

Rozdział I. Zagadnienia metodologiczne

§ 1. Paradygmat prawa rynku kapitałowego

I. Uwagi wprowadzające

Prowadzenie rozważań teoretycznoprawnych w obszarze prawa spółki publicznej wymaga odniesienia do podstawowych pojęć i teorii, tworzących paradygmat regulacji. Paradygmat wskazuje bowiem określone problemy, które powinny zostać poddane analizie w procesie badawczym¹. Oczywiście jest, że koncepcyjnie spółka publiczna związana jest z rynkiem kapitałowym rozumianym jako system obrotu². Zatem to główne teorie dotyczące tego obszaru regulacji mogą stanowić użyteczny model analiz. Istotną cechą tych teorii jest nawiązanie do charakterystycznego zespołu wartości, które ustawodawca obejmuje ochroną w poszczególnych unormowaniach dotyczących obrotu³.

¹ Por. *M. Kępa*, Metodologiczne ujęcie paradygmatu, s. 362.

² Por. *M. Michalski*, O pojęciu, s. 4.

³ Teorie te dotyczą przede wszystkim zagadnienia efektywności mechanizmów obrotu. Por. *P. Wajda*, Efektywność informacyjna, s. 86; *E.F. Fama*, Efficient Capital Markets, s. 383 i n.; *J. Czekaj, M. Woś*, w: *J. Czekaj* (red.), Efektywność giełdowego rynku akcji, s. 31 i 33; Teoria efektywności obrotu jest powiązana z teorią nadużyć na rynku (*fraud-on-the market theory*) sformułowaną w orzecznictwie amerykańskim (*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S., 224, 108 S.Ct. 978, 1988); por. *J.M. Newman, M. Hermann, G.J. Ritts*, *Basic Truths*, s. 573. Charakterystycznym podłożem teorii dotyczących rynku kapitałowego jest dążenie do regulowania skutków ryzyka towarzyszącego obrotowi za pomocą zróżnicowanych modeli normatywnych chroniących zarówno jego uczestników, jak i sam mechanizm obrotu. W doktrynie prawa rynku kapitałowego dokonuje się klasyfikacji na cztery kategorie obejmujące: ryzyko utraty powierzonego kapitału, ryzyko nieużytkowania właściwej informacji w zakresie niezbędnym do podjęcia właściwej decyzji inwestycyjnej, ryzyko niewłaściwego zarządzania powierzonym kapitałem oraz ryzyko narzucania inwestorowi uciążliwych warunków umownych przez podmioty działające na rynku kapitałowym. Tak *M. Dyl, Środki nadzoru*, s. 16. Elementem spajającym poszczególne rodzaje ryzyka jest inwestor, czyli podmiot w największym stopniu obciążony jego skutkami. Słusznie stwierdza *M. Dyl*, że metodą ograniczenia tych ryzyk jest otoczenie prawne, w którym najważniejszą rolę odgrywa funkcjonowanie obrotu, a zatem nie tylko inwestorzy, ale również sam rynek. Szczególną rolę w niwelowaniu ry-

Wartości te stanowią fundament całokształtu regulacji w zakresie rynku kapitałowego⁴. Reżim prawny spółki publicznej pełni natomiast swoistą funkcję recepcyjną wobec tychże wartości.

Paradygmat prawa rynku kapitałowego, jako pewien model teoretycznoprawny, jest również sposobem opisanie zasad stanowiących podstawy całokształtu regulacji oraz relacji jakie między nimi zachodzą. Reżim prawny spółki publicznej, mimo szerokiego zakresu normowania, wykazuje cechy uporządkowanego zbioru norm. Kryterium porządkującym jest w pierwszej kolejności wspólne uzasadnienie aksjologiczne, które stanowi jednocześnie warunek spójności tego zbioru⁵. Powyższe założenie nie wyklucza jednak pojawienia się regulacji niewpisujących się całkowicie w normatywny schemat prawa spółki akcyjnej lub reżimu obrotu. Konsekwencją takiego stanu rzeczy są sprzeczności zasad obowiązujących w stosunku do spółki publicznej, które rozwiązywane są przez przyznanie prymatu jednej z zasad i zagwarantowaniu optymalnej jej realizacji⁶. Wzajemne ograniczanie się zasad, a niekiedy ich wzajemne uzupełnianie się, odzwierciedla dopiero właściwą ich treść. Ostateczne rozstrzygnięcie charakteru tych relacji wymaga odwołania się do paradygmatu prawa rynku kapitałowego, który w przypadku spółki publicznej wypiera dotychczasowy paradygmat osadzony na gruncie modelowych regulacji Kodeksu spółek handlowych.

II. Normatywna koncepcja rynku kapitałowego

Analizę paradygmatu prawa rynku kapitałowego należy rozpocząć od podjęcia próby wyjaśnienia kwestii terminologicznych. Pojęcie rynku kapitałowego jest nie tylko terminem z zakresu praktyki gospodarczej, nauk ekonomicznych, ale również pojęciem języka prawa⁷. W naukach ekonomicznych rynek kapitałowy jest definiowany jako miejsce przeprowadzania operacji na średnio- i długoterminowych instrumentach pieniężnych⁸. Nieostrość takiej definicji powoduje, że ma ona znikomą użyteczność jako kryterium wy-

zyka przypisuje się natomiast regulacjom zapewniającym dostęp do informacji. Por. *G.H. Roth, Das Risiko*, s. 840.

⁴ Tak w kontekście regulacji zagadnienia ryzyka por. *M. Michalski*, w: *M. Michalski* (red.), *Ustawa*, s. 10.

⁵ Na temat teoretycznego ujęcia systemu por. *S. Wronkowska, Z. Ziemiński, Zarys*, s. 180.

⁶ Por. tamże, s. 189.

⁷ Por. *P. Wajda, Efektywność informacyjna*, s. 34; *M. Spyra*, w: *M. Stec* (red.), *SPH*, t. 4, s. 7.

⁸ Por. *M. Spyra*, w: *M. Stec* (red.), *SPH*, t. 4, s. 10.

odrębnienia zespołu norm prawa rynku kapitałowego. Niemniej jednak argumenty ekonomiczne pozwalają na wskazanie istotnych elementów rynku kapitałowego, które w dalszej perspektywie mogą stanowić podstawę dla rozważań teoretycznych nad spółką publiczną.

Rynek kapitałowy jest jednym z elementów ogólnej struktury rynku finansowego⁹. W doktrynie prawa finansowego stosuje się zróżnicowane kryteria jego definiowania¹⁰. Niezmienna jest jednak istota rynku finansowego, determinowana przez jego główną funkcję, którą jest pośrednictwo w transferze funduszy od podmiotów, które je posiadają, do podmiotów, które zgłaszają na nie popyt¹¹. Podmioty te są uczestnikami rynku, a transfer przebiega w ramach określonej infrastruktury obrotu. Przedmiotem transferu są instrumenty finansowe, do których należą również akcje spółki publicznej. Akcja jest w tym przypadku sposobem połączenia strony popytowej, która zaspokaja swoje potrzeby na kapitał inwestycyjny ze stroną podażową, która udostępnia go na dłuższy czas, w oczekiwaniu wzrostu wartości rynkowej akcji oraz uzyskania dywidendy.

W polskim piśmiennictwie zostały podjęte próby wyjaśnienia pojęcia prawa rynku kapitałowego¹². Dyskusja na temat pojęcia i zakresu prawa rynku kapitałowego miała również miejsce w doktrynie prawa państw o rozwiniętych gospodarkach rynkowych¹³. Niezależnie od sposobu i kryteriów definiowania, charakterystyczne jest połączenie zagadnień organizacyjnych oraz sfery stosunków prawnych towarzyszących obrotowi. Prawo rynku kapitałowego obejmuje zatem płaszczyznę instytucjonalną i formalną dotyczącą procesu wy-

⁹ Por. *M. Michalski*, w: *M. Michalski* (red.), *Ustawa*, s. 7; *W. Dębski*, *Rynek finansowy*, s. 7; *P. Wajda*, *Efektywność informacyjna*, s. 34; *R. Blicharz*, *Instytucje*, s. 19.

¹⁰ Por. *A. Jurkowska*, *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, s. 26.

¹¹ W literaturze ekonomicznej rynek finansowy przypisuje się funkcje mobilizacji, alokacji, transformacji i wyceny kapitału. Zob. *U. Banaszczak-Soroka*, *Struktura systemu finansowego*, w: *U. Banaszczak-Soroka*, *Rynki finansowe*, s. 17. W kontekście rynku regulowanego por. *R. Jurga*, *M. Michalski*, *Spółka akcyjna*, s. 442.

¹² Por. *M. Michalski*, w: *M. Michalski* (red.), *Ustawa*, s. 7; *A. Chłopecki*, w: *S. Szumański* (red.), *SPP*, t. 19, s. 750; *P. Wajda*, *Efektywność informacyjna*, s. 34 oraz przedstawiony tam przegląd stanowisk doktryny.

¹³ W doktrynie obcej rozróżnia się pojęcia prawa rynku kapitałowego w znaczeniu szerokim oraz w znaczeniu wąskim. W pierwszym przypadku obejmuje ono zespół norm regulujących funkcjonowanie rynku inwestycji. Zakres pojęcia obejmuje zatem normy pomieszczone we wszystkich gałęziach prawa, które odnoszą się do rynku kapitałowego. W znaczeniu wąskim prawo rynku kapitałowego stanowi wyłącznie zespół norm określających urządzenie rynku oraz regulujących transakcje między podmiotami na rynkach pierwotnym i wtórnym. Por. szerzej *H. Merkt*, *Kapitalmarkt* Ursprünge, s. 2208.

miany instrumentów finansowych. Obie płaszczyzny zauważyć można w definicji legalnej rynku kapitałowego zawartej w art. 2 pkt 6 NadzRRKapU. Ustawodawca definiuje rynek kapitałowy jako rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych – w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ObrInstrFinU oraz OfertPublU, a także rozporządzenia 236/2012 i rozporządzenia 648/2012; rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania – w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych, i przepisy rozporządzenia w sprawie europejskich funduszy *venture capital* i rozporządzenia w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej; rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych, rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosuje się przepisy rozporządzenia 1031/2010. Jak słusznie podkreśla się w doktrynie, zakres tej definicji wykracza poza granice rynku kapitałowego rozumianego w ujęciu prezentowanym w naukach ekonomicznych¹⁴.

Zróźnicowanie strukturalne i funkcjonalne powoduje, że rynek kapitałowy wymaga istnienia złożonego otoczenia prawnego obrotu. Trzeba jednak zauważyć, że regulacje prawne nie obejmują całokształtu rynku, ale koncentrują się na wybranych jego obszarach¹⁵. Pod względem funkcjonalnym obejmuje on rynek pierwotny i wtórny, który wyróżnia się ze względu na kierunek przepływu kapitału i podmioty uczestniczące w transakcji. Rynek pierwotny ma charakter rynku emisyjnego, obejmującego relację emitenta instrumentu finansowego oraz inwestora, natomiast rynek wtórny jest rynkiem obrotu i dotyczy relacji między inwestorami zajmującymi pozycję zbywcy i nabywcy. Rynek wtórny pełni funkcję komplementarną wobec rynku pierwotnego. Umożliwia bowiem dokonanie zbycia, instrumentów finansowych nabytych w obrocie pierwotnym. Poza możliwością dezinwestycji segment obrotu wtórnego dostarcza również istotnych informacji na temat emitentów oraz instrumentów finansowych.

Pod względem organizacyjnym rynek kapitałowy można podzielić na rynek regulowany i alternatywny system obrotu, które stanowią elementy nad-

¹⁴ Por. P. Wajda, *Efektywność informacyjna*, s. 37.

¹⁵ Przykładem takiego rozdzielenia regulacyjnego obszarów rynku kapitałowego jest zakres normowania ustawy ObrInstrFinU oraz OfertaPublU. Por. M. Michalski, w: M. Michalski (red.), *Ustawa*, s. 7.

rzędnej kategorii pojęciowej, jaką jest obrót zorganizowany (art. 3 pkt 9 ObrInstrFinU). Ustawodawca nie kładzie zatem głównego akcentu regulacyjnego na osiąganie określonego skutku transakcji, ale na stworzenie ram organizacyjnych dla ich dokonywania w warunkach koncentracji podaży i popytu¹⁶. Ramy organizacyjne nie są jednolite i wykazują duże zróżnicowanie pod względem stopnia regulacji, który przekłada się na stopień organizacji rynku. Rynek regulowany charakteryzuje się największym stopniem ingerencji ustawodawcy w mechanizmy obrotu¹⁷. Natomiast system alternatywny opiera się na regulacji mniej restryktywnej pozostawiającej jego organizatorowi większą autonomię w określaniu reguł funkcjonowania obrotu¹⁸. Alternatywny system obrotu może również być organizowany przez spółkę, która prowadzi giełdę¹⁹.

Proponowanego paradygmatu prawa rynku kapitałowego nie można oczywiście uznawać za ściśle dominujący w tym obszarze regulacji, bowiem w prawie rynku kapitałowego nadal występuje wielość poglądów nurtów i teorii, które niekiedy konkurują ze sobą, a niekiedy się uzupełniają²⁰. Jednak wspólnym ich celem jest wyjaśnienie złożonej natury regulacji obrotu instrumentami finansowymi. Znamienne dla rozważań teoretycznych stosowanych w zakresie prawa rynku kapitałowego są dwie wzorcowe koncepcje zmierzające do wytłumaczenia istoty regulacji: koncepcja ochrony funkcjonalności rynku kapitałowego i koncepcja ochrony inwestora²¹. Obie koncepcje wydają się szczególnie użyteczne dla analizy zagadnień związanych z instytucją spółki publicznej, ponieważ obejmują zarówno zagadnienia funkcjonowania samej spółki w obrocie, jak i statusu akcjonariusza również w kontekście regulacji rynku

¹⁶ Por. S. Weber, *Kapitalmarktrecht*, s. 16.

¹⁷ Spółka prowadząca rynek regulowany może, w ramach jego organizowania, wyodrębnić rynek oficjalnych notowań giełdowych, spełniający podwyższone w stosunku do rynku regulowanego wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku (art. 16 ust. 2 ObrInstrFinU). Wraz z wejściem w życie (24.4.2017 r.) ustawy z 9.3.2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw ustawodawca zniósł podział rynku regulowanego na rynek giełdowy i pozagiełdowy. Odejście od koncepcji odrębności tych segmentów rynku uzasadnione jest brakiem wystarczająco istotnych różnic w zakresie wymogów i zasad ich funkcjonowania.

¹⁸ Por. M. Dyl, w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa, s. 46*, który słusznie zauważa, że alternatywny system obrotu dotyczy obrotu papierami wartościowymi podmiotów o trudniejszej do oceny sytuacji finansowej oraz z niskim poziomem płynności.

¹⁹ Systemem takim jest organizowany przez giełdę system NewConnect. Szerzej na temat zagadnień terminologicznych por. K. Grabowski, *Dyrektywa*, s. 358.

²⁰ Por. M. Walczak, *Teoria paradygmatu*, s. 79.

²¹ Ochrona inwestora i ochrona funkcjonalności rynku kapitałowego mogą stanowić także elementy definicyjne pojęcia prawa rynku kapitałowego. Por. K. Hopt, *Vom Aktien*, s. 431.

kapitałowego. Koncepcje te pozwalają na określenie głównych obszarów dogmatycznej dyferencjacji spółki publicznej i spółki akcyjnej. Wskazują bowiem na określone rozwiązania normatywne, za pomocą których ustawodawca dąży do realizacji celów wykraczających poza kodeksowy paradygmat spółki akcyjnej. Paradygmat prawa rynku kapitałowego wyznacza zatem kierunek i formę dalszych badań obejmujących progresywną rekonstrukcję zasad związanych z obrotem oraz identyfikację płaszczyzn, w których ustawodawca łączy instytucję prawną spółki akcyjnej z tymi właśnie zasadami.

III. Ochrona funkcjonalności rynku kapitałowego

Jak wcześniej odnotowano, normy prawne składające się na system obrotu mają na celu stworzenie podstaw organizacyjnych wymiany instrumentów finansowych za pomocą regulacji mechanizmu rynkowego opartego na równowadze popytu i podaży. Obiektem regulacji jest sam rynek, natomiast jej podstawowym celem jest takie ukształtowanie stosunków prawnych, aby w możliwie największym stopniu uwzględnić występujące między jego uczestnikami różnice interesów. Stosunki prawne związane z obrotem w sensie podmiotowym powstają bowiem między emitentami i inwestorami (rynek emisji) oraz między inwestorami reprezentującymi stronę podażową i popytową (rynek obrotu)²².

Mechanizmy funkcjonowania rynku kapitałowego opierają się na regułach uniwersalnych dla każdego rynku²³. Dotyczy to przede wszystkim reguł konkurencji, która pozostaje w ścisłym związku z zasadami kształtowania się cen instrumentów finansowych. Wobec rynku prawo pełni funkcję regulacyjną. Normuje i organizuje procesy obrotu i rozstrzyga powstające między jego uczestnikami konflikty oraz ustanawia naczelną zasadę ochrony funkcjonalności obrotu²⁴. Na funkcjonalność obrotu składa się zarówno uczciwość mechanizmów wymiany, jak również ochrona samej infrastruktury rynku²⁵.

²² Por. S. Weber, *Kapitalmarktrecht*, s. 11.

²³ Rynek powstaje bowiem nie tylko wskutek dokonywania wymiany dóbr i usług, ale również przepływu kapitałów.

²⁴ Por. U. Schneider, *Kapitalmarkt*, s. 376. Por. U. Immenga, *Marktrecht*, s. 229; S. Weber, *Kapitalmarktrecht*, s. 17, który zwraca uwagę, że oparcie definicji prawa rynku kapitałowego na przedmiotowych elementach funkcjonalnych pozwala na określenie typowych cechy regulacji. Prawo rynku kapitałowego obejmuje zatem zespół norm regulujących w szczególności zachowania jego uczestników, stosunki prawne przenoszenia papierów wartościowych, stosunki między emitentem a inwestorami oraz między samymi inwestorami a także zasady sprawowania nadzoru. Do prawa rynku nie zalicza się natomiast norm regulujących zagadnienia kreacji papierów wartościowych.

Ustawodawca stosuje w tym przypadku takie metody regulacji, które pozwalają na bezpośrednią lub pośrednią ingerencję w stosunki wymiany instrumentów finansowych. Sposoby pośredniego oddziaływania przybierają postać zróżnicowanych modeli regulacji, które albo ograniczają dostęp do uczestnictwa w obrocie lub reglamentują określone w nim zachowania (model zakazowy), albo nakładają na jego uczestników dodatkowe obowiązki informacyjne (model informacyjny).

Prawidłowość funkcjonowania mechanizmów rynkowych uwarunkowana jest jego efektywnością²⁶. Kategoria efektywności nie ma charakteru jednolitego. Przyjmuje się w tym zakresie, głównie na podstawie rezultatów badań makroekonomicznych, trychotomię efektywności rynku²⁷. Efektywność może być rozpatrywana w ujęciu instytucjonalnym, czyli z perspektywy istnienia skutecznego mechanizmu rynkowego. Potrzeba zapewnienia skuteczności stabilności funkcjonowania obrotu, w szczególności przez zagwarantowanie odpowiednio wysokiego zaufania inwestorów do uczciwości procesów rynkowych, jest widoczna zwłaszcza w prawodawstwie unijnym oraz orzecznictwie TSUE²⁸. Efektywność operacyjna, jako drugi rodzaj efektywności, odwołuje się do minimalizacji kosztów dokonywania transakcji. Z punktu widzenia regulacji prawnych postulat ten nie ma jednak większego znaczenia. Dotyczy natomiast ogólnej reguły funkcjonowania rynku. W trójpodziale efektywności rynku istotne miejsce zajmuje efektywność alokacyjna. Rynek uznaje się za efektywny pod względem alokacyjnym, jeżeli kapitał płynie tam, gdzie występuje na niego największe zapotrzebowanie i gdzie istnieje perspektywa osią-

²⁵ Por. *M. Spyra*, w: *M. Stec* (red.), SPH, t. 4, s. 42.

²⁶ Zjawisko efektywności rynku opisuje *E.F. Fama*, *Efficient Capital Markets*, s. 383; w kontekście oddziaływania na spółkę publiczną por. *E.F. Fama*, *Agency Problems*, s. 292.

²⁷ Por. *P. Wajda*, *Efektywność informacyjna*, s. 89, *K. Oplustil*, w: *M. Stec* (red.), SPH, t. 4, s. 834.

²⁸ Por. *B. Lee*, *Fairness*, s. 141. Jednym z głównych aktów prawa unijnego odwołującym się do kryterium uczciwości rynkowej (*market integrity*) jako warunku zapewnienia jego efektywności była dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.1.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.Urz. WE L 96, s. 16), gdzie w pkt 2 preambuły prawodawca unijny wskazał wprost, że zintegrowany i wydajny rynek wymaga uczciwości rynkowej. Orzecznictwo TSUE w zasadzie potwierdza postulat zapewnienia prawidłowości funkcjonowania mechanizmów rynku kapitałowego za pomocą konstrukcji gwarantujących uczciwość obrotu – por. np. wyr. z 28.6.2012 r. w sprawie C-19/11, *Geltl*, ECLI:EU:C:2012:397, oraz wyr. z 11.3.2015 r. w sprawie C628/13, *LaFonta*, ECLI:EU:C:2015:162. Koncepcja regulacyjna gwarancji uczciwości obecnie jednolicie, na podstawie rozporządzenia MAR. Trzeba jednak podkreślić, że w tekście rozporządzenia zwrot uczciwość rynku (*market integrity*) został przetłumaczony jako integralność rynku.

gnięcia największych zysków. Niezbędne w tym przypadku jest zagwarantowanie odpowiedniego poziomu informacji, który umożliwi inwestorom ocenę ryzyka i podjęcie prawidłowej pod kątem ekonomicznym decyzji inwestycyjnej. Inwestorzy nieustannie poszukują bowiem takich instrumentów lokowania kapitału, które stwarzają chociażby potencjalną szansę uzyskania oczekiwanych korzyści, dlatego nie wycofują go i nie lokują go w sposób przypadkowy, ale opierają się na analizach porównawczych spółek publicznych²⁹. Agregacja decyzji pojedynczych inwestorów prowadzi zatem do pożądanej alokacji zasobów. Natomiast instrumentem jej realizacji jest stworzony przez ustawodawcę bezwzględnie obowiązujący model informacyjny. Ryzyko, które jest typowe dla rynku kapitałowego, staje się zatem przejrzyste. Transparentność ryzyka w dalszej perspektywie jest warunkiem tzw. efektywności informacyjnej rynku. Inwestorzy na podstawie informacji przekazywanych w następstwie realizacji przez spółkę publiczną obowiązków informacyjnych podejmują decyzję o nabywaniu i zbywaniu jej akcji, wydając w ten sposób opinię o notowanych akcjach, na podstawie której władze spółki są w stanie ocenić szanse dalszego pozyskiwania kapitału³⁰.

Rynek kapitałowy to także miejsce koncentracji stosunków kontraktowych, które stanowią podstawę przeniesienia instrumentów finansowych między jego uczestnikami. Stosunki te co do zasady podlegają regulacjom prawa prywatnego, w ramach których ich podmioty autonomicznie określają swoją sytuację prawną. Autonomia ta ma szerszy kontekst, jest bowiem fundamentem istnienia rynku, co szczególnie podkreśla prawodawca unijny w zakresie regulacji swobód traktatowych³¹. Ponieważ prywatnoprawne stosunki kontraktowe nie są skutecznym narzędziem ochrony obrotu, konieczna jest ingerencja ustawodawcy w swobodę umów. Niezbędność i proporcje takiej ingerencji muszą uwzględniać potrzebę ochrony całości mechanizmów obrotu, a zatem nie mogą opierać się wyłącznie na kryteriach podmiotowych. Właściwym instrumentarium takiej ingerencji jest model informacyjny. Za jego pomocą ustawodawca dąży do osiągnięcia takiego stanu transparentności, jaki jest konieczny dla zapewnienia swobody decyzyjnej, która jest bezwzględnym warunkiem efektywności obrotu. Można zatem stwierdzić, że przedmiotem regulacji jest rynek rozumiany jako system obrotu, na który składają się interesy

²⁹ Por. *U. Banaszczak-Soroka*, Struktura systemu finansowego, w: *U. Banaszczak-Soroka*, Rynki finansowe, s. 18.

³⁰ Por. tamże, s. 19.

³¹ Por. *K. Riesenhuber*, Primärrechtliche Grundlagen, s. 28.

ponadindywidualne, wykraczające poza autonomiczną sferę funkcjonowania jego uczestników. Równoważenie tych interesów przez prawodawcę nie następuje wyłącznie przez regulację zachowań autonomicznych podmiotów stosunków rynkowych, ale przez działania kolektywne³².

Funkcjonalność rynku kapitałowego wymaga od ustawodawcy wspierania obrotu nie tylko za pomocą rozwiązań organizacyjnych czy informacyjnych, ale nakazuje również podejmowanie działań o charakterze reglamentacyjnym. Zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu stanowi według art. 4 ust. 1 NadzRKapU nadrzędny cel nadzoru administracyjnego³³. Szczególnie wyraźnie zaznacza się to w kompetencjach KNF do bezpośredniego ingerowania w przebieg obrotu, w celu ochrony prawidłowości funkcjonowania jego mechanizmów. Ingerencja ta przybiera postać zawieszenia (z art. 20 ust. 2 ObrInstrFinU) lub wykluczenia z obrotu (art. 20 ust. 3 ObrInstrFinU), którego dokonuje na żądanie KNF spółka prowadząca rynek regulowany. Przesłanką zawieszenia jest dokonywanie obrotu papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi w okolicznościach wskazujących na możliwość zagrożenia prawidłowego funkcjonowania rynku regulowanego lub bezpieczeństwa obrotu na tym rynku, albo naruszenia interesów inwestorów. Kompetencje do autonomicznego podjęcia decyzji o zawieszeniu lub wykluczeniu ustawodawca przyznał również spółce prowadzącej rynek regulowany (art. 20 ust. 4b ObrInstrFinU). Znamienny dla powołanych przepisów jest ich zakres oddziaływania ochronnego, który obejmuje wyłącznie rynek regulowany.

Analogiczny charakter mają regulacje dotyczące weryfikacji zachowań stanowiących przyjęte praktyki rynkowe. Prawodawca unijny konkretyzuje w tym przypadku regułę ochrony funkcjonalności rynku w ramach kryteriów dokonywania oceny takich praktyk (art. 12 ust. 2 lit b–c rozporządzenia MAR) poprzez nawiązanie do ochrony działania sił rynkowych, właściwej wzajemnej zależności sił podaży i popytu, wpływu na płynność i efektywność rynku. Nie chodzi zatem wyłącznie o wzajemny stosunek poszczególnych podmio-

³² Por. *U. Immenga*, *Marktrecht*, s. 226.

³³ Rozwinięciem reguły nadzoru nad rynkiem jest przepis art. 7 ust. 1 NadzRKapU, który reguluje generalną kompetencję KNF do podejmowania działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku kapitałowego. Co więcej, na podstawie art. 12 ust. 2 NadzRKap ustawodawca przypisał KNF kompetencję do nadawania decyzjom administracyjnym rygoru natychmiastowej wykonalności, gdy przemawia za tym ważny interes uczestników rynku kapitałowego lub konieczność zapobieżenia zagrożeniu prawidłowego funkcjonowania tego rynku.

tów rynku, ale ogólną prawidłowość działania jego mechanizmów. Ochronne oddziaływanie norm prawa na całokształt procesów obrotu na rynku kapitałowym uzupełniane jest przez instrumenty o charakterze represyjnym. Kryterium wpływu na prawidłowe funkcjonowanie rynku kapitałowego jest brane pod uwagę, zgodnie z art. 171b ObrInstrFinU, przy ustalaniu wysokości kar pieniężnych za naruszenia ograniczeń w zakresie dokonywania transakcji krótkiej sprzedaży oraz transakcji swapu ryzyka kredytowego z tytułu długu państwowego³⁴. Również w tych stosunkach prawnych ustawodawca dostrzega szerszy kontekst rynkowy, wykraczający poza prawa i obowiązki obejmujące zindywidualizowane podmioty konkretnej transakcji. Nie można pominąć w tym miejscu reżimu także odpowiedzialności cywilnej, która chroniąc prawa podmiotowe inwestorów jako słabszych uczestników rynku stanowi ważną gwarancję niwelowania za pomocą świadczeń odszkodowawczych skutków naruszenia prawidłowości mechanizmów funkcjonowania rynku kapitałowego.

Opisana zasada ochrony funkcjonalności, która stanowi jeden z głównych filarów paradygmatu prawa rynku kapitałowego, nie może pozostać obojętna dla spółki publicznej. Dotyczy to zarówno samej spółki jako emitenta akcji, które stanowią przedmiot obrotu lub ubiegania się o dopuszczenie do takiego obrotu, jak również jej akcjonariuszy. Akcjonariusz spółki publicznej występuje bowiem nie tylko w relacji korporacyjnej wobec spółki, ale również jest elementem rynku i zachodzących na nim procesów. Jest podmiotem stosunków prawnych, które zawiązują się w warunkach funkcjonalnie działającego systemu obrotu i których treść determinowana jest przez jego mechanizmy. Funkcjonalność rynku kapitałowego i powiązana z nią jego efektywność stanowią kategorie z natury obce dla dogmatyki klasycznego prawa spółki akcyjnej. Są to zagadnienia metodologicznie umiejscowione w strukturze systemu regulacji prawa rynku kapitałowego³⁵. Skutkiem tego jest zmiana optyki konstrukcji korporacyjnych w spółce publicznej, a w dalszej kolejności odejście

³⁴ Krótka sprzedaż zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. b rozporządzenia 236/2012 oznacza każdą sprzedaż akcji lub instrumentów dłużnych, które w chwili zawarcia umowy sprzedaży nie są własnością sprzedającego, w tym taką sprzedaż w sytuacji, gdy w chwili zawarcia umowy sprzedaży sprzedający pożyczyl akcje lub instrumenty dłużne do celów ich dostawy przy rozrachunku, lub uzgodnił ich pożyczanie.

³⁵ Tak P.O. Mülberr, *Einheit der Methodenlehre?*, s. 207, który wprost odmawia kryterium efektywności ekonomicznej charakteru, dodatkowej metody wykładni względem metod tradycyjnych.

od dotychczasowego paradygmatu spółki akcyjnej. Zmiana paradygmatu wymaga bowiem całościowego przeobrażenia obowiązujących znaczeń³⁶.

IV. Ochrona interesów inwestorów

W paradygmacie rynku kapitałowego szczególne miejsce zajmuje teoretyczna płaszczyzna ochrony uczestników rynku. Pośród regulacji dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego pojawiają się bowiem liczne odwołania do interesu inwestorów, interesu uczestników rynku, interesu uczestników obrotu czy interesu emitenta³⁷. Kategorie te stanowią swoiste klauzule generalne opisujące reguły postępowania w obrocie. Podstawą ich konstrukcji jest katalog wartości, który ustawodawca uznaje za szczególnie istotny dla zapewnienia prawidłowości obrotu. Dowodem na to jest często występujące powiązanie tychże wartości z klauzulą bezpieczeństwa obrotu lub prawidłowości jego funkcjonowania. Interes jako określona wartość, dobro lub korzyść, która ze względu na swoją wagę jest godna ochrony nie ma zatem wyłącznie wymiaru indywidualnego. Uzasadnienia dla ochrony interesu inwestora należy zatem doszukiwać się w konieczności ochrony całego mechanizmu obrotu, w którym uczestniczą inwestorzy jako nabywcy i zbywcy instrumentów finansowych.

Ustawodawca, wyrównując dysproporcje podmiotowe na płaszczyźnie obejmującej stosunki między uczestnikami wymiany, chroni prawidłowość funkcjonowania całego systemu obrotu instrumentami finansowymi. Nadrzędną zasadą regulacji tych dysproporcji jest zasada równości, która pozostaje w funkcjonalnym związku z szerokim pojęciem interesu³⁸. Należy w tym miejscu podkreślić, że zasada równości stanowi jeden z fundamentów rynku regulowanego, zwłaszcza przez jej wymiar informacyjny. Jednakże formalne zrównanie pozycji inwestorów następuje również przez ujednoczenie warunków dokonywania transakcji i standaryzację w zakresie przedmiotu obrotu³⁹. Ingerencja ustawodawcy w stosunki obrotu ma w tym przypadku zagwarantować uczciwość procesu wymiany instrumentów finansowych. Równowaga informacyjna między emitentem a inwestorami oraz między samymi inwestorami

³⁶ Por. *M. Kępa*, Metodologiczne ujęcie paradygmatu, s. 363.

³⁷ Zob. 13 ust. 4 ObrInstrFinU. Zabezpieczeniu interesów inwestorów poświęcony został dział V ObrInstrFinU; art. 20a ust. 1, art. 26 ObrInstrFinU, art. 17 ust. 4 rozporządzenia MAR.

³⁸ Zasada równości określana jest jako *Magna Charta* ochrony inwestorów na rynku kapitałowym. Por. *H. Fleischer*, *Directors' Dealings*, s. 1220.

³⁹ Por. *R. Jurga*, *M. Michalski*, Spółka akcyjna, s. 443. Standaryzacja służy również minimalizacji kosztów transakcyjnych. Por. *M. Spyra*, w: *M. Stec* (red.), SPH, t. 4, s. 58.

pozwała bowiem zapobiegać przypadkom wykorzystywania nieuzasadnionej przewagi jednych uczestników rynku kosztem innych oraz eliminować wszelkie zachowania określane przez ustawodawcę zbiorczą kategorią pojęciową „nadużyć na rynku”. Ustawodawca nie ustanawia jednak jednolicie obowiązującej zasady równości, ale wprowadza ją w tych stosunkach obrotu, w których istniejące między ich podmiotami dysproporcje zagrażają prawidłowości funkcjonowania jego mechanizmów. Jest ona zatem ekonomicznie i aksjologicznie motywowana względami składającymi się na paradygmat prawa rynku kapitałowego.

Materiałnym przejawem obowiązywania zasady równości jest art. 20 OfertaPublU, który nakłada na emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym obowiązek jednakowego traktowania posiadaczy papierów tego samego rodzaju, w takich samych okolicznościach. Należy podkreślić, że w przypadku akcji spółki publicznej zasada przewidziana w tym przepisie jest stosowana równoległe z zasadą wyrażoną w art. 20 KSH, zgodnie z którym wspólnicy albo akcjonariusze spółki kapitałowej powinni być traktowani jednakowo w takich samych okolicznościach⁴⁰. Relacja ta może prowadzić do powstawania różnic w zakresie traktowania tych samych podmiotów, w sytuacji gdy prawo rynku kapitałowego przewiduje bardziej restryktywne regulacje w zakresie gwarancji równości inwestorów wobec spółki niż przepisy KSH o spółce akcyjnej, co jest szczególnie widoczne w modelu informacyjnym spółki publicznej⁴¹.

Plaszczyzna podmiotowa paradygmatu prawa rynku kapitałowego ma ściśle odniesienie funkcjonalne. Ustawodawca przenosi główny akcent unormowań na proces podejmowania decyzji inwestycyjnej, która jest wspólnym elementem indywidualnych interesów inwestora i sfery prawidłowości funkcjonowania obrotu. Na plan pierwszy wysuwają się nie tyle korzyści indywidualne inwestora, co relacja między jego interesem a koniecznością zapewnienia funkcjonalności obrotu. Relacja ta uwydatnia się w przyjętych przez ustawodawcę kryteriach dotyczących samej decyzji. Ustawodawca posługuje się w tym kontekście również konstrukcją pojęciową „właściwej decyzji inwestycyjnej”, choć czyni to w odniesieniu do posiadania wiedzy i doświadczenia tzw. klienta profesjonalnego, o którym mowa w art. 3 pkt 39b ObrInstrFinU. W stosunku

⁴⁰ Zasada jednakowego traktowania w przypadku posiadacza akcji spółki publicznej wyraża zakaz nieuzasadnionego różnicowania pozycji akcjonariusza. Por. *M. Kuźnicka, M. Marczyk*, w: *M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda*, Prawo rynku kapitałowego, s. 77 oraz powołane tam piśmiennictwo.

⁴¹ Zob. uwagi do rozdz. III § 2 pkt II.

do pozostałych inwestorów prawidłowość decyzji inwestycyjnej oceniana jest z punktu widzenia kryterium racjonalności jej podjęcia⁴².

Podmiotowa płaszczyzna paradygmatu prawa rynku kapitałowego może nasuwać pewne asocjacje z koncepcją ochrony konsumenta⁴³. Zwłaszcza że odwołuje się do jednolitego wzorca ochrony interesów podmiotu słabszego. Podkreślić jednak należy, że rolą prawa rynku kapitałowego nie jest stworzenie zupełnej i pewnej podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej i zapewnienia możliwości jej ewentualnej zmiany. Taka sytuacja wymagałaby bowiem uwzględnienia każdej kategorii ryzyka związanego z nabywaniem akcji spółki publicznej⁴⁴. Wydaje się, że tworzenie podstaw ochrony interesu inwestora przez nawiązanie do koncepcji ochrony konsumentki jest rozwiązaniem zbyt daleko idącym. Po pierwsze, na rynku kapitałowym nie nabywa się dóbr konsumpcyjnych, ale podejmuje decyzję inwestycyjną dotyczącą instrumentów finansowych⁴⁵. Po drugie, zróżnicowana skłonność inwestorów do akceptacji ryzyka, indywidualne strategie inwestycyjne, odmienne deficyty w zakresie wiedzy oraz czynniki irracjonalne, wykluczają możliwość ustalenia modelowego

⁴² Na gruncie normatywnym można zaobserwować brak jednolitości ujęcia w ramach kategorii pojęciowej inwestorów. W § 3 ust. 1 rozporządzenia MF z 22.5.2013 r. w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz wyliczania wskaźnika zysku do ryzyka tych funduszy (Dz.U. z 2013 r. poz. 673 ze zm.) użyte zostało pojęcie przeciętnego inwestora. Z kolei przepisy rozporządzenia MAR posługują się pojęciem racjonalnego inwestora (art. 7 ust. 4). Odmienne podejście terminologiczne, uzasadnione zakresem zastosowania regulacji również do usług inwestycyjnych, zostało przyjęte w dyrektywie 2014/65/UE, której przepisy posługują się pojęciem klienta równoległe z pojęciem inwestora. Natomiast przepisy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) 1060/2009 z 16.9.2009 r. w sprawie agencji ratingowych (Dz.Ur. UE L 302, s. 1) stosują dwie kategorie podmiotowe: inwestor oraz konsument. W motywach 16 i 41 preambuły dyrektywy 2003/71/WE zwraca się uwagę na istnienie różnych kategorii inwestorów i poziomów ich wiedzy na temat funkcjonowania obrotu. Mimo różnic terminologicznych należy jednak przyjąć dychotomiczny podział kategorii inwestorów na inwestorów kwalifikowanych, profesjonalnych (*wholesale investors*) oraz inwestorów prywatnych, detalicznych (*retail investors*). Por. *N. Moloney*, *EU Securities*, s. 345.

⁴³ Zob. rozdz. III, § 3, pkt II.

⁴⁴ Ryzyko związane z nabyciem akcji spółki publicznej wynika z możliwości niezyskania odpowiedniej informacji na etapie nabywania akcji, ale dotyczy ono również obniżenia wartości akcji jako ułamka kapitału spółki. Por. *H. Merkt*, *Unternehmenspublizität*, s. 299.

⁴⁵ Por. *M. Romanowski*, *W sprawie pojęcia*, s. 13. Przepisy prawa rynku kapitałowego zawierają odrębny reżim ochrony konsumenta. Ochrona konsumenta i ochrona inwestora mają wspólne podłoże regulacyjne oparte na koncepcji modelu informacyjnego. Model ten jest sposobem wyrovniania dysproporcji między podmiotami uczestniczącymi w obrocie, dlatego niektóre regulacje mogą w pewnych sytuacjach się uzupełniać, czego przykładem jest zaangażowanie profesjonalnych podmiotów doradczych. Por. *P. Buck-Heeb*, *Vom Kapitalanleger*, s. 75.

wzorca optymalności decyzji. Co więcej, w konkretnie indywidualnym przypadku decyzja może znacznie odbiegać od przyjętych wzorców racjonalności⁴⁶. Protekcyjnistyczne nachylenie norm prawnych w kierunku inwestora jest zatem ograniczone przez ustawodawcę w taki sposób, aby istotna część ryzyka inwestycyjnego obciążała, inaczej niż w przypadku ochrony konsumenckiej, samego inwestora.

Podstawowym narzędziem ochrony interesów inwestorów są normy regulujące procesy dystrybucji informacji, przez które zmniejsza się asymetria w dostępności do wiedzy na temat nabywanych akcji i spółki publicznej jako ich emitenta. Informacja jest bowiem głównym sposobem weryfikacji instrumentu finansowego, który określany jest jako *credence good*⁴⁷. Ustawodawca poddaje proces dystrybucji informacji już na etapie rynku emisji, czyli z chwilą nawiązywania relacji między spółką jako emitentem a inwestorami. W obrocie wtórnym relacja inwestora ze spółką publiczną rozciąga się na relację z innymi inwestorami, której podmiotami są nabywca i zbywca akcji. Informacje przekazane przez spółkę publiczną stanowią w tym wypadku uzupełnienie funkcji weryfikacyjnej ceny rynkowej akcji przez możliwość dopasowania do nowego stanu wiedzy na ich temat⁴⁸.

Dostrzegając fundamentalne znaczenie informacji, ustawodawca stworzył dla rynku kapitałowego szczególny model informacyjny, osadzony na regule zależności między zakresem merytorycznym i czasowym informacji, a podjęciem decyzji inwestycyjnej⁴⁹. Zależność ta przekłada się z kolei na normatywny kształt reguł dystrybucji informacji w poszczególnych segmentach rynku. Wyłącznie otoczenie normatywne rynku regulowanego stwarza ramy upowszechniania jednolitych informacji na temat spółki oraz kursach jej akcji w warunkach koncentracji podaży i popytu na nie⁵⁰.

⁴⁶ Por. M. Spyra, w: M. Stec (red.), SPH, t. 4, s. 40; P.O. Mülberr, Anlegerschutz, s. 165. Zachowania decyzyjne inwestorów stanowią przedmiot badań ekonomii behawioralnej, co zdaniem przedstawicieli doktryny obcej stanowić powinno podstawę w budowaniu ustawowego modelu inwestora. Zob. L. Klöhn, Kapitalmarkt, s. 80; P.O. Mülberr, Anlegerschutz, s. 181, który postuluje odwoływanie się przede wszystkim do procesu decyzyjnego inwestora realnego z pominięciem wzorców modelowych.

⁴⁷ Tak H. Fleischer, w: H. Fleischer, H. Merkt, Verhandlungen, s. 23.

⁴⁸ Por. P.O. Mülberr, Anlegerschutz, s. 183.

⁴⁹ Decyzja inwestycyjna obejmuje w istocie dwa główne składniki, decyzję co do wyboru akcji spółki publicznej oraz decyzję co do nabycia ich za określoną cenę. Por. T.A. Paredes, Blinded by the light, s. 440.

⁵⁰ Rynek regulowany charakteryzuje się powszechnym dostępem do informacji (art. 14 ust. 1 ObrInstrFinU), z kolei spółka prowadząca giełdę i rynek giełdowy upowszechnia jednolite infor-

Ochrona interesów inwestorów może być również ujmowana jako element ogólnej kategorii interesu publicznego, tym bardziej że pozostaje w ścisłym związku z prawidłowo funkcjonującym rynkiem kapitałowym. Mimo że ochrona interesu publicznego nie należy co do zasady do celów norm prawa cywilnego, które za pomocą prawa podmiotowego mają chronić interes indywidualny jednostki, to jednak regulacje prawne rynku kapitałowego wpływają bezpośrednio na stosunki cywilnoprawne⁵¹, a więc także stosunki korporacyjne spółki publicznej. Podkreślić w tym miejscu należy, że prawo rynku kapitałowego nie operuje ścisłym podziałem opartym na dogmatycznym rozgraniczeniu metody regulacji. Zawiera ono zarówno konstrukcje prywatnoprawne, jak również publicznoprawne, które oddziałują na siebie funkcjonalnie w wielu obszarach regulacji dotyczących stosunków obrotu. Szczególnie wyraźnie można dostrzec to oddziaływanie na gruncie obowiązującego spółkę publiczną reżimu informacyjnego. Dotyczy on jednakowo zagadnień autonomii decyzyjnej, uczciwości obrotu, jak również jej relacji korporacyjnych. Me-

macje o kursach (art. 18 ust. 1 pkt 3 ObrInstrFinU), co sprzyja standaryzacji. Decyzje inwestycyjne podejmowane przy dostępie do standaryzowanych informacji regulują podaż i popyt na akcje spółki publicznej. Są bowiem przesłanką decyzji racjonalnych. W aspekcie czasowym, który również wpływa na racjonalność, informacje rynkowe dostępne są w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia (art. 14 ust. 1 ObrInstrFinU). Ustawodawca, wyznaczając cechy rynku regulowanego, przyznaje zatem priorytet elementom technicznym jego funkcjonowania. Por. R. Jurga, M. Michalski, Spółka akcyjna, s. 442.

⁵¹ Prawo rynku kapitałowego uznawane jest za zespół norm należących różnych gałęzi prawa, co jest bezpośrednim skutkiem posługiwania się przez ustawodawcę zróżnicowanymi metodami regulacji. Por. M. Michalski, w: M. Michalski (red.), Ustawa, s. 11; U.H. Schneider, Kapitalmarktrecht, s. 369. Wzajemne oddziaływanie regulacji publicznoprawnych dotyczących obrotu oraz regulacji cywilnoprawnych można zauważyć zwłaszcza w stosunkach między podmiotami świadczącymi usługi inwestycyjne oraz ich klientami. Bezpośrednim następstwem takiego oddziaływania są trudności w dokonaniu jednoznacznej kwalifikacji dogmatycznej przepisów do konkretnej gałęzi prawa. Por. szerzej T. Sójka, Wpływ dyrektywy, s. 394. Złożona natura stosunków prawnych związanych z obrotem na rynku kapitałowym stanowi jedno z głównych zagadnień europejskiej metodologii wykładni prawa rynku kapitałowego, zwłaszcza w kontekście roli, jaką pełni zróżnicowany charakter sankcji. Należy również odnotować pojawienie się kontrowersyjnej koncepcji tzw. wykładni rozszereżonej (*gespaltene Auslegung*) norm prawa rynku kapitałowego. Niektórzy autorzy: A. Cahn, Grenzen des Markt, s. 8; S. Kals, Kapitalmarktrecht, w: K. Riesenhuber (red.), Europäische Methodenlehre, s. 470. S. Kals, M. Oppitz, J. Zollner, Kapitalmarktrecht, Nb 110, uzależniają zastosowanie określonej metody wykładni danej normy od skutków, jakie ma ta norma wywołać. Przeciwno rozszereżowaniu wykładni ze względu na skutek opowiadają się H.D. Assmann, w: H.D. Assmann, U.H. Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, Nb 95; U. Segna, Die sog. gespaltene, s. 84. Krytyczne stanowisko zajął w tym przedmiocie również TSUE w wyr. z 22.11.2005 r. w sprawie C-384/02, Grøngaard i Bang, ECLI:EU:C:2005:708, pkt 28.

todologia tej swoistej hybrydowej regulacji jest narzędziem kompleksowej realizacji funkcji ochronnych norm wobec całego systemu obrotu.

Samo występowanie nierównowagi informacyjnej między spółką publiczną a inwestorami nie jest wystarczającym argumentem ingerencji prawodawczej. Dopiero negatywne oddziaływanie tej nierównowagi na mechanizmy funkcjonowania obrotu stanowi motyw ekonomiczny dla wprowadzenia szczególnego systemu norm tworzących konstrukcję obiegu informacji. Niezbędnym warunkiem prawidłowości funkcjonowania rynku jest autonomia decyzyjna i zaufanie jego uczestników do uczciwie przebiegającego obrotu. Informacja oraz transparentność są zatem elementem spajającym ochronę indywidualną i ochronę instytucjonalną rynku na płaszczyźnie funkcjonalności jego mechanizmów i zapewnienia jego płynności.

§ 2. Typologia jako metoda analizy prawa spółek

I. Typologia jako kategoria metodologiczna w prawie spółek

Wyznaczone przez paradygmat prawa rynku kapitałowego kierunki procesu badawczego wymagają nadania im określonej formy. Kluczowe jest bowiem określenie wpływu paradygmatu na różnicowanie spółki publicznej i spółki akcyjnej. Ponieważ rozważania te prowadzone są w ramach ścisłej klasyfikacji dogmatycznej spółek, konieczne jest posłużenie się typologią jako kategorią metodologiczną. Pozwala ona bowiem wywieść z zaprezentowanych teorii podstawy dla określenia odrębności spółki publicznej od spółki akcyjnej bez naruszania kodeksowej struktury klasyfikacji prawa spółek handlowych. Ocena przydatności zastosowania typologii jako kategorii metodologicznej w prawie prywatnym, a w szczególności w prawie spółek, winna zostać poprzedzona przedstawieniem zarysu istoty typu.

W naukach społecznych koncepcja typu nie jest rozumiana jednolicie⁵². W naukach prawnych typ, jako narzędzie metodologiczne, znajduje zastosowanie w analizach niektórych postaci stosunków prawnych, praw podmioto-

⁵² Por. T. Pawłowski, Tworzenie pojęć, s. 68 i n.; J. Woźniak, Logiczna analiza, s. 3 i n.; I. Lazi-Pawłowska, O pojęciu, s. 640; K. Larenz, Methodenlehre, s. 461.

wych, a także umownych stosunków zobowiązaniowych⁵³. Kategoria typu staje się przydatna wtedy, gdy analiza określonych konstrukcji prawnych wymaga nie tylko ujęcia konkretnego, ale również całościowego, zwłaszcza porządkującego. Spośród wszystkich możliwych koncepcji zastosowania kategorii typu, doniosłość przypisuje się typom strukturalnym, za pomocą których możliwe jest opisanie konstrukcji stanowiących elementy pewnej całości oraz ich wzajemnych związków normatywnych⁵⁴. Typologia pozwala przenieść główny akcent analizy poza ścisłe ramy pojęciowe wyznaczone przez *genus et differentiam*. Typ nie jest zatem synonimem pojęcia. Pojęcia podlegają bowiem definicji, co ma na celu późniejszą kwalifikację, typy natomiast są opisywane.

Koncepcja typu, który jest kategorią fikcyjną, zakłada istnienie pewnej grupy znamion, o nieoznaczonej liczbie, dlatego konkretne konstrukcje nie są kwalifikowane do poszczególnych typów, ale co najwyżej w mniejszym lub większym stopniu im odpowiadają⁵⁵. W typologii główny nacisk położony jest na relacje między elementami tworzącymi poszczególne instytucje. Dlatego dla ustanowienia typu niezbędne jest wyodrębnienie określonej grupy znamion, które nie mają charakteru przypadkowego i połączenie ich w pewną całość. W przypadku typu przesłanki przyporządkowania mogą pojawić się ze słabszym nasileniem, mogą zostać zastąpione innymi lub w ogóle może ich brakować⁵⁶. Typologię cechuje doniosłość elementów porównawczych, które pozwalają ukazać wzajemne relacje⁵⁷. Znamiona typu są stopniowalne. Ich funkcją jest charakteryzowanie pewnych konstrukcji, a nie tak jak w przypadku pojęć – ich klasyfikowanie rozłączne⁵⁸.

Metoda typologiczna może stanowić przydatne narzędzie prowadzenia rozważań na gruncie dogmatyki prawa spółek, ale tylko w celu ułatwienia rozpoznania określonych struktur, ich elementów i poszczególnych powiązań. Problematyka typologii nie jest dla piśmiennictwa prawa spółek zagadnieniem obcym. Z jednej strony jest bowiem ona elementem analiz klasyfikacyjnych, wyróżniania typów normatywnych, zasadniczych, a także typów hybrydal-

⁵³ Por. Ł. Węgrzynowski, Ekwiwalentność świadczeń, s. 132; M. Sośniak, Zagadnienia typologii, s. 22; Z. Radwański, J. Panowicz-Lipska, Zobowiązania, s. 3; S. Włodyka, w: M. Stec (red.), SPH, t. 2, s. 29 i n.

⁵⁴ Por. K. Larenz, Methodenlehre, s. 466.

⁵⁵ Por. W. Schluep, Die methodologische, s. 9; A. Koller, Grundfragen, s. 21.

⁵⁶ Por. Ch. Kern, Typizität, s. 28.

⁵⁷ Por. R. Ulrich, Atypische Komanditgesellschaft, s. 8.

⁵⁸ Por. P. Mengiardi, Strukturprobleme, s. 71.

nych⁵⁹. Z drugiej strony kategorią typu posługiwano się również w celu ustalania obowiązywania reguł pozaustawowych, które mogłyby wpływać na treść umów lub statutów spółek. W tym przypadku kryterium typu stanowiło sposób ograniczania dopuszczalności zamieszczania w umowach i statutach postanowień o charakterze atypowym dla danej spółki⁶⁰. Typ był więc czymś w rodzaju zespołu pozaustawowych reguł determinujących treść umów lub statutów spółek. Pełnił on funkcję analogiczną do tej, jaką pełni normatywna kategoria natury spółki, o której mowa w art. 304 § 4 KSH⁶¹. Ze względu na funkcjonalne podobieństwo kategorii typu do kryterium natury spółki nie przypisuje się jej większej doniosłości praktycznej, jako narzędzia interpretacyjnego postanowień umów i statutów spółek⁶². Poważnym mankamentem tej metody jest bowiem niedostateczny związek kwalifikacji prawnej z określoną regulacją prawną⁶³. W konkluzji stwierdzić zatem należy, że kategoria typu nie wywiera obecnie radykalnego wpływu na kształt klasycznego instrumentarium wykładni i stosowania norm prawa spółek⁶⁴.

Typ spółki jest również kategorią pojęciową języka prawnego. Ustawodawca posługuje się pojęciem typu spółki w art. 11 § 2 KSH, zgodnie z którym do spółki kapitałowej w organizacji w sprawach nieuregulowanych w ustawie stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące danego typu spółki po jej wpisie do rejestru. Takie samo pojęcie typu występuje w przepisach tytułu IV KSH poświęconych regulacji procesów łączenia, podziału i przekształcania spółek. Nietrudno zauważyć, że kategoria typu spółki dotyczy w tym przypadku ko-

⁵⁹ Por. T. Siemiątkowski, R. Potrzezecz, Spółka europejska, s. 15; A. Szumański, Hybrydalne typy, s. 20.

⁶⁰ Por. M. Litwińska, Typologia spółek, s. 6; Ch. Kern, Typizität, s. 29.

⁶¹ Przykładem odwołania się ustawodawcy do kategorii natury spółki akcyjnej jest przepis art. 304 § 4 KSH, zgodnie z którym statut spółki akcyjnej może zawierać dodatkowe postanowienia, chyba że z ustawy wynika, że przewiduje ona wyczerpujące uregulowanie albo dodatkowe postanowienie statutu jest sprzeczne z naturą spółki akcyjnej lub dobrymi obyczajami. Por. szerzej Ł. Gasiński, J. Modrzejewski, J. Okolski, Natura stosunku korporacyjnego, s. 2 i n.; Ch. Kern, Typizität, s. 29.

⁶² Por. Ch. Kern, Typizität, s. 30.

⁶³ Tak na gruncie prawa umów Ł. Węgrzynowski, Ekwiwalentność świadczeń, s. 225, którego zdaniem zastosowanie metody typologicznej w procesie stosowania prawa może prowadzić do rozwiązań skutkujących „zawiśnięciem decyzji kwalifikacyjnej w normatywnej próżni”.

⁶⁴ Należy jednak zauważyć, że metoda typologiczna nadal może być stosowana w kontekście kwalifikacji stosunków umownych. Jak stwierdził SN w wyr. z 9.12.1999 r., I PKN 432/99, OSNP 2001, Nr 9, poz. 310, kwalifikacji umowy zawierającej zobowiązanie do świadczenia pracy dokonuje się metodą typologiczną, polegającą na ilościowym porównaniu cech właściwych stosunkowi pracy oraz innym stosunkom prawnym.

deksowego katalogu form organizacyjnoprawnych spółek, a zatem ma ona charakter wyłącznie narzędzia klasyfikacji⁶⁵. Warto w tym miejscu podkreślić, że na gruncie przepisów Kodeksu handlowego pojęcie typu nie występowało, stanowiło ono natomiast pojęcie doktrynalne⁶⁶.

W kontekście niniejszych rozważań pojęcie typu, o jakim mowa np. przepisie art. 11 § 2 KSH, oznacza typ normatywny lub ustawowy. Nie należy dopatrywać się w tym jakiegś odrębnej kategorii metodologicznej⁶⁷, ale raczej kompleksu bezwzględnie obowiązujących norm tworzących podstawową strukturę minimalnych elementów danej spółki⁶⁸. Można zatem mówić o zasadzie *numerus clausus* wyłącznie w stosunku do typów normatywnych spółek w rozumieniu nadanym im przez normy KSH. Typy spółek w ujęciu KSH jako połączenie formy organizacyjnoprawnej i jej treści normatywnej nie wykluczają powstania konstrukcji niemieszczących się w modelu klasycznym. W takim przypadku powstaje swoista rozbieżność między formą prawną a pierwotną przewidzianą dla niej typową treścią normatywną. Konstrukcje wykraczające poza schemat ustanowiony w przepisach KSH określa się jako spółki atypowe⁶⁹. Forma organizacyjnoprawna i jej treść ma z natury charakter neutralny. Praktyka obrotu gospodarczego może jednak wymuszać modyfikację rozwiązań ustawowych, ich uzupełnianie lub pomijanie, ale w granicach wyznaczonych przez swobodę umów i autonomię woli stron⁷⁰. Pewność obrotu gospodarczego wymaga jednak jedności formy organizacyjnoprawnej i jej treści normatywnej, aczkolwiek z możliwymi modyfikacjami. Im większa dyspozytywność przepisów, tym łatwiej jest stronom stosunków prawnych doprowadzić do zmiany rozwiązań typowych i stworzyć konstrukcje, których ustawodawca wyraźnie nie przewidział⁷¹. Praktyka obrotu wymaga bowiem od ustawodawcy konstruowania na tyle elastycznych reguł, aby umożliwić powstawanie i funkcjonowanie tzw. faktycznych typów spółek, mieszczących się wprawdzie w kla-

⁶⁵ Analogiczne zastosowanie pojęcia typu spółki (*tipi di società*) występuje np. w art. 2249 CC. W języku prawnym oznacza ono formę prawną spółki. Zob. P. Spada, Typologie, s. 744.

⁶⁶ Pojęcie typu było natomiast stosowane dla form organizacyjnoprawnych spółek. Zob. A. Szumański, Hybrydalne typy, s. 19.

⁶⁷ Por. A. Koller, Grundfragen, s. 51, który postuluje posługiwanie się pojęciem formy organizacyjnoprawnej.

⁶⁸ Por. S. Caflisch, Die Bedeutung, s. 106.

⁶⁹ Por. A. Kidyba, Atypowe spółki handlowe, s. 14 i n. Atypowość, w przeciwieństwie do hybrydalności, oznacza jedynie modyfikację elementów struktury organizacyjnej. Zob. S. Włodyka, Kodeksowe spółki atypowe, s. X.

⁷⁰ Por. A. Kidyba, Atypowe spółki handlowe, s. 15.

⁷¹ Por. P. Mengiardi, Strukturprobleme, s. 106.

syfikacji ustawowej (typów normatywnych), ale stanowiących ich modyfikację⁷².

W niniejszych rozważaniach typ spółki został ujęty jako kategoria nadrzędna wobec formy prawnej nadanej jej przez ustawodawcę. Jest zatem odezwany od klasyfikacji kodeksowej spółek, co więcej – formuła niniejszych rozważań tej klasyfikacji nie narusza. Nie prowadzi bowiem do rozerwania ścisłego powiązania formy organizacyjnoprawnej oraz jej treści. Nie tworzy więc nowego typu normatywnego spółki handlowej, w rozumieniu art. 1 § 2 KSH⁷³. Spółka publiczna pozostaje nadal spółką akcyjną w klasyfikacji kodeksowej.

Typ spółki publicznej ma w tym przypadku raczej stanowić kategorię zbudowaną na podstawie całokształtu szczególnych dla spółki znamion. Stopień nasilenia tych znamion pozwala na ich wyodrębnienie i ujęcie w oddzielny, autonomiczny typ. Zastosowanie kategorii typologicznej wymaga zatem dokonania porównania spółki publicznej i spółki akcyjnej oraz wskazania różnic i ich relacji poszczególnych płaszczyzn. Typ spółki nie jest definiowany, ale opisywany, jest on bowiem kategorią otwartą i elastyczną⁷⁴. Trzeba również zauważyć, że metoda typologiczna nie jest w tym przypadku instrumentem stosowania prawa i narzędziem służącym ustalaniu skutków prawnych dla określonych stanów faktycznych. Typologiczne ujmowanie norm prawnych prowadziłoby do osłabienia rygorów procesu stosowania prawa, a w konsekwencji zbyt daleko idącej swobody interpretacyjnej.

W niniejszej pracy metoda typologiczna nie jest instrumentem merytorycznego procesu stosowania prawa spółek, zwłaszcza nie może stanowić odrębnej metody wykładni. Jest ona co najwyżej narzędziem analizy obudowy teoretycznoprawnej spółki publicznej i wykazywaniu jej różnic w stosunku do pewnej koncepcji modelowej. Typologia umożliwia swoistą integrację norm dotyczących spółki publicznej za pomocą kryteriów właściwego tylko dla nich paradygmatu, który łącząc poszczególne elementy regulacji, wyłania kontury typu spółki. Typologia jest zatem również sposobem systematyzacji. Z tego względu zyskuje ona doniosłość praktyczną, przede wszystkim na etapie tworzenia prawa dotyczącego spółki publicznej. Proces ten powinien odwoływać się do pewnych konstrukcji typowych, stanowiących odzwierciedlenie pewnego układu istniejących w obrocie stosunków. Dzięki temu ustawodawca,

⁷² Por. *M. Litwińska*, *Typologia*, s. 2.

⁷³ Por. *A. Szumański* w: *S. Sotysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja* Kodeks, t. 1, s. 103.

⁷⁴ Por. *D. Lennen*, *Typus*, s. 34 i n.

unikając nadmiernej kazuistyki regulacyjnej, może wprowadzać uporządkowane rozwiązania kompleksowe. Warunkiem niezbędnym dla osiągnięcia tego celu jest umiejscowienie charakterystycznych dla danego typu stosunków rozwiązań prawnych we właściwym pod względem systemowym akcie normatywnym⁷⁵. Przykład spółki publicznej zdaje się dostarczać argumentów na wadliwość systemowego jej ujęcia. Wynika to z dwóch przyczyn. Ustawodawca, poddając regulacji w KSH niektóre typowe dla niej stosunki, stworzył jedynie jej namiastkę. Z drugiej zaś strony wywołał stan pewnej nadmiarowości norm opartych na całkowicie odrębnym dla kodeksu paradygmacie regulacji.

Rozważania na temat istoty typu należy uzupełnić porównaniem go z teoretycznoprawną konstrukcją modelu. Jest to tyle istotne, że typ spółki publicznej konfrontowany jest ze spółką modelową. Należy przyjąć, że model stanowi pewien zespół rozwiązań normatywnych, na których opiera się instytucja prawna. Pełni on również funkcję systematyzującą, ale brak mu elementu porównawczego. Spółka publiczna jest pewną usystematyzowaną strukturą regulacji. W tym przypadku nie chodzi o same elementy, czyli o pewien kompleks norm, ale o ich cechy oraz relacje. W przypadku typu istotne są bowiem powiązania norm⁷⁶. Powiązania te nie mają charakteru przypadkowego, albowiem porządkowane są przez określony paradygmat regulacji, ujawniający się w aksjologii oraz funkcjach i zasadach unormowania⁷⁷. Model można porównać do typu wyjściowego lub kategorii nadrzędnej⁷⁸. Ustalenie, czy to spółka akcyjna prywatna, czy spółka publiczna ma charakter modelowy, napotyka na pewne trudności, które będą przedmiotem dalszych wywodów⁷⁹. Typem wyjściowym spółki, a zatem pewnym modelem spółki według przepisów KSH, jest spółka akcyjna. Dotyczy to zarówno typu normatywnego z art. 1 § 2 KSH, jak i kategorii metodologicznej przyjętej dla niniejszych analiz.

⁷⁵ Por. A. Kidyba, O potrzebie reformy prawa, s. 16.

⁷⁶ Por. A. Koller, Grundfragen, s. 58; W. Ott, Die Problematik, s. 76.

⁷⁷ Por. P. Mengiardi, Strukturprobleme, s. 82.

⁷⁸ Por. A. Opalski, w: A. Opalski (red.), Kodeks t. 3A, art. 4, Nb 3.

⁷⁹ Por. tamże, Nb 38. Zdaniem Autora nie istnieje spór co do modelowości jednej ze spółek *de lege lata*, ale modelowość jednej ze spółek powinna zostać wyznaczona *de lege ferenda*. Por. także M. Romanowski, W sprawie pojęcia, s. 11. Na problematyczność zagadnienia modelowości jednej ze spółek zwraca natomiast uwagę A. Szumański, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja Kodeks, t. 1, s. 104.