiektywny, papieru wartościowego);
- c) ryzyko niewłaściwego zarządzania powierzonym kapitałem (zmniejszane mechanizmami mającymi zabezpieczyć profesjonalizm i bezpieczeństwo procesu zarządzania środkami przez podmioty temu procesowi przypisane, a podlegającymi określonemu nadzorowi sprawowanemu przez organ państwa, czy to infrastrukturalne – domy maklerskie, fundusze inwestycyjne, czy też indy-

---

<sup>8</sup> Na temat tego pojęcia bardziej w ujęciu ekonomicznym – B. Belletante, *Gielda. Jej funkcjonowanie i rola w życiu gospodarczym*, Warszawa–Poznań 1996, s. 162.

<sup>9</sup> Oczywiście pierwotne jest założenie dostępu inwestorów do informacji, co jest pochodną zasady równego traktowania akcjonariuszy w świetle przepisów prawa, występującej zarówno w regulacjach unijnych, jak i prawie krajowym – zob. B. Mossdorf, *Spezielles Gesellschaftsrecht für börsennotierte Aktiengesellschaften in den EG-Mitgliedstaaten*, Berlin 2010, s. 196 i n.; F. Ochmann, *Die Aktionärsrechte-Richtlinie. Auswirkungen auf das deutsche und europäische Recht*, Berlin 2009, s. 29 i n.

<sup>10</sup> Szerzej na temat przyczyn reglamentacji działalności gospodarczej – C. Kosikowski, *Polskie publiczne prawo gospodarcze*, Warszawa 2003, s. 206–209.

<sup>11</sup> Wiąże się to z rozwiązaniami prawnymi niezależnie od istnienia różnorodnych mechanizmów chroniących uczestników rynku metodą cywilnoprawną na zasadach ogólnych – zob. I. Weiss, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych*, PPH 1995, nr 10, s. 22–26.

<sup>12</sup> F. Ochmann, *Die Aktionärsrechte-Richtlinie...*, s. 30.

<sup>13</sup> Naruszenie tych reguł może skutkować działaniem przestępnym – J. Bojarski, *Przestępstwa wykorzystania poufnych informacji w obrocie papierami wartościowymi*, PUG 1997, nr 4, s. 10–11.

widualne – doradcy inwestycyjni czy maklerzy papierów wartościowych);

- d) ryzyko narzucania inwestorowi uciążliwych warunków umownych przez podmioty działające na rynku kapitałowym (wiąże się z umasowieniem usługi związanej z dostępem do kapitału i silniejszą ekonomicznie pozycją podmiotów świadczących usługi w stosunku do inwestorów)<sup>14</sup>.

Metodą ograniczenia tych ryzyk jest tworzenie otoczenia prawnego, w którym najważniejszą rolę odgrywa funkcjonowanie rynku obrotu<sup>15</sup>, w sposób dążący do zapewnienia określonego poziomu ochrony zarówno inwestorów, jak i rynku<sup>16</sup>. Z tego też względu najbardziej istotny ze swej natury będzie czynnik publicznoprawny wykorzystujący administracyjnoprawną metodę regulacji, co jest konsekwencją realizacji zasady administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Jego uwzględnianie będzie istotnie związane z wpływem na funkcjonowanie rynku kapitałowego zjawisk gospodarczych, albo nawet szerzej – ekonomicznych<sup>17</sup>.

## 2. Czynniki determinujące kształt regulacji rynku kapitałowego

### 2.1. Zagadnienia ogólne

Układ relacji ukształtowanych w ramach określonego społeczeństwa jest pochodną wielu czynników, których charakter determinowany jest różnorodnymi przyczynami<sup>18</sup>. Stworzenie i główne założenia modyfi-

<sup>14</sup> Szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 1–2.

<sup>15</sup> M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny giełdy papierów wartościowych*, Mon. Pod. 1995, nr 2, s. 41.

<sup>16</sup> Pierwotnym rozwiązaniem regulacji są w tym zakresie rozwiązania amerykańskie – zob. szerzej W. Hicks, M. Wierzbowski, *Eksterytorialny zasięg amerykańskiego prawa papierów wartościowych*, Przegląd Sądowy 1993, nr 7–8, s. 58–61.

<sup>17</sup> C. Banasiński, *Miejsce i rola parametrów ekonomicznych w kierowaniu gospodarką państwową. Zagadnienia administracyjnoprawne* (praca doktorska niepublikowana), Warszawa 1986, s. 11–24.

<sup>18</sup> Należy to rozpatrywać poprzez pryzmat charakteru założonego ustroju gospodarczego, czyli społecznej gospodarki rynkowej – zob. K. Kiczka, *Funkcje administracji gospodarczej jako przedmiot badań* (w:) *Funkcje współczesnej administracji gospodarczej*.

kacji kształtu ram funkcjonowania rynku kapitałowego było, moim zdaniem, stymulowane przez poniżej przedstawione elementy. Są to zapewne nie czynniki jedyne, ale te, które w danym obszarze oddziaływania wywołały, według mnie, najdalej idące skutki<sup>19</sup>. Przy takiej klasyfikacji jako determinujące kształt regulacji rynku kapitałowego można uznać następujące czynniki: historyczny-wewnętrzny (transformacja ustrojowa)<sup>20</sup>, polityczny-zewnętrzny (przystąpienie Polski do Unii Europejskiej)<sup>21</sup> i ekonomiczny<sup>22</sup> (rozwój rynku kapitałowego<sup>23</sup>; kryzys finansowy<sup>24</sup>)<sup>25</sup>.

---

*Księga dedykowana Profesor Teresie Rabskiej*, pod red. B. Popowskiej, Poznań 2006, s. 56–59.

<sup>19</sup> Przy tworzeniu rozwiązań na rynku kapitałowym można doszukiwać się wzorców regulacji w reżimie prawa bankowego – zob. L. Góral, *Kierunki rozwoju systemów ochrony depozytów pieniężnych instytucji kredytowych w wybranych krajach Wspólnoty Europejskiej*, PUG 1994, nr 3, s. 12.

<sup>20</sup> Na te skutki w związku z przechodzeniem do gospodarki rynkowej wskazuje M. Wyrzykowski, *Legislacja – demokratyczne państwo prawa – radykalne reformy polityczne i gospodarcze*, PiP 1991, z. 5, s. 21.

<sup>21</sup> W związku z przenikaniem się rynków wiąże się to z tworzeniem założeń, nie tylko tworzenia ujednoczenia wymogów publicznoprawnych tworzenia ram prowadzenia działalności podmiotów na rynku kapitałowym, lecz także ujednoczenia instytucji prawa prywatnego – zob. Ch. Twigg-Flesner, *Some Thoughts on the Harmonisation of Commercial Law and the Impact on Cross-border Transactions* (w:) *Boundaries of Commercial and Trade Law*, eds. Ch. Twigg-Flesner, G. Villata Puig, Munich 2011, s. 104–106.

<sup>22</sup> Choć na czynniki te można spoglądać szerzej – C. Banasiński, *Miejsce i rola parametrów ekonomicznych...*, s. 34–46.

<sup>23</sup> Na ten element zwraca uwagę A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym* (I), PPH 1995, nr 8, s. 12.

<sup>24</sup> O wpływie kryzysu finansowego na możliwość stosowania środków nadzoru – W. Gerke, Ch. Merx, *Chancen und Nutzen von Finanzmarktregulierung* (w:) *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Hrsg. S. Grundmann, B. Haar, H. Merkt, P.O. Mülbelt, M. Wellenhofer, Berlin–New York 2010, s. 1845 i n.

<sup>25</sup> Wskazane czynniki są podstawowymi, co nie wyłącza konieczności uwzględniania zjawisk kształtujących sposób funkcjonowania relacji społecznych w szerszej perspektywie, np. rozwój wpływu sposobu świadczenia usług kanałami elektronicznymi – zob. M. Varney, *Services, Consumer Information and Remedies in the Electronic Communications Sector: A Yet Unanswered Challenge?* (w:) *Boundaries of Commercial and Trade Law*, eds. Ch. Twigg-Flesner, G. Villata Puig, Munich 2011, s. 127.



## 2.2. Transformacja ustrojowa

Pierwszym istotnym czynnikiem determinującym kształt regulacji rynku kapitałowego była transformacja ustrojowa<sup>26</sup> rozpoczęta w Polsce w 1989 r.<sup>27</sup>, będąc elementem wewnętrznym. Jako określona sytuacja w ramach określonych uwarunkowań politycznych była ona zjawiskiem wywołującym wpływ zarówno na sferę układów relacji społecznych, jak i gospodarczych<sup>28</sup>. Ówczesne zmiany stanowiły przyczynek do tworzenia takich dziedzin funkcjonowania<sup>29</sup>, które wcześniej nie występowały w układzie stosunków społeczno-gospodarczych<sup>30</sup>, gdyż były zbędne (postrzegane jako transfer kapitału)<sup>31</sup>, a czasami wręcz szkodliwe, z punktu widzenia wcześniejszych, socjalistycznych założeń ustrojowych. Jednakże przy tak daleko idących zmianach, wynikających ze wspomnianych uwarunkowań, najistotniejsza jest ocena ingerencji administracyjnoprawnej w kontekście ochrony praw jednostki<sup>32</sup>.

Jednym ze zjawisk charakterystycznych dla wdrażanego ustroju kapitalistycznego było zapewnienie swobody przepływu kapitału w ramach relacji społeczno-gospodarczych, a ze względu na sytuację histo-

<sup>26</sup> Pierwszym krokiem było przywrócenie ogólnych regulacji odnośnie do papierów wartościowych – Cz. Żuławska, *O potrzebie kodeksowej regulacji papierów wartościowych* (w:) *Problemy kodyfikacji prawa cywilnego (studia i rozprawy). Księga pamiątkowa ku czci Profesora Zbigniewa Radwańskiego*, pod red. S. Sołtysińskiego, Poznań 1990, s. 374–375, które następnie mogły być przedmiotem modyfikacji poprzez tworzenie rozwiązań szczególnych.

<sup>27</sup> J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, s. 5–6.

<sup>28</sup> Niezależnie od braku jednoznacznych wskazówek konstytucyjnych, przełamaniem rozwiązań kształtujących za punkt wyjścia swobodę w ramach gospodarki była ustawa z dnia 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej (Dz. U. Nr 41, poz. 324 z późn. zm.) – S. Biernat, A. Wasilewski, *Ustawa o działalności gospodarczej. Komentarz*, Kraków 1997, s. 14.

<sup>29</sup> Wiązało się to z funkcjami gospodarczymi niektórych rozwiązań, jak np. w zakresie tworzenia ram funkcjonowania rynku kapitałowego – zob. A. Sopoćko, *Gięda papierów wartościowych*, s. 10–18.

<sup>30</sup> Zjawisko to dotyczyło wielu dziedzin i było kompleksowe, ponieważ odnosiło się do wielu gałęzi prawa. O tych procesach w ramach prawa prywatnego – I. Weiss, *Przeobrażenia prawa gospodarczego w warunkach reformy gospodarczej* (w:) *Problemy kodyfikacji prawa cywilnego (studia i rozprawy). Księga pamiątkowa ku czci Profesora Zbigniewa Radwańskiego*, pod red. S. Sołtysińskiego, Poznań 1990, s. 112–116.

<sup>31</sup> S. Woyzbun, *Gięda. Przeszość. Organizacja obecna. Obroty*, s. 9.

<sup>32</sup> Z. Leoński, *Zmiany materialnego prawa administracyjnego w III RP a ochrona praw jednostki* (w:) *Rola materialnego prawa administracyjnego a ochrona praw jednostki*, pod red. Z. Leońskiego, Poznań 1998, s. 9 i n.

ryczną, nawet stymulowanie tego zjawiska. Wiązało się to z odejściem od charakterystycznego dla ustroju socjalistycznego modelu własności kolektywnej na rzecz własności indywidualnej<sup>33</sup>. Poza tym w rezultacie istotne było podejście nie tylko do pojęcia własności, ale przede wszystkich do sposobu jej ochrony. Społeczeństwo musiało przełamać bowiem stereotypowe podejście, że szacunek dla własności państwowej jest ograniczony, bo „państwowe to niczyje”<sup>34</sup>; starano się zastąpić to założeniem, że dobro publiczne (także własność publiczna) jest dobrem wszystkich, a więc każda jednostka też pośrednio z takiego dobra korzysta.

Wdrażanie nowych zjawisk musiało przełamywać wcześniejsze zakazy i stymulować inny rodzaj podejścia społeczeństwa do mechanizmów społeczno-gospodarczych pojawiających się w ramach funkcjonowania nowego ustroju<sup>34</sup>. Istotnym elementem wskazywanych mechanizmów było przekształcanie przedsiębiorstw państwowych w jednoosobowe spółki Skarbu Państwa<sup>35</sup>, co poprzedzało ich prywatyzację<sup>36</sup>. W wielu przypadkach prywatyzowanych spółek niezbędnym elementem transformacji ustrojowej było stworzenie dla nabywców akcji prywatyzowanych spółek formuły umożliwiającej wtórny transfer kapitału<sup>37</sup>. W konsekwencji stworzono podstawy do uruchomienia istotnej z punktu widzenia funkcjonowania rynku kapitałowego instytucji – giełdy papierów wartościowych, jako elementu systemu ułatwiającego swobodny przepływ kapitału. Poza tym, samo funkcjonowanie rynku giełdowego uczyło też szacunku do kapitału i dawało szanse na inicjowanie zjawisk społecznych tłumaczących to, że praca nie jest jedynym źródłem dobrobytu społeczeństwa, ale może nim być również kapitał. Takie podejście miało w założeniu swym uczyć odpowiedzialności jednostki, odchodząc od maksymalnego stopnia zabezpieczenia przez państwo.

---

<sup>33</sup> W ramach grupy krajów socjalistycznych Polska obok Jugosławii była wyjątkiem, dopuszczając stosunkowo liberalne podejście w zakresie własności indywidualnej odnośnie do gruntów i gospodarstw rolnych.

<sup>34</sup> M. Wyrzykowski, *Legislacja – demokratyczne państwo prawa – radykalne reformy polityczne i gospodarcze*, s. 22.

<sup>35</sup> Cz. Żuławska, *Niektóre prawne i ekonomiczne aspekty prywatyzacji*, PiP 1991, z. 2, s. 7.

<sup>36</sup> Szerzej na temat tego zjawiska – W. Góralczyk, *Komentarz do ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych*, Warszawa 1991, s. 7–8.

<sup>37</sup> Szerzej A. Szumański, *Publiczny obrót papierami wartościowymi a prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych*, PPH 1996, nr 11, s. 13–19.

Rozwój giełdy starano się stymulować poprzez mechanizmy upowszechniające wiedzę i tożsamość ekonomiczną społeczeństwa<sup>38</sup> w ujęciu jak najbardziej masowym<sup>39</sup>. Takim rozwiązaniem było wdrażanie w 1996 r. tzw. programu powszechnej prywatyzacji<sup>40</sup>, właśnie jako zjawiska masowego<sup>41</sup>.

Natomiast niejako podsumowaniem stałego rozwoju rynku giełdowego, zarówno w ujęciu ekonomicznym, jak i społecznym, było moim zdaniem upublicznienie poprzez giełdę akcji samej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA (2011). Tego rodzaju oferta musi bowiem spełniać najwyższe poziomy transparentności dla uczestników rynku kapitałowego.

Tworzenie ram rynku kapitałowego w Polsce<sup>42</sup>, następujące w ramach zachodzącej transformacji ustrojowej, opierało się na doświadczeniach rynków rozwiniętych (głównie USA i Francji<sup>43</sup>)<sup>44</sup>. Niezależnie od potencjalnych możliwości, samo pojęcie rynku kapitałowego było bowiem wówczas niezapisaną kartą, przyjęto założenie, że kreowane mechanizmy ochronne muszą zapewnić bardzo wysoki standard bezpieczeństwa funkcjonowania rynku, jak również, że wzmocnieniem ochrony będzie położenie ciężaru środków nadzoru<sup>45</sup> na elementy administracyjnoprawne, z drugoplanową rolą mechanizmów cywilnoprawnych<sup>46</sup>.

<sup>38</sup> Zjawisko to nie jest typowe wyłącznie dla rynku polskiego. Zob. np. na ten temat we Francji – B. Belletante, *Giełda. Jej funkcjonowanie i rola...*, s. 144.

<sup>39</sup> Na takie mechanizmy wskazuje L. Sobolewski, *Wymiana świadectw udziałowych na akcje narodowych funduszy inwestycyjnych*, PUG 1997, nr 1, s. 2.

<sup>40</sup> Szerzej G. Domański, J. Fiszer, *Komentarz do ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji*, Warszawa 1993, s. 5–9.

<sup>41</sup> J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, s. 145–146.

<sup>42</sup> M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie)*, Warszawa 2000, s. XIX–XXI.

<sup>43</sup> D. Sitarska, *Giełda Papierów Wartościowych jako spółka akcyjna*, Kraków 1999, s. 13.

<sup>44</sup> W kontekście rozważań odnośnie do wolności gospodarczej i sposobów jej ograniczania należy to zjawisko rozpatrywać w świetle wzorców regulacyjnych rozwiniętych krajów Europy Zachodniej – A. Walaszek-Pyziół, *Wolność gospodarcza w ustawodawstwie Republiki Federalnej Niemiec*, PUG 1992, nr 5–6, s. 103.

<sup>45</sup> Odnośnie do przenikania się sfery prawa publicznego i prywatnego – W. Dawidowicz, *O stosowaniu prawa administracyjnego w sprawie administracyjnej*, PIP 1993, z. 4, s. 41.

<sup>46</sup> Szerzej J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996, s. 10–11; zob. również R. Czerniawski, M. Wierzbowski,

### 2.3. Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej

Drugim istotnym czynnikiem wpływającym na kształtowanie ram funkcjonowania rynku kapitałowego była integracja Polski w ramy struktur Unii Europejskiej<sup>47</sup>. Funkcjonowanie struktur unijnych zakłada integrację, na pewnym poziomie, rozwiązań prawnych<sup>48</sup>, mających z jednej strony zapewnić swobody działania w różnych sferach, z drugiej zaś, wprowadzenie mechanizmów bezpieczeństwa działania określonych struktur<sup>49</sup>. Z tego też względu przystąpienie Polski do Unii Europejskiej wiązało się z koniecznością przyjęcia wspólnych dla całej struktury rozwiązań prawnych<sup>50</sup>.

Skala tego zjawiska była niezwykle istotna dla polskiego prawodawstwa, w tym dla kształtu mechanizmów prawnych z zakresu rynku kapitałowego wpływających na regulacje środków nadzoru. Co więcej, proces zmian był stosunkowo rozłożony w czasie, gdyż występował już kilka lat przed przystąpieniem Polski w struktury Unii Europejskiej<sup>51</sup>.

Niezależnie od przyjmowanych rozwiązań, ścierały się ze sobą dwie przeciwstawne tendencje, przyjęcia za punkt wyjścia wolności gospodarczej<sup>52</sup> (swoboda), z drugiej zaś zabezpieczenia określonego poziomu interesu publicznego (bezpieczeństwo).

---

*Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*, Warszawa 1996, s. 3.

<sup>47</sup> Pomimo tego, że od strony formalnoprawnej integracja Polski z Unią Europejską nastąpiła, to na potrzeby funkcjonowania systemu gospodarczego nie była pełna, gdyż nie objęła przyjęcia wspólnej waluty – zob. H. Gronkiewicz-Waltz, *Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa*, Warszawa 2011, s. 46.

<sup>48</sup> Poza harmonizacją rozwiązań prawnych, głównie w sferze prawa publicznego, ale w pewnym stopniu prawa prywatnego, pewną rolę normotwórczą posiadają jednolite zasady dobrych praktyk – zob. Ch. Twigg-Flesner, *Some Thoughts on the Harmonisation of Commercial Law and the Impact on Cross-border Transactions*, s. 121–122.

<sup>49</sup> Szerzej o tym procesie: T. Sporek, *Perspektywy i warunki przystąpienia Polski i innych krajów stowarzyszonych do Unii Europejskiej (w:) Strategie i zarządzanie przedsiębiorstwami na tle procesów integracji Polski z Unią Europejską*, pod red. K. Jędralskiej, K. Znanięckiej, L. Żabińskiego, Katowice 2000, s. 39–55.

<sup>50</sup> Z. Mrowiec, *Europejska koncepcja rynku kapitałowego*, Radca Prawny 1993, nr 1, s. 36–39.

<sup>51</sup> Szerzej o tych aspektach – A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie. Rynek kapitałowy*, Warszawa 2000, s. 13–14.

<sup>52</sup> Wynikało to z tego, że wolność gospodarcza była traktowana w Unii Europejskiej jako prawo podstawowe – szerzej S. Biernat, A. Wasilewski, *Wolność gospodarcza w Europie*, Kraków 2000, s. 197–202.

Wdrażanie rozwiązań unijnych należy postrzegać poprzez pryzmat sytuacji społeczno-ekonomicznej w Polsce. W wielu przypadkach regulacje unijne zakładały określony cel, który prawodawca unijny zamierza osiągnąć, natomiast dobór środka realizacji pozostawia się państwu członkowskiemu (dotyczy to głównie sfery ustrojowej i proceduralnej, ale w części również materialnoprawnej). Ze względu jednakże na to, że wdrażanie rozwiązań unijnych następowało w trakcie zaawansowanej transformacji ustrojowej, występowało bardzo silne przenikanie założeń obu zjawisk. Najczęściej, ze względu na nowość rozwiązań i brak doświadczeń natury empirycznej, wiązało się to, w ramach procesu implementacji, z „dokręcaniem śruby” regulacyjnej. Prawodawca polski z natury swej starał się przyjmować rozwiązania raczej w większym stopniu zapewniające bezpieczeństwo obrotu aniżeli jego swobodę. Można by z upływem czasu oczekiwać, że rozłożenie akcentów wraz z rozwojem rynku mogłoby się zmieniać, o ile by nie zachodziły znaczące zjawiska zewnętrzne. Takim stymulatorem wzmocnienia mechanizmów bezpieczeństwa<sup>53</sup> na rynku kapitałowym był kryzys finansowy rozpoczęty w 2008 r.<sup>54</sup> Pokazał on słabość dotychczasowych rozwiązań nadzorczych<sup>55</sup> i postawił duży znak zapytania odnośnie do stosowanych środków nadzoru, badając je głównie ze względu na ich efektywność<sup>56</sup>. Dało to podstawy do dyskusji o stosownych środkach nadzoru zarówno w ujęciu podmiotowym (organ stosujący środek), jak i przedmiotowym (kształt środka i sposób jego oddziaływania)<sup>57</sup>.

<sup>53</sup> W. Gerke, Ch. Merx, *Chancen und Nutzen von Finanzmarktregulierung* (w:) *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am. 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Hrsg. S. Grundmann, B. Haar, H. Merkt, P.O. Mülberr, M. Wellenhofer, Berlin–New York 2010, s. 1846 i n.

<sup>54</sup> Można postawić tezę, że zasadą jest to, iż kryzys finansowy jest stymulatorem zmian legislacyjnych – zob. N. Moloney, *The Financial Crisis and EU Securities Law-Making: A Challenge Met?* (w:) *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am. 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Hrsg. S. Grundmann, B. Haar, H. Merkt, P.O. Mülberr, M. Wellenhofer, Berlin–New York 2010, s. 2265.

<sup>55</sup> W pewnym zakresie zarzuty dotyczyły braku regulacji, jak np. odnośnie do agencji ratingowych – zob. E. Devine, *The collapse of an empire? Rating agency reform in the wake of the 2007 Financial Crisis*, HeinOnline, 1.2012, s. 177–178.

<sup>56</sup> T. Tridimas, *EU financial regulation: federalization, crisis management, and law reform* (w:) *The evolution of EU law*, ed. by P. Craig, G. de Búrca, Oxford University Press 2011, s. 791 i 804.

<sup>57</sup> Na uwagę zasługuje szeroki zakres oddziaływania skutków kryzysu – Ch. Kirchner, *Institutional Deficits in the International Financial Market Crisis Combined Effects of Deficits in Corporate Governance and in Financial Reporting* (w:) *Festschrift für Klaus*

Opisywane powyżej główne mechanizmy (transformacja społeczno-gospodarcza i przystąpienie Polski w struktury Unii Europejskiej) były głównymi i podstawowymi czynnikami, które w sposób istotny wpłynęły na kształt rozwiązań regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego.

## 2.4. Rozwój rynku kapitałowego. Kryzys finansowy

Z punktu widzenia regulacyjnego rynek kapitałowy jest ukształtowany<sup>58</sup> w zależności od stopnia jego rozwoju<sup>59</sup>. Pierwotnie obejmować będzie pewną część zjawisk, aby z upływem czasu objąć wszelkie mechanizmy występujące bądź zakładane w sposób powszechny<sup>60</sup>.

Zjawiska zewnętrzne (społeczno-gospodarcze)<sup>61</sup> częstokroć determinują zmiany w podejściu do stosowania środków nadzoru<sup>62</sup>. Dyskusja na temat kształtu nadzoru na rynku kapitałowym prowadzona była od ponad 20 lat. Główną przyczyną analiz było przenikanie się usług finansowych z różnych sektorów rynku finansowego (ujęcie przedmiotowe), jak również tworzenie się konglomeratów finansowych (ujęcie podmiotowe)<sup>63</sup>. Początkowo zaowocowało to przedstawieniem przez Komisję Europejską planu działania w zakresie usług finansowych (Financial

*J. Hopt zum 70. Geburtstag am. 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung, Berlin–New York 2010, s. 2100.*

<sup>58</sup> W pracy koncentruję się na aspektach prawnych, pomijając podejście faktyczne dawców kapitału, do korzystania z uprawnień regulacyjnych, np. w zakresie niechęci akcjonariuszy do uczestnictwa w walnych zgromadzeniach spółek publicznych – F. Ochmann, *Die Aktionärsrechte-Richtlinie...*, s. 9 i n.

<sup>59</sup> Swoboda przepływu kapitału w połączeniu z rozwojem rynku kapitałowego może skutkować przepływami na rynki bardziej rozwinięte, ze względu na wyrównywanie się stanu mechanizmów funkcjonujących na różnych rynkach. Jako przykład – M. Wierzbowski, *Problemy obrotu prawami do polskich papierów wartościowych na rynkach obcych*, PiP 1994, z. 5, s. 20 i n.

<sup>60</sup> Szerzej A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (I)*, s. 12–13.

<sup>61</sup> Trzeba mieć na względzie ukształtowaną historycznie sytuację w konkretnym kraju podlegającym ocenie – B. Mossdorf, *Spezielles Gesellschaftsrecht für börsennotierte Aktiengesellschaften in den EG-Mitgliedstaaten*, s. 2 i n.

<sup>62</sup> E. Ferran, *Regulatory process for securities law-making (w:) Building an EU securities market*, Cambridge University Press 2004, s. 121.

<sup>63</sup> Szerzej o przyczynach kryzysu finansowego – M. Becht, *The Governance of Financial Institutions in Crisis (w:) Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am. 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Hrsg. S. Grundmann, B. Haar, H. Merk, P.O. Mülbelt, M. Wellenhofer, Berlin–New York 2010, s. 1615 i n.

Services Action Plan – FCAP)<sup>64</sup>, który odnosił się do rynku kapitałowego<sup>65</sup>, a następnie jego zakres rozszerzył się na sferę usług całego rynku finansowego<sup>66</sup>. Jego podstawowym założeniem było stworzenie jednolitego rynku usług finansowych.

Założenia FCAP były realizowane bez istotnej determinacji w działaniu. Dopiero kryzys na rynku finansowym zapoczątkowany w 2008 r.<sup>67</sup> stał się istotnym katalizatorem modyfikacji działań systemu nadzoru na rynku kapitałowym w ujęciu unijnym. Znalazło to odzwierciedlenie w stanowisku Komisji Europejskiej<sup>68</sup>, poprzedzonym pracami grup roboczych<sup>69</sup>. Odnosiło się ono w znacznym stopniu do sposobu działania podmiotów nadzorowanych, w kontekście efektów globalizacji<sup>70</sup>, w szczególności swobody przepływu kapitału przy braku jednolitego podejścia do stosowania norm ostrożnościowych. Wskazane stanowisko Komisji Europejskiej stało się przyczyną wzmożenia dyskusji odnośnie do możliwości stosowania środków nadzoru na poziomie europejskim<sup>71</sup>. Stanowiło to pewną odmianę od założeń FCAP odnoszącego się do założeń budowy wspólnego rynku, w odróżnieniu do przyjęcia koncepcji wprowadzenia organów nadzoru działających na poziomie unijnym.

---

<sup>64</sup> Commission Communication of 11 May 1999 entitled „Implementing the framework for financial markets: action plan” [COM (1999) 232 final – not published in the Official Journal].

<sup>65</sup> N. Moloney, *The Financial Crisis and EU Securities Law-Making: A Challenge Met?*, s. 2266.

<sup>66</sup> H. Gronkiewicz-Waltz, *Europejski system nadzoru finansowego jako skutek kryzysu finansowego* (w:) *Europeizacja publicznego prawa gospodarczego*, pod red. H. Gronkiewicz-Waltz, K. Jaroszyńskiego, Warszawa 2011, s. 189.

<sup>67</sup> R.D. Kelemen, *Securities Regulation* (w:) *Eurolegalism: The transformation of Law and Regulation in the European Union*, President and Fellows of Harvard College 2011, s. 114.

<sup>68</sup> Communication from the Commission of 27 May 2009 entitled „European financial supervision” [COM (2009) 252 final – not published in the Official Journal].

<sup>69</sup> The high-level group on financial supervision in the EU. Report, Chaired by Jacques de Larosiere, Brussels, 25 February 2009.

<sup>70</sup> Szerzej o tych efektach w: T. Żabińska, *Proces globalizacji w sektorach usługowych a jego uwarunkowania* (w:) *Strategie i zarządzanie przedsiębiorstwami na tle procesów integracji Polski z Unią Europejską*, pod red. K. Jędralskiej, K. Znanięckiej, L. Żabińskiego, Katowice 2000, s. 85–93.

<sup>71</sup> M. Kawai, M. Pomerleano, *Who should regulate systemic stability risk?* (w:) *Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets*, ed. M. Kawai, E.S. Prasad, Asian Development Bank Institute, The Brookings Institution 2011, s. 198.

Pierwszym widocznym efektem tych rozważań było powołanie, co prawda z niezbyt szeroką paletą uprawnień kształtujących możliwość oddziaływania określonymi środkami nadzoru, europejskiego organu nadzoru na rynku kapitałowym – ESMA<sup>72</sup>. Takie działanie regulacyjne przesuwając oddziaływanie nadzorcze z poziomu wyłącznie krajowego na wspólny poziom europejski<sup>73</sup>. Celem pośrednim, jako rezultat wyodrębnienia europejskiego organu nadzoru, co zwiększa jego efektywność<sup>74</sup>, mającym integrować stosowanie środków nadzoru, była również integracja samego rynku kapitałowego na poziomie unijnym<sup>75</sup>.

Tego rodzaju czynnik (czyli mechanizm integracyjny), jak i pozostałe są elementem dynamicznym. Modyfikacje i docelowy kształt rynku kapitałowego w ujęciu unijnym będzie okresowo podlegał ocenie i w zależności od wyników tej oceny będziemy mogli zapewne obserwować kolejne działania regulacyjne stymulujące rozwój mechanizmów oddziaływania władczego na poziomie unijnym i wyposażania europejskiego organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym w szerszy zakres środków nadzoru (sytuacja odmienna jest chyba dużo mniej prawdopodobna). W konsekwencji zjawisko to zmniejszałoby sukcesywnie rolę krajowych organów nadzoru.

Efektywność nadzoru na poziomie europejskim nie wpływa bezpośrednio na podejście do regulacji środków nadzoru na poziomie krajowym jako implementacji dyrektyw unijnych. Implementacja pozostaje bowiem określonym zjawiskiem przybierającym formę prawną, natomiast otwartą kwestią pozostaje jej sposób<sup>76</sup>. Państwo członkowskie może dokonywać wyboru drogi do realizacji mechanizmów zawartych w dyrektywach. Tym samym w ramach implementacji możliwe jest stworzenie bardziej bądź mniej rygorystycznych rozwiązań prawnych. W przypadku porównywania reżimów prawnych różnych państw członkowskich, będących skutkiem implementacji do porządków kra-

---

<sup>72</sup> F. Amtenbrink, *Central Bank Challenges in the Global Economy* (w:) 2011. *European Yearbook of International Economic Law*, eds. Ch. Hermann, J.P. Terhechte, Berlin–Heidelberg 2011, s. 39.

<sup>73</sup> Szerzej A. Nadolska, *Podejście sektorowe w strukturach europejskiego nadzoru finansowego* (w:) *Europeizacja publicznego prawa gospodarczego*, pod red. H. Gronkiewicz-Waltz, K. Jaroszyńskiego, Warszawa 2011, s. 423.

<sup>74</sup> P. Schammo, *EU Prospectus Law: New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets*, Cambridge University Press 2011, s. 3.

<sup>75</sup> H. Iris, Y. Chiu, *Regulatory Convergence in EU Securities Regulation*, Wolters Kluwer Law & Business 2008, s. 10.

<sup>76</sup> Z. Mrowiec, *Europejska koncepcja rynku kapitałowego*, s. 36–39.



jowych rozwiązań unijnych, doprowadza to do arbitrażu regulacyjnego. Tym samym podmiot zamierzający działać na rynku kapitałowym może dokonywać wyboru miejsca prowadzenia działalności, mając na względzie przyjazność otoczenia prawnego.

### 3. Regulacja środków nadzoru na rynku kapitałowym

#### 3.1. Zagadnienia ogólne

Regulacje kształtujące ramy funkcjonowania rynku kapitałowego są rozbudowane; ze względu jednak na przedmiot regulacji, rozwiązania kształtujące mechanizmy regulacyjne są dokonywane na poziomie różnego typu aktów normatywnych i quasi-normatywnych<sup>77</sup>, czyli wywołujących skutek powszechnego obowiązywania, bez stosowania właściwego rodzaju aktu stanowienia prawa.

#### 3.2. Regulacje krajowe

##### 3.2.1. Ustawy

Podstawowym źródłem normatywnym regulacji rynku kapitałowego są ustawy<sup>78</sup>. Wśród nich wyróżnić można zarówno ustawy podstawowe stanowiące trzon rozwiązań normatywnych, jak i ustawy uzupełniające, odnoszące się jedynie do wybranych elementów (podmiotowych bądź przedmiotowych) funkcjonowania rynku<sup>79</sup>.

Ustawami podstawowymi są:

- 1) ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>80</sup>;

---

<sup>77</sup> Szerzej o źródłach prawa rynku kapitałowego – A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 7 i n. oraz s. 307 i n.

<sup>78</sup> Niezależnie od braku wskazania w ramach źródeł prawa rynku kapitałowego, należy wskazać na Konstytucję RP jako podstawę do oceny pewnych zjawisk normatywnych kształtujących ramy funkcjonowania rynku kapitałowego.

<sup>79</sup> Zob. J. Mojak, *Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu*, Warszawa 2010, s. 201–203.

<sup>80</sup> Tekst jedn.: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.

- 2) ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>81</sup>;
- 3) ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym<sup>82</sup>;
- 4) ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym<sup>83</sup>.

Ustawami uzupełniającymi są natomiast:

- 1) ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach<sup>84</sup>;
- 2) ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych<sup>85</sup>;
- 3) ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych<sup>86</sup>;
- 4) ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych<sup>87</sup>;
- 5) ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych<sup>88</sup>.

Rolą ustaw jest określenie podstawowych ram regulacji normatywnej kształtujących rynek kapitałowy. Wiąże się to z tym, że zasady działania poszczególnych mechanizmów regulacyjnych są materiają ustawową.

### 3.2.2. Akty wykonawcze

Dążenie do wysokiej elastyczności regulacyjnej wiąże się z szerokim zakresem kształtowania ram funkcjonowania rynku kapitałowego na poziomie aktów wykonawczych. Modyfikacja aktów wykonawczych wiąże się z prostszym i krótszym procesem legislacyjnym aniżeli kształtowanie norm rangi ustawowej.

Ponadto należy zauważyć, że wiele rozwiązań normatywnych wymaga określenia rozwiązań o charakterze technicznym czy organizacyj-

---

<sup>81</sup> Tekst jedn.: Dz. U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm.

<sup>82</sup> Dz. U. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.

<sup>83</sup> Dz. U. Nr 157, poz. 1119 z późn. zm.

<sup>84</sup> Tekst jedn.: Dz. U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

<sup>85</sup> Tekst jedn.: Dz. U. z 2010 r. Nr 34, poz. 189 z późn. zm.

<sup>86</sup> Tekst jedn.: Dz. U. z 2003 r. Nr 99, poz. 919 z późn. zm.

<sup>87</sup> Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

<sup>88</sup> Dz. U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

nym. Tego rodzaju przedmiot regulacji jest typowy dla ukształtowania w ramach aktu wykonawczego. Wiąże się to oczywiście z tym, że akt wykonawczy musi być wydawany na podstawie i w ramach upoważnienia ustawowego<sup>89</sup>. Takie upoważnienie w istotnym stopniu determinuje kształt aktu wykonawczego, poprzez określenie wytycznych<sup>90</sup> do uwzględnienia w procesie wydawania przedmiotowego aktu wykonawczego, co jest istotnym wymogiem konstytucyjnym.

Sam akt wykonawczy, wykonując upoważnienie ustawowe, dookreśla zasady wynikające z aktu rangi ustawowej i wypełnia ich znaczenie materią normatywną, w zakresie przewidzianym dla aktu rangi podustawowej. Z tego względu zasady regulacyjne muszą być ustalone ustawą i nie jest dopuszczalne ich określanie na poziomie aktu wykonawczego.

### 3.2.3. Regulaminy

Istotną rolę w zakresie oddziaływania na kształt regulowania niektórych obszarów funkcjonowania rynku kapitałowego posiadają regulaminy podmiotów stanowiących infrastrukturę runku kapitałowego (np. giełdy, depozyt)<sup>91</sup>. Z istoty swojej są one częścią relacji kontraktowych z uczestnikami rynku<sup>92</sup>.

Jednakże funkcja tych regulaminów<sup>93</sup> nie mieści się w ramach typowego ujęcia wzorca umownego<sup>94</sup>, głównie ze względu znacznego oddziaływania organów władzy publicznej na ich kształt (KNF zatwierdza kształt regulaminu, jak i jego zmiany); w klasycznym ujęciu typowy

<sup>89</sup> W. Zakrzewski, *Zagadnienie podstawy prawnej aktów normatywnych administracji w PRL*, PiP 1961, z. 10, s. 481.

<sup>90</sup> Ta główna prawotwórcza wskazówka normatywna znajduje umocowanie w art. 92 ust. 1 Konstytucji RP. Wytyczne do wydania aktu wykonawczego są wskazaniem kierunku, w jakim powinno podążać uregulowanie zawarte w akcie – zob. P. Winczorek, *Komentarz do Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r.*, Warszawa 2000, komentarz do art. 92, s. 119.

<sup>91</sup> W praktyce stanowią czasami reguły surowsze niż zawarte w przepisach prawa powszechnie obowiązującego – M. Michalski, *Ograniczenia zbywalności akcji a dopuszczenie do giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, PUG 1995, nr 1, s. 12–13.

<sup>92</sup> A. Szymanowska, *Niektóre problemy samoregulacji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2003, nr 5, s. 44.

<sup>93</sup> Szerzej o funkcji regulaminów jako pewnego rodzaju źródła prawa rynku kapitałowego – A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 8 i n.

<sup>94</sup> Szerzej na temat tego aspektu wzorca umownego – E. Lętowska, *Wzorce umowne. Ogólne warunki, wzory i regulaminy*, Warszawa 1975, s. 68–95.

wzorzec umowny zakłada za podstawę relacji wzór pewnego działania ukształtowany przez jedną ze stron, co do którego postanowienia umowne mogą wzorzec ten modyfikować. W przypadku omawianych regulaminów, podstawą stosunku prawnego jest regulamin, który może być przyjęty jedynie w całości i nie ma możliwości, w drodze kontraktowej, modyfikacji jego postanowień przez strony stosunku prawnego.

W ujęciu formalnoprawnym regulaminy nie stanowią źródła prawa powszechnie obowiązującego<sup>95</sup>. Wynika to z brzmienia art. 87 Konstytucji RP, ze względu na niespełnienie wymogów zarówno natury podmiotowej (katalog organów upoważnionych do tworzenia aktów stanowiących źródła prawa powszechnie obowiązującego)<sup>96</sup>, jak i przedmiotowej (katalog rodzajów aktów normatywnych związany z przedmiotem regulacji)<sup>97</sup>. Szczególna, quasi-normatywna rola regulaminów podmiotów stanowiących infrastrukturę rynku kapitałowego jest jednak przedmiotem różnorodnych dyskusji<sup>98</sup>.

### 3.3. Regulacje europejskie

#### 3.3.1. Rodzaje regulacji

Regulacje europejskie tworzone są na czterech poziomach regulacji, choć nie wszystkie z nich mają znaczenie regulacyjne w rozumieniu mechanizmów tworzenia prawa wewnątrz krajowego, kształtującego ramy normatywne funkcjonowania rynku kapitałowego.

Pierwszym poziomem regulacji prawa europejskiego są dyrektywy ramowe, przyjmowane przez Parlament Europejski i Radę. Mają one na celu stworzenie ram założeń regulacyjnych, które obowiązują państwa członkowskie (są do nich skierowane), natomiast ich oddziaływanie jest pośrednie – wymagają implementacji do porządku prawnego państw członkowskich przepisami prawa wewnętrznego.

---

<sup>95</sup> A. Szymanowska, *Niektóre problemy samoregulacji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, s. 45–46.

<sup>96</sup> S. Biernat, *Źródła prawa w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej* (w:) *Administracja publiczna u progu XXI wieku. Prace dedykowane prof. zw. dr. hab. Janowi Szreniawskiemu z okazji jubileuszu 45-lecia pracy naukowej*, pod red. Z. Niewiadomskiego, J. Buczkowskiego, J. Łukasiewicza, J. Połusznego, J. Stelmasiaka, Przemysł 2000, s. 63–64.

<sup>97</sup> Szersze rozważania na temat tego rodzaju regulacji zawarte są w rozdziale II (pkt 7.3).

<sup>98</sup> Zob. wyrok TK z dnia 8 grudnia 2003 r., K 3/02, OTK-A 2003, z. 9, poz. 99.

Drugim poziomem regulacji są akty wykonawcze do dyrektyw ramowych. Są to przepisy implementacyjne przyjmowane przez Komisję Europejską, które przybierają formę dyrektywy wykonawczej bądź rozporządzenia. Tego rodzaju akt działa bezpośrednio w porządku wewnętrznym państwa członkowskiego i nie wymaga dla skuteczności działania żadnych procesów regulacyjnych w prawie krajowym.

Trzecim poziomem regulacji jest tzw. prawo „miękkie”. Są to przygotowywane najczęściej przez Komisję Europejską różnego rodzaju rekomendacje, standardy, wytyczne. Te regulacje są jedynie pewnego rodzaju wytycznymi interpretacyjnymi czy zaleceniami regulacyjnymi; nie posiadają one jednak waloru regulacji obowiązujących zabezpieczonych przymusem struktur wykonujących władzę publiczną.

Czwarty poziom regulacji wiąże się ze wskazówkami wynikającymi ze stosowania prawa. Wiąże się on również z mechanizmami dotyczącymi wdrażania rozwiązań europejskich do wewnętrznych systemów prawnych państw członkowskich, pieczy nad implementacją czy procedur mających na celu doprowadzenie do pełnej implementacji przepisów, w przypadku naruszenia reguł wdrażania (brak lub niepełna implementacja, nieterminowość wdrażania).

### **3.3.2. Obowiązywanie prawa europejskiego**

Zasady dotyczące zakresu obowiązywania regulacji unijnych w ujęciu formalnoprawnym zostały przedstawione powyżej. Jednakże w niektórych sytuacjach pojawiają się problemy odnośnie do ich stosowania w kontekście norm prawa krajowego; problematyka ta uwidacznia się ze zdwojoną siłą w przypadku wadliwości we wdrażaniu reguł prawa wspólnotowego do polskiego prawa wewnętrznego (np. brak implementacji dyrektywy ramowej, czyli pierwszego poziomu regulacji, w terminie wskazanym w tej dyrektywie). Pojawiają się wtedy problemy w stosowaniu rozwiązań prawnych z niższych poziomów regulacji, co w szczególności jest bardzo problematyczne odnośnie do drugiego poziomu. Wynika to z tego, że te rozwiązania prawne obowiązują bezpośrednio na terenie państw członkowskich, natomiast jako przepisy wykonawcze nie posiadają „zakotwiczenia” w regulacjach prawa we-

wnętrznego państw członkowskich, ponieważ nie zostały zaimplementowane z poziomu pierwszego (dyrektyw ramowych)<sup>99</sup>.

#### 4. Założenia rozważań

Przedstawiane rozważania dotyczące środków nadzoru na rynku kapitałowym mają charakter kompleksowy. Kwestia ta przedstawiana jest w ujęciu ustrojowym (organ nadzoru stosujący środki nadzoru), proceduralnym (metody regulacji proceduralnej ingerujące w kształt i możliwości stosowania środków nadzoru), jak i materialnoprawnym (typologia środków nadzoru administracyjnoprawnego). Daje to możliwość całościowego nakreślenia tematyki pracy.

Temat pracy został przedstawiony w pięciu rozdziałach i poprzedzony zagadnieniami wprowadzającymi.

W pierwszym rozdziale omówiono wpływ ograniczenia zasady wolności gospodarczej na środki nadzoru na rynku kapitałowym. Punktem wyjścia było nakreślenie ram określających możliwość istnienia społecznej gospodarki rynkowej<sup>100</sup>, którymi są:

- 1) ochrona prawa własności;
- 2) wolność gospodarcza<sup>101</sup>;
- 3) swoboda zawierania umów;
- 4) ochrona swobodnej i uczciwej konkurencji i wyeksponowanie w tych ramach zasady wolności gospodarczej. Dało to podstawy do przedstawienia na tym tle zasad ogólnych występujących na rynku kapitałowym i wyznaczających kierunki i charakter regulowania środków nadzoru.

Rozdziały drugi i trzeci odnoszą się do środków nadzoru na rynku kapitałowym w ujęciu ustrojowym. Główne rozważania prowadzone są z punktu widzenia usytuowania organu nadzoru stosującego te środki. Jednakże ze względu na rozdzielenie uprawnień nadzorczych

---

<sup>99</sup> Ostatnimi przykładami na takie sytuacje w sferze rynku kapitałowego był brak implementacji w terminie dyrektywy MiFID, jak również dyrektywy UCITS IV.

<sup>100</sup> Zjawisko to zostało zapoczątkowane już w ramach oddziaływania ustawy z dnia 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej (Dz. U. Nr 41, poz. 324 z późn. zm.) – S. Biernat, A. Wasilewski, *Ustawa o działalności gospodarczej. Komentarz*, Kraków 1997, s. 13.

<sup>101</sup> Szerzej C. Kosikowski, *Wolność gospodarcza w prawie polskim*, Warszawa 1995, s. 34–44.

od strony formalnoprawnej pomiędzy różnorodne organy zagadnienia ustrojowe zostały przedstawione w odrębnych rozdziałach: jeden z punktu widzenia organu krajowego, drugi z punktu widzenia europejskiego organu nadzoru. W zakresie oddziaływania środkami nadzoru tych dwóch instytucji nie ma symetrii ani usytuowania prawnego, ani zakresu zadań; z tego też względu ich przedstawienie w zakresie umocowania od strony ustrojowej w sposób wpływający na funkcjonowanie środków nadzoru na rynku kapitałowym, zostało dokonane w ujęciu mającym zapewnić szeroką ich charakterystykę, szczególnie wzięwszy pod uwagę krótką historię i zakres zadań organu europejskiego.

Rozdział czwarty przedstawia metody regulacji środków nadzoru na rynku kapitałowym. Koncentruje się on zatem, w sposób kompleksowy, na aspektach proceduralnych regulacji. Przedstawiane rozwiązania uwypuklają różny stopień nasilenia oddziaływania rozwiązań prawnych, wpływającego w ramach poszczególnych metod regulacji na stosowanie rozwiązań proceduralnych. Wiąże się to szczególnie ze znaczną siłą regulacji proceduralnych w metodzie administracyjnoprawnej. To, że powinno to podlegać głębszej, w stosunku do pozostałych metod regulacji, analizie, wynika głównie ze słabszej pozycji podmiotu administrowanego, co jest pochodną charakterystycznych cech stosunku administracyjnoprawnego. Z tego też względu, w zakresie stosowania administracyjnoprawnej metody regulacji, wskazane będą główne konsekwencje tej metody, znajdujące odzwierciedlenie w dążeniu do zapewnienia ochrony podmiotu administrowanego, w związku z weryfikacją stosowania środków nadzoru w ramach postępowania sądownoadministracyjnego. Równocześnie przedstawione zostały mechanizmy ze sfery prawa cywilnego i karnego, które nawet nie będąc klasycznymi metodami proceduralnego wpływania na środki nadzoru, są mechanizmami, które można uznać za spełniające takie funkcje.

Rozdział piąty dotyczy środków nadzoru na rynku kapitałowym w ujęciu materialnoprawnym. Charakterystyka tych środków przebiega w trzech płaszczyznach w zależności od skutków wynikających z ich zastosowania. Punktem wyjścia są środki władcze oraz niewładcze; ich uzupełnieniem są środki o charakterze mieszanym, odnośnie do których nie można wskazać jednolitych skutków wynikających z ich zastosowania. Ze względu na znaczne rozbudowanie regulacji prawa materialnego, przedstawiona charakterystyka tematu rozdziału nie stanowi wiernego i szczegółowego odzwierciedlenia obowiązujących przepisów. W tym zakresie starałem się pójść krok dalej i przedstawiać środki nadzoru

w ujęciu rodzajowym. Tylko w ten sposób można bowiem, moim zdaniem, za pomocą różnego rodzaju uogólnień i uproszczeń dokonać analitycznego przedstawienia poszczególnych środków nadzoru, mając na względzie ich cechy charakterystyczne, skutki, jakie wywołują, i ocenę zastosowania mechanizmów gwarantujących zabezpieczenie pozycji podmiotu potencjalnie nadzorowanego.

W celu zachowania większej przejrzystości wywodów przedstawianych w pracy, każdy z rozdziałów zawiera krótkie podsumowanie. Daje to później asumpt do pełniejszego i bardziej spójnego przedstawienia wniosków w zakończeniu niniejszego opracowania, kształtujących również wnioski *de lege ferenda*.

Rozważania przedstawione w pracy opierają się na szerokim zakresie literatury krajowej i zagranicznej, choć ta ostatnia ma znaczenie uzupełniające. Wynika to z tego, że regulacje dotyczące środków nadzoru na rynku kapitałowym kształtowane w określonym państwie członkowskim, i będąc nawet implementacją regulacji unijnych, korzystają ze swobody wyboru środka. Z tego też względu są one stosunkowo autonomiczne na naszym rynku. Tak więc opieranie się na literaturze zagranicznej jest zasadne w stosunku do omawiania regulacji ustrojowej związanej z funkcjonowaniem europejskiego organu nadzoru.



## Rozdział I

---

# Oddziaływanie ograniczania zasady wolności gospodarczej na środki nadzoru na rynku kapitałowym

## 1. Zagadnienia wprowadzające

### 1.1. Rozważania natury ogólnej

Spółeczna gospodarka rynkowa wymaga kształtowania<sup>102</sup> w ramach określonej sytuacji gospodarczej<sup>103</sup> danych zjawisk rynkowych<sup>104</sup>. W literaturze podnosi się, że fundamentalnymi warunkami prawnymi<sup>105</sup>

---

<sup>102</sup> K. Kiczka, *Uwagi o wolności działalności gospodarczej* (w:) *Księga jubileuszowa prof. dr. hab. Stanisława Jędrzejewskiego*, pod red. W. Sz wajdlera, H. Nowickiego, Toruń 2009, s. 231.

<sup>103</sup> W niektórych aspektach, wynikających z członkostwa w Unii Europejskiej, można te kwestie rozpoznawać szerzej – zob. R. Biskup, M. Szewczak, *Wolność gospodarcza w prawie UE* (w:) *Księga jubileuszowa prof. dr. hab. Stanisława Jędrzejewskiego*, pod red. W. Sz wajdlera, H. Nowickiego, Toruń 2009, s. 47–49.

<sup>104</sup> S. Biernat, *Administracyjnoprawne zasady podejmowania działalności gospodarczej (de lege lata i de lege ferenda)* (w:) *Księga pamiątkowa Profesora Eugeniusza Ochendowskiego*, Toruń 1999, s. 37.

<sup>105</sup> Z natury ich oddziaływania wynika wzajemny ich wpływ – zob. K. Kiczka, *O współzależności dyscyplin badawczych w publicznym prawie gospodarczym* (w:) *Współzależność dyscyplin badawczych w sferze administracji publicznej*, pod red. M. Domagały, J. Izdebskiego, T. Stanisławskiego, S. Wrzoska, Warszawa 2010, s. 304–305.

wpływającymi na możliwość istnienia społecznej gospodarki rynkowej<sup>106</sup> są:

- 1) ochrona prawa własności;
- 2) wolność gospodarcza<sup>107</sup>;
- 3) swoboda zawierania umów;
- 4) ochrona swobodnej<sup>108</sup> i uczciwej konkurencji<sup>109</sup>.

W tych obszarach określenie stopnia i zakresu ingerencji państwa w ramach instrumentarium<sup>110</sup> przewidzianego prawem<sup>111</sup> jest podsta-

---

<sup>106</sup> Istnienie tej zasady stanowi gwarant modelu gospodarki, w której bierze udział państwo przez swoje organy (Skarb Państwa) – B. Banaszak, *Prawo konstytucyjne*, Warszawa 2010, s. 257.

<sup>107</sup> Dotyczy to wolności gospodarczej w określonym zakresie, co podlega różnicowaniu w ujęciu czasowym – C. Kosikowski, *Czy w Polsce może być więcej wolności gospodarczej?* (w:) *Księga jubileuszowa prof. dr. hab. Stanisława Jędrzejewskiego*, pod red. W. Sz wajdlera, H. Nowickiego, Toruń 2009, s. 277 i n. Można do tego pojęcia podchodzić szerzej, jako do odpowiednika wolności człowieka, jako jednostki, modyfikując to wobec podmiotów działających w ramach określonych stosunków gospodarczych – szerzej K. Strzyczkowski, *Kilka uwag o istocie i granicach wolności gospodarczej* (w:) *Granice wolności gospodarczej w systemie społecznej gospodarki rynkowej. Księga jubileuszowa z okazji 40-lecia pracy naukowej prof. dr. hab. Jana Grabowskiego*, Katowice 2004, s. 287.

<sup>108</sup> Dla rynku kapitałowego przykładem ingerencji w swobodę obrotu są regulacje nakazujące, w reżimie administracyjnoprawnym, działania wywołujące skutki w sferze prawa prywatnego, czyli wezwania na sprzedaż lub zamianę akcji – szerzej A. Chłopecki, *Prawna charakterystyka wezwań na sprzedaż i zamianę akcji* (w:) *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, pod red. M. Modrzejewskiej, Warszawa 2010, s. 85–86.

<sup>109</sup> J. Grabowski, *Rola i funkcje prawa w systemie gospodarki rynkowej* (w:) *Instytucje współczesnego prawa administracyjnego. Księga jubileuszowa Profesora zw. dra hab. Józefa Filipka*, pod red. D. Dąbek, P. Dobosza, I. Skrzydło-Niżnik, M. Smagi, Kraków 2001, s. 215; Ł. Maszewski, *Regulowana działalność gospodarza a interes publiczny, interes konsumenta oraz interes przedsiębiorcy* (w:) *Księga jubileuszowa prof. dr. hab. Stanisława Jędrzejewskiego*, pod red. W. Sz wajdlera, H. Nowickiego, Toruń 2009, s. 321.

<sup>110</sup> Istotne są skutki wywoływane przez określone środki prawne, a nie ich nazwa – B. Popowska, *Wieloznaczność terminu „zezwoleństwo” w świetle ustawodawstwa gospodarczego* (w:) *Prawo do dobrej administracji. Materiały ze Zjazdu Katedr Prawa i Postępowania Administracyjnego. Warszawa–Dębe 23–25 września 2002 r.*, pod red. Z. Niewiadomskiego, Z. Cieślaka, Warszawa 2003, s. 494 i n. oraz M. Szydło, *Udzielanie koncesji na działalność gospodarczą* (w:) tamże, s. 651 i n.

<sup>111</sup> Nie skupiając się na rozważaniach doktrynalnych, przyjmuję w uproszczeniu pogląd, że prawem są społeczne normy zachowania się, wydane w odpowiednim trybie przez organy państwa, których stosowanie jest zabezpieczone środkami przymusu pań-

wowym zagadnieniem regulacyjnym<sup>112</sup>, będąc wynikiem założeń konstytucyjnych<sup>113</sup>.

Tego rodzaju założenia są konsekwencją tego, że społeczna gospodarka rynkowa<sup>114</sup> wiąże się z otwartym systemem działalności gospodarczej<sup>115</sup> z umiarkowanymi ograniczeniami<sup>116</sup> kształtującymi dostęp do prowadzenia takiej działalności<sup>117</sup>. Sam system działalności gospodarczej od strony popytowej i podażowej wiąże się z istnieniem ryzyka poniesienia szkody przez klienta<sup>118</sup> (choć regulacje prawa rynku kapitałowego traktują pojęcie klienta bardzo szeroko, gdyż jest to zarówno

---

stwowego – zob. J. Starościk, *Podstawy prawne działania administracji (źródła prawa administracyjnego)*, Warszawa 1973, s. 13.

<sup>112</sup> Zob. również M. Nyka, *Aksjologiczne podstawy wprowadzenia i ograniczenia zakresu zasady wolności gospodarczej w prawie polskim i prawie UE* (w:) *Księga jubileuszowa prof. dr. hab. Stanisława Jędrzejewskiego*, pod red. W. Szwajdlera, H. Nowickiego, Toruń 2009, s. 352.

<sup>113</sup> C. Kosikowski, *Wolność gospodarcza w prawie polskim*, s. 34–44; K. Strzyczkowski, *Konstytucyjna zasada społecznej gospodarki rynkowej jako podstawa tworzenia i stosowania prawa* (w:) *Zasady ustroju społecznego i gospodarczego w procesie stosowania konstytucji*, pod red. C. Kosikowskiego, Warszawa 2005, s. 9 oraz C. Kosikowski, *Organizacja i funkcjonowanie kontroli i nadzoru państwa wobec gospodarki w świetle Konstytucji RP* (w:) tamże, s. 113.

<sup>114</sup> Należy to postrzegać poprzez pryzmat zmian ustrojowych – M. Wyrzykowski, *Legislacja – demokratyczne państwo prawa – radykalne reformy polityczne i gospodarcze*, s. 22–23.

<sup>115</sup> Było to wynikiem przemian ustrojowych znajdujących potwierdzenie w obowiązującym porządku konstytucyjnym – M. Zubik, *Organy centralnego banku państwa między legalizmem a koniecznością* (w:) *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, pod red. M. Modrzejewskiej, Warszawa 2010, s. 1419.

<sup>116</sup> Podstawy dla takich ograniczeń znajdują umocowanie w porządku konstytucyjnym – zob. K. Strzyczkowski, *Kilka uwag o istocie i granicach wolności gospodarczej*, s. 288.

<sup>117</sup> Możliwość dyskusji w tym zakresie jest wynikiem zmian ustrojowych, oddziałujących na *sensu largo* problematykę praw i wolności obywatelskich – M. Wyrzykowski, „*Na wschodzie same zmiany*” (w:) *Współczesne problemy administracji publicznej. Księga poświęcona pamięci Profesora Marka Elżanowskiego*, Studia Iuridica, t. 32, Warszawa 1996, s. 101, jak i *sensu stricto* wolność gospodarczą – C. Kosikowski, *Wolność działalności gospodarczej i jej ograniczenia w praktyce stosowania Konstytucji RP* (w:) *Zasady ustroju społecznego i gospodarczego w procesie stosowania konstytucji*, pod red. C. Kosikowskiego, Warszawa 2005, s. 37 i n.

<sup>118</sup> H. Stolzlechner przy współpracy A. Winklera, *Historia rozwoju instytucji austriackiego prawa współczesnego działalności gospodarczej* (w:) *Instytucje współczesnego prawa administracyjnego. Księga jubileuszowa Profesora zw. dra hab. Józefa Filipka*, pod red. D. Dąbek, P. Dobosza, I. Skrzydło-Niżnik, M. Smagi, Kraków 2001, s. 681.

**Marcin Dyl** – doktor nauk prawnych, adiunkt w Katedrze Prawa i Postępowania Administracyjnego Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego. Pracę naukową łączy z praktyką – był m.in. dyrektorem Departamentu Prawnego Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, biegłym sądowym, członkiem rad nadzorczych spółek kapitałowych. Obecnie jest prezesem zarządu Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, członkiem Rady Dyrektorów EFAMA (European Fund and Asset Management Association). Jego zainteresowania naukowe koncentrują się wokół zagadnień jurysdykcyjnego postępowania administracyjnego oraz prawa administracyjnego gospodarczego. Jest autorem i współautorem wielu publikacji dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego.

■ W monografii poddano analizie środki nadzoru nad rynkiem kapitałowym rozproszone w systemie polskiego prawa i należące do różnych obszarów regulacyjnych – prawa administracyjnego, cywilnego i karnego. Przedmiotem opracowania jest nie tylko opis istniejących na rynku mechanizmów nadzorczych, lecz także ich ocena, wykazująca niejasności, niespójności, a często wadliwość przyjętych rozwiązań.

■ Książka przeznaczona jest zarówno dla teoretyków prawa, gdyż systematyzuje różne rozwiązania normatywne na wyższym poziomie ogólności w ramach systemu prawa, jak i praktyków, ponieważ łączy analizę normatywną z praktycznym oddziaływaniem norm związanych ze stosowaniem różnorodnych środków nadzoru.

„Prezentowana publikacja jest pierwszym całościowym a zarazem, wobec połączenia analizy nadzoru krajowego i europejskiego, koherentnym opisem (...) środków nadzoru na polskim rynku kapitałowym w polskiej literaturze prawa. (...) W zakresie analizy merytorycznej, warsztatowej i bibliografii, praca reprezentuje bardzo wysoki poziom merytoryczny”.

*Prof. UW dr hab. Aleksander Chłopecki*

ISSN 1897-4392  
ISBN 978-83-264-4000-7



9 788326 440007

**Cena 99 zł**  
(w tym 5% VAT)

**Zamówienia:**

infolinia 801 04 45 45, fax 22 535 80 01  
zamowienia.książki@wolterskluwer.pl  
www.wolterskluwer.pl  
księgarnia internetowa www.profinfo.pl