

Soft law jako instrumentarium zabezpieczające ochronę uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym – zagadnienia wybrane

Spis treści

- I. Wstęp
- II. Ustawowa reglamentacja ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym
- III. Regulaminy jako *soft law* chroniące uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym
 1. Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych
 2. Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych
- IV. Kodeksy etyki zawodowej i zasady jako *soft law* chroniące uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym
 1. Kodeks Dobrej Praktyki Domów Maklerskich
 2. Zasady Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców
- V. Podsumowanie

Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest ukazanie realnego wpływu rozwiązań regulacyjnych o charakterze *soft law*, wykorzystywanych dla zabezpieczenia uczciwej konkurencji w obrocie realizowanym na rynku kapitałowym, jak również zaprezentowanie oddziaływania reglamentacji *soft law* w relacji: organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym – instytucjonalni uczestnicy rynku kapitałowego – klienci instytucjonalnych uczestników rynku kapitałowego.

Słowa kluczowe: *soft law*; uczciwa konkurencja; rynek kapitałowy; instytucjonalny uczestnik rynku kapitałowego; klient instytucjonalnego uczestnika rynku kapitałowego; organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

JEL: K21

I. Wstęp

Pojęcie „ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym” należy generalnie zdefiniować jako zapewnienie wszystkim zainteresowanym podmiotom równego dostępu do mechanizmów generujących jak najwyższy zysk ekonomiczny. Stąd też, poprawnie działający rynek kapitałowy

* Absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego; doktorant na Wydziale Prawa, Administracji i Stosunków Międzynarodowych Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego; ORCID: 0000-0001-6033-6057.

gwarantuje realizację jego zasadniczych funkcji w postaci: informacji rynkowej, alokacji kapitału, transformacji kapitału (Chojecka, 2013). Zabezpieczenie obrotu rynkowego, oprócz unijnych źródeł prawa rynku kapitałowego, stanowi również tzw. prawo miękkie tworzone bądź to na zasadzie upoważnienia normatywnego, bądź też samoregulacji – przez instytucjonalnych uczestników tego rynku¹ (Skuczyński, 2008; Spyra, 2016; Chłopecki i Dyl, 2019). Rozwiązania *soft law* nie są prawem wiążącym², odgrywają jednak zasadniczą rolę dla bezpieczeństwa obrotu rynkowego z uwagi na wzrost znaczenia regulacyjnego aktów pozaprawnych w obrocie gospodarczym (Biernat, 2012; Chłopecki, 2013; Jabłońska-Bonca, 2015; Kuźniak 2017; Spryszak, 2017; Iwaniec, 2020)³. Analogicznie do regulacji pochodzących ze źródeł prawa unijnego, także prawo wewnętrzne⁴ wskazuje na normatywne upoważnienie umożliwiające zarówno organom nadzoru, jak i instytucjonalnym uczestnikom tworzenie rozwiązań o charakterze *soft law* regulujących rynek kapitałowy w obszarach niepoddanych reglamentacji ustawowej (Skuczyński, 2008). W niniejszym artykule zostaną omówione przykłady rozwiązań „prawa miękkiego”, które powołano do życia na mocy upoważnienia ustawowego oraz ustanowionego bez normatywnej podstawy. Przedmiotem przeprowadzonej analizy będą zatem regulaminy: Giełdy Papierów Wartościowych i Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, jak również: Kodeks Dobrej Praktyki Domów Maklerskich oraz Zasady Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców. Stanowią one bowiem przykład najbardziej rozpoznawalnych rozwiązań *soft law* na rynku kapitałowym, w tym istotnie zabezpieczają jego funkcje w postaci: przepływu informacji rynkowej, alokacji kapitału, transformacji kapitału. Charakter ustrojowy tych regulacji wpisuje się ponadto również w definicję prezentowaną przez autora artykułu, określającą *soft law* jako zbiór mechanizmów wpływających pozaustawowo na określony obszar życia publicznego, pozostających w synergii z obowiązującym porządkiem prawnym, które powstały na mocy normatywnych upoważnień prawa pozytywnego bądź też – które wprost pochodzą od środowisk skupiających branżowe podmioty profesjonalne. Wspomnieć należy, iż odrębną kategorię regulacji „prawa miękkiego” tworzą funkcjonujące w obszarze rynku kapitałowego rozwiązania pochodzące od organów nadzoru nad tym rynkiem. Zaliczają się do nich: stanowiska, uchwały, wytyczne i komunikaty stanowione przez krajowy organ nadzoru. Do zbioru tzw. nadzorczego *soft law* przynależą także rekomendacje pochodzące od tego organu, które choć zasadniczo kształtują szeroko rozumiany rynek finansowy, to w pewnym zakresie obejmują także skutecznym normowaniem dokładnie wskazany obszar rynku kapitałowego⁵

¹ Instytucjonalni uczestnicy rynku kapitałowego to m.in.: Giełda Papierów Wartościowych S.A., Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., domy maklerskie, banki, doradcy inwestycyjni, animatorzy rynku, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe.

² Traktat o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej, art. 288 (Dz. Urz. UE nr C 326 z 26.10.2012r.); dalej: TFUE.

Wyr. TS z dn. 21.09.2006 r. w sprawie C-167/04 P *JCB Service/Komisja*, EU:C:2006:594, pkt 207). Na podstawie tego wyr. organy administracji publicznej są zobligowane do stosowania wytycznych jako praktycznych reguł postępowania, jeśli ich stosowanie nie będzie uchybiać zasadzie równego traktowania. Wyr. TS z 28.06.2005 r. w sprawach połączonych C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P do C-208/02 P oraz C-213/02 P *Dansk Rørindustri i inni/Komisja*, EU:C:2005:408, pkt 223). W wyr. wskazano, iż wytyczne na skutek realnego przenikania do sfery normatywnego oddziaływania, kształtującego zasady postępowania ich beneficjentów wpisują się w katalog prawa stosowanego.

Wyr. TS z 13.12.1989 r. w sprawie 322/88 *Salvatore Grimaldi*, Zb. Orz. 1989, s. I-4407. W wyr. uznano, że także zalecenia pozostające poza regulacjami normatywnymi stanowią podstawę dla rozstrzygnięć sądów państw członkowskich.

³ Ostatni z Autorów wskazuje na kategorie niewiążących aktów prawa unijnego, tj.: interpretacyjne i wyjaśniające, sterujące, przygotowawcze i informacyjne. Omawiane w niniejszym artykule; Regulaminy, Kodeksy, jak i Zasady wypełniają przede wszystkim funkcję sterującą oraz przygotowawczą, jednak wydawane na ich podstawie rozstrzygnięcia reglamentujące rynek kapitałowy wskazują również na funkcje: informacyjną i wyjaśniającą.

⁴ Rozdział II artykułu.

⁵ Komisja Nadzoru Finansowego; dalej: KNF:

Rekomendacja A Komisji Nadzoru Finansowego z 2010 r. (zaktualizowana: dn. 23.07.2020r). Dotyczy zarządzania ryzykiem towarzyszącym zawieraniu przez banki transakcji na rynku instrumentów pochodnych. Odgrywa istotną rolę w kształtowaniu obrotu w tym obszarze rynku kapitałowego, w którym banki występują jako uczestnicy instytucjonalni tego rynku, bezpośrednio zabezpieczając poziom ochrony uczciwej konkurencji poprzez wyznaczenie standardów gwarantujących bezpieczeństwo inwestycyjne. https://www.knf.gov.pl/dla_rynkul/regulacje_i_praktyka/rekomendacje_i_wytyczne/rekomendacje_dla_bankow?articleId=8522&p_id=18.

(Rutkowska-Tomaszewska i Zawadzka, 2008; Davies, 2010; Fedorowicz, 2013). Doniosłą rolę w omawianej problematyce odgrywają także akty „prawa miękkiego” o charakterze nadzorczym, pochodzące od europejskich organów nadzoru⁶ (Fedorowicz i Michór, 2011; Menkes, 2013, s. 30–151; Fedorowicz, 2017).

II. Ustawowa reglamentacja ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym

Generalnie stosowany podział źródeł prawa Unii Europejskiej na źródła pierwotne, czyli traktatowe oraz pochodne, tj. potraktatowe, dotyczy także źródeł prawa rynku kapitałowego. O ile jednak prawo traktatów (TFUE) jest rozwiązaniem wspólnym dla całego obszaru UE, o tyle prawo pochodne, stanowione na potrzeby rynku kapitałowego charakteryzuje się specyfiką normatywną mającą na celu zabezpieczenie szeroko rozumianego unijnego obrotu kapitałowego i finansowego (Nieborak, 2008; Nieborak, 2016; Fedorowicz, 2016). Do zbioru prawa pochodnego, regulującego obrót na rynku kapitałowym, należy zaliczyć powoływane do życia przez organy Unii Europejskiej: dyrektywy, rozporządzenia i decyzje⁷. Zarówno pierwotne, jak i pochodne źródła prawa Unii Europejskiej oddziałują na systemy normatywne poszczególnych państw członkowskich wspólnoty, stając się następczo rozwiązaniami implementowanymi do ich wewnętrznych porządków prawnych⁸ (Kurcz, 2004; Mik, 2005; Koszowski, 2012; Morawski, 2014; Giaro, 2016; Rowiński, 2016; Helios i Jedlecka, 2018; Leszczyński, 2019). Stąd też, do krajowego obszaru normatywnego⁹ zostały wprowadzone trzy zasadnicze ustawy generalnie regulujące rynek

Stanowisko Urzędu KNF z dn. 14. 02.2020 r. „W sprawie wybranych aspektów świadczenia przez firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy usług doradztwa inwestycyjnego”. Informuje o pakiecie przepisów wprowadzanych przez dyrektywę MIFID II, oraz o podwyższeniu standardów świadczenia usług maklerskich, w szczególności usług doradztwa inwestycyjnego. Wszelkie wymogi i odniesienia wskazane w treści stanowiska odnoszące się do firm inwestycyjnych mają odpowiednie zastosowanie także do banków.

Stanowisko KNF z dn. 10.04.2012r. Dookreśla zasady zbycia akcji emitenta, praw pochodnych dotyczących akcji oraz innych instrumentów finansowych powiązanych z tymi papierami wartościowymi przez osoby pełniące ściśle określone funkcje w strukturze organizacyjnej emitenta, w celu zagwarantowania jednej z fundamentalnych zasad rynku kapitałowego tj. transparentności i przepływu informacji.

https://www.knf.gov.pl/wyniki_wyszukiwania?searchText=rekomendacje+dla+rynku+kapita%C5%82owego&publicationId=18&sortType=accuracy.

Uchwała KNF nr 248/2012 z 11.09. 2012 r., „W sprawie przekazania do publicznej wiadomości informacji o wszczęciu postępowania administracyjnego wobec spółki Rovese SA”, Zabezpiecza min. kontrolę polityki informacyjnej emitentów.

Uchwała KNF nr 207/2012 z 17.07.2012 r., „W sprawie określenia zasad wyboru firmy inwestycyjnej, do której KNF nakazuje przeniesienie instrumentów finansowych i środków pieniężnych oraz dokumentów związanych z prowadzeniem rachunków papierów wartościowych, rachunków zbiorczych i rachunków pieniężnych”. Wspomaga regulacyjnie min. rozwiązania z § 104 Regulaminu Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych: <https://dziennikurzedowy.knf.gov.pl/actbymonths>.

Wytyczne „dotyczące zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w powszechnych towarzystwach emerytalnych” z 2014 roku. Wskazują towarzystwom oczekiwania nadzorcze, dotyczące ostrożnego i stabilnego zarządzania obszarami technologii informacyjnej oraz bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego. W szczególności wskazują na ryzyka związane z tymi obszarami.

Wytyczne „dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych” z 2016 roku. Określają podstawowe czynniki ryzyka oraz przekazują do publicznej wiadomości wyniki badań wśród krajowych firm inwestycyjnych, oferujących klientom możliwość inwestowania w instrumenty pochodne na rynku OTC, w ramach internetowych platform transakcyjnych.

Komunikat KNF z 29.11.2017r., „W sprawie ograniczeń inwestycyjnych obowiązujących fundusze inwestycyjne” Informuje, że: „(...) chociaż regulacje [komunikatu] nie stanowią przepisów prawa powszechnie obowiązującego, to są one wiążące dla, odpowiednio, funduszu inwestycyjnego oraz towarzystwa, a brak ich respektowania może skutkować nałożeniem na towarzystwo sankcji administracyjnej”, s. 2; <https://dziennikurzedowy.knf.gov.pl/actbymonths>.

⁶ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA): <https://www.esma.europa.eu/document/europejski-urz%C4%85d-nadzoru-gie%C5%82d-i-papier%C3%B3w-warto%C5%9Bciowych>.

ESMA nadzoruje szeroki zakres działań finansowych realizowanych na unijnych rynkach papierów wartościowych oraz sprawuje nadzór m.in. nad: agencjami ratingowymi, repozytoriami transakcji, firmami zarządzającymi funduszami inwestycyjnymi. Ponadto, nadzoruje usługi doradztwa inwestycyjnego oraz sposób ich świadczenia, vide: badanie odpowiedności: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-guidelines-mifid-ii-suitability-requirements>; zarządzanie produktowe: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-report-product-governance-guidelines-safeguard-investors>; wymogi w zakresie wiedzy i doświadczenia osób wykonujących czynności doradztwa inwestycyjnego: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-1154262120-153_guidelines_for_the_assessment_of_knowledge_and_competence_corrigendum.pdf.

⁷ Przykład: Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.05.2014 r. (tj. MIFID II) w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE. Zabezpiecza m.in. zasadę alokacji kapitału na rynku poprzez zakreślenie katalogu obowiązków informacyjnych dla firm inwestycyjnych (art. 24) oraz wprowadza zasady wykluczające konflikt interesów tych firm z ich klientami (art. 23 ust. 2).

⁸ Wyr. TK z 11.05.2005 r., K 18/04, LEX 155502, ustala zakres integralności źródeł prawa unijnego z krajowym porządkiem prawnym.

⁹ Katalog zamknięty źródeł prawa krajowego określa przepis art. 87 Konstytucji RP.

kapitałowy, uzupełnione w zakresie normowania poszczególnych jego segmentacji¹⁰ kolejnymi aktami w randze ustaw (Chłopecki, 2006; Thiel, 2010; Banaszak, 2012; Garlicki, 2012; Spyra, 2016a; Wierzbowski i Wajda, 2019; Chłopecki i Dyl, 2019). Zabezpieczenie ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym jest związane bezpośrednio z pochodzącymi ze źródeł prawa unijnego oraz krajowego zasadami, w oparciu o które funkcjonują jego uczestnicy (Jurkowska-Zeidler, 2008). Wyróżnić należy zasady wskazane wprost przez prawo traktatów¹¹ (w postaci m.in.: swobody przepływu kapitału, swobody przepływu osób), jak również te wynikające z regulacji źródeł prawa dla rynku kapitałowego (m.in.: minimalizacji kosztów i przeszkód transakcyjnych, swobody dostępu do rynku oraz swobody dostępu do informacji rynkowej i transparentności) (Chojecka, 2013). W nauce prawa i w praktyce obrotu pojęcie „informacji rynkowej” identyfikuje także pojęcia „tajemnicy zawodowej” oraz „informacji poufnej”, podlegające szczególnej ochronie realizowanej z wykorzystaniem instrumentów administracyjnoprawnych, środków prawnokarnych i cywilnoprawnych¹² (Błachnio-Parzych, 2011; Płońska, 2012; Oplustil i Hotel, 2015; Bartłomiej, 2015; Kardas, 2017). Dlatego też, naruszanie zasad ochraniających rynek kapitałowy jest tożsame z naruszaniem norm prawa, na zasadzie których konkretne zasady funkcjonują w obrocie, a należyte zabezpieczenie normatywne ich przestrzegania wzmacnia również ochronę uczciwej konkurencji na tym rynku, co z kolei zapewnia uczciwą alokację kapitału.

III. Regulaminy jako *soft law* chroniące uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym

1. Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych

Do rozwiązań oddziałujących w sposób istotny na funkcjonowanie rynku kapitałowego należy zaliczyć Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych¹³ określający m.in. kwestie związane z przepływem i ochroną informacji giełdowej, będącej istotnym substratem ochrony uczciwej konkurencji na omawianym rynku. W związku z tym, podmiot organizujący i rozliczający Giełdę Papierów Wartościowych dookreślił tryb koniecznych działań dla przeprowadzanej oferty publicznej, uznając jej jawność za najważniejszy aspekt realizowanych transakcji rynkowych. Podobnie, w celu ochrony uczestników gry rynkowej – inwestorów, RGPW przewiduje konieczność podawania do publicznej wiadomości wszelkich informacji o zawieszeniu obrotu lub wykluczeniu konkretnych instrumentów finansowych z obrotu giełdowego, a także o wstrzymaniu dopuszczenia do obrotu giełdowego bądź też o rozpoczęciu kolejnych notowań. Do zbioru zabezpieczanych przez RGPW informacji giełdowych, wpływających na ochronę uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym, należy również zaliczyć informacje ogłaszane w Szczegółowych Zasadach Obrotu Giełdowego¹⁴ (dalej: Zasady). Zasady jako dokument wewnętrzny GPW ustalają m.in. katalog warunków obrotu instrumentami pochodnymi oraz typizują informacje opisywane w dokumentach zatwierdzanych

¹⁰ Segmentacja – podział rynku kapitałowego na mniejsze obszary np.: rynek giełdowy, poza giełdowy, alternatywny system obrotu i inne.

¹¹ Art. 63 TFUE.

¹² Wyr. NSA z 21.11.2018 r. (II GSK 3641/160), wzmacnia standardy ochrony informacji poufnej w relacji dom maklerski – klient. <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/4BA424D848>. Stanowisko UKNF w sprawie obowiązków informacyjnych z dn. 26.02.2013 r. uzupełnia ustawową definicję informacji poufnej; https://www.knf.gov.pl/wyniki_wyszukiwania?searchText=rekomendacje+dla+rynku+kapita%C5%82owego&publicationId=18&sortType=accuracy.

¹³ Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 1/1110/2006 Rady Giełdy, z 4.01.2006 r. z późn. zm.; dalej: RGPW. Wprowadzony został na zasadzie art. 28 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹⁴ § 51 RGPW oraz § 121 Zarząd Giełdy określa terminy, dni i harmonogram notowań instrumentów finansowych w Szczegółowych Zasadach Obrotu Giełdowego. Por. także wyr. SA w Warszawie VI Wydział Cywilny z 14.02.2013 r. (VI ACa 1099/12), LEX nr 1299018.

przez właściwy organ nadzoru. Na mocy Zasad ochroną zostały objęte także informacje dotyczące wniosku złożonego przez emitenta w przedmiocie dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu giełdowego, w zakresie określonym przez Zarząd Giełdy, jak również informacje zawarte w dokumencie zatwierdzonym przez właściwy organ nadzoru¹⁵. Obowiązek informacyjny wynikający z RGPW obejmuje ponadto emitentów tych instrumentów finansowych, które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego, a dotyczy przekazywania informacji bieżących i okresowych zgodnych – co do rodzaju, zakresu, formy, częstotliwości oraz terminów ich przekazywania – z przepisami właściwego rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych¹⁶ (Thiel, 2010). Szczególną formą informacji rynkowej, wpływającej na zakres ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym są także raporty okresowe sporządzane na mocy postanowień RGPW przez emitenta wprowadzającego do obrotu na rynku równoległym dłużne instrumenty finansowe. O obligatoryjnym przekazywaniu informacji rynkowej w formie raportów, RGPW stanowi również w przypadku, gdy określona zasada szczegółowa ładu korporacyjnego, ustalonego uprzednio na mocy uchwały Rady Giełdy nie jest stosowana w sposób trwały lub jest naruszona incydentalnie. W takiej sytuacji zainteresowany emitent, publikując raport, zamieszcza w jego treści informacje o tym jaka zasada nie jest stosowana lub nie została zastosowana bądź też jakie były okoliczności i przyczyny niezastosowania danej zasady¹⁷. RGPW wskazuje również, iż generalnie określony w nim obowiązek dotyczący zabezpieczenia tajemnicy prawnie chronionej został rozszerzony na obszar obejmujący tajemnicę informacji związanej z transakcjami giełdowymi¹⁸ (Spyra, 2016b). Przykład wykorzystywania jawności informacji giełdowej do realizacji ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym stanowi katalog zakreślonych w omawianym RGPW siedmiu płaszczyzn przedmiotowych, których dotyczą informacje przekazywane do zewnętrznego obrotu giełdowego. Mianowicie, podmiot organizujący oraz rozliczający obrót giełdowy upowszechnia niezwłocznie informacje dotyczące transakcji i obrotów na rynku giełdowym, w zakresie pięciu najlepszych ofert kupna – sprzedaży z uwzględnieniem liczby zleceń przy określonym poziomie cenowym. Ponadto, upowszechnieniu podlega wielkość obrotów w ujęciu ilościowym i cenowym, w tym czas otwarcia transakcji, jeśli te są zawierane poza sesją giełdową. Do katalogu informacji upowszechnianych zaliczają się także m.in.: kursy jednolite, kursy otwarcia i zamknięcia sesji, kurs minimalny i maksymalny, wielkość obrotów w ujęciu wartościowym i ilościowym dla instrumentów finansowych notowanych w systemie notowań ciągłych oraz wielkość obrotów w ujęciu wartościowym i ilościowym dla instrumentów finansowych notowanych w systemie notowań jednolitych¹⁹. Do zbioru rozwiązań zabezpieczających uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym w obszarze obrotu realizowanego na GPW zaliczają się także inne rozwiązania systemowe określone treścią RGPW. Przykład stanowi obowiązkowa ewidencja transakcji giełdowych²⁰, która obejmuje nie tylko

¹⁵ Zatwierdzanie dokumentu zawierającego informacje chronione następuje w procesie dopuszczenia przez Zarząd Giełdy do obrotu na GPW prawa do nowych akcji spółki – której akcje nie były dotychczas notowane na Giełdzie lub dopuszczenia akcji nowej spółki powstałej w wyniku połączenia spółek – których akcje były dotychczas notowane na Giełdzie.

¹⁶ § 28 ust. 2 RGPW zawiera odesłanie do norm prawa stanowionego. Reglamentacja następuje zarówno na mocy RGPW, jak i źródeł prawa rynku kapitałowego. Przykład stanowią wskazane poniżej uchwały Zarządu GPW.

¹⁷ § 28 b i § 29 RGPW.

¹⁸ § 64 RGPW.

¹⁹ § 171 RGPW.

²⁰ § 164 RGPW.

zabezpieczenie kart umów, stanowiących dowody zawarcia umów giełdowych, przekazywanych w formie elektronicznej, – lecz także podstawę formalno-materiałną dla zgłaszania przez strony transakcji giełdowej sprzeciwu w przedmiocie zgodności tych kart z przyjętymi przez GPW zleceniami. Skuteczność zaprezentowanego rozwiązania polega zatem na prawie każdej ze stron transakcji do dysponowania pełną informacją giełdową, a dodatkowo umożliwia wystąpienie ze sprzeciwem wzmacniającym interes prawny konkretnego podmiotu w prowadzonym obrocie giełdowym. Tym samym, przyjęte w RGPW rozwiązanie zabezpieczające ewidencję transakcji giełdowych umożliwia stronie zgłaszającej doprowadzenie od stanu niezgodnego ze stanem rzeczywistej ilości transakcji – do stanu zgodnego z realnie przeprowadzonymi transakcjami. Kolejnym przykładem ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym, obserwowalnym przez pryzmat obrotu giełdowego, jest regulaminowy zakaz obejmujący animatorów rynku – stanowiący o braku możliwości składania przez nich zleceń prowadzących do zawierania transakcji giełdowych, w których występowałiby zarówno jako sprzedający i kupujący jednocześnie²¹. Zastosowane rozwiązanie, wykluczające możliwość przeprowadzania czynności prawnych „z samym sobą” świadczy o należyтым stopniu zabezpieczenia obrotu giełdowego w obszarze ochrony uczciwej konkurencji na rynku. Wyeliminowana została bowiem uprzywilejowana pozycja czyli tzw. nieuprawnione pierwszeństwo profesjonalnego uczestnika rynku, występującego jednocześnie wobec pozostałych inwestorów giełdowych w roli inicjatora obrotu oraz inicjatora w obszarze zleceń transakcji giełdowych. Przywołany zakaz gwarantuje równy dostęp do dóbr rynkowych poprzez zapewnienie wszystkim inwestorom identycznych warunków dla nabycia instrumentów finansowych poddanych obrotowi giełdowemu. Zabezpieczeniem uczciwej konkurencji w obszarze GPW są i te rozwiązania regulaminowe, które przekładają się na prawo do złożenia odwołania przez emitenta instrumentów finansowych od rozstrzygnięcia uchwały Zarządu Giełdy²² w przedmiocie odmowy dopuszczenia określonej kategorii instrumentów finansowych do obrotu giełdowego. RGPW, poza prawem złożenia środka zaskarżenia, ustanawia również schemat drogi rozpoznania dla zgłoszonego odwołania, m.in. wskazując procedurę, terminy zawite oraz ustanawiając organ odwoławczy, tj. Radę Giełdy, która nie jest organem administracji publicznej. Emitent korzystający z zabezpieczenia jego praw w oparciu o przywołany tryb odwoławczy ochrania swoją pozycję w obrocie rynkowym GPW, realizując tym samym ochronę konkurencyjności posiadanego produktu rynkowego. RGPW wskazuje ponadto na warunkowanie rozpoczęcia przez Członka Giełdy obrotu instrumentami pochodnymi, który w tym celu jest zobowiązany do udokumentowania możliwości prawidłowego rozliczania zawieranych przez siebie transakcji, przy jednoczesnym zagwarantowaniu ochrony uczciwej konkurencji wobec innych uczestników tego obrotu²³. Podobnie, przeprowadzanie kontroli obejmujących transakcje pakietowe zawierane poza systemem notowań

²¹ § 83 RGPW. Por. także Wystąpienie Pokontrolne NIK z dnia 28.08.2014 r., numer i tytuł kontroli P/14/012 omówione poniżej.

²² § 23 RGPW.

²³ § 52 oraz § 92 w zw. z § 102, jak i § 106, § 119 RGPW. Przywołane regulacje wskazują na: obligatoryjne wykorzystanie w obrocie giełdowym pośrednictwa profesjonalnych uczestników rynku kapitałowego, tj. domów maklerskich i maklerów; rygor naprawienia szkody wynikłej z tytułu zawinionego niewykonania lub nienależytego wykonania przyjętego zlecenia; anulowanie transakcji giełdowych tylko w oparciu o szczegółowe warunki i tryb określone w Szczegółowych Zasadach Obrotu Giełdowego; uprawnienie Zarządu GPW do zmiany terminu sesji, unieważnienie sesji giełdowej lub też kursów poszczególnych instrumentów finansowych tylko i wyłącznie w wyjątkowych przypadkach – pod rygorem niezwłocznego poinformowania o tej okoliczności KNF oraz KDPW oraz członków GPW. Wyr. SA w Warszawie VI Wydział Cywilny z 14.02.2013 r. (VI ACa 1099/12) LEX nr 1299018: sąd wskazał na podstawę określenia przez Zarząd GPW kursu odniesienia dla prawa poboru, którą stanowiły regulacje § 4 w zw. z § 190 ust. 2 RGPW oraz zbadał zastosowanie § 132 ust. 7 RGPW. Sąd odniósł się także do szczegółowych zasad określenia kursu odniesienia uregulowanych w Oddziale III, Rozdziale VII Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego, w tym do § 51 ust. 4 i 9 Zasad.

ciągłych oraz poza kursem jednolitym, jak również obejmujących transakcje na znaczne pakiety akcji – stanowi o zaawansowanym systemie kontrolnym, wykorzystującym regulaminowe normy o charakterze *soft law*. Wskazane rozwiązania mają na celu zapewnienie równego dostępu do rzetelnej informacji rynkowej oraz identycznego dostępu inwestorów do produktu obrotu giełdowego (Jajuga, 2002; Thiel, 2010). Do omawianych rozwiązań zabezpieczających należy także zaliczyć zawieranie transakcji pakietowych w dniach, w których odbywają się sesje giełdowe oraz określanie w Zasadach dokładnego trybu postępowania przy realizacji oraz ogłaszaniu wezwania²⁴. Na realne oddziaływanie RGPW w obszarze zabezpieczenia uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym wskazuje Wystąpienie Pokontrolne Najwyższej Izby Kontroli z 2014 r., w którym NIK oceniła pozytywnie działalność GPW w przedmiocie zapewnienia uczciwego obrotu giełdowego²⁵. NIK, co należy podkreślić, przeprowadziła analizę formalnej i merytorycznej poprawności działań GPW przez pryzmat właściwego wypełniania konkretnych postanowień RGPW²⁶, w tym należytego stosowania regulacji „prawa miękkiego” do weryfikacji informacji prezentowanych we wnioskach o dopuszczenie do obrotu instrumentów finansowych oraz we wnioskach o dopuszczenie podmiotów do działania na GPW. W obszarze przeprowadzonej przez NIK kontroli zbadano również czy GPW realizowała bieżący nadzór nad działalnością animatorów rynku w zakresie przestrzegania przez nich regulaminowego zakazu zawierania transakcji, w których animatorzy występowałiby po stronie zarówno sprzedającego, jak i kupującego jednocześnie. Ponadto, ustalono przestrzeganie „warunków animowania” określonych w umowach zawartych pomiędzy GPW a Członkami GPW²⁷. Do regulacji RGPW realnie zabezpieczających uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym, które NIK uwzględniła w Wystąpieniu Pokontrolnym z 2014 r., należy zaliczyć również rozwiązania obejmujące kontrolę i stały nadzór nad zleceniami maklerskimi. Pozytywnie też oceniono wypełnianie przez GPW wytycznych, dotyczących zabezpieczenia obrotu giełdowego przed manipulacjami ustalającymi nierzetelne kursy instrumentów finansowych, w tym nadzór nad zawartymi transakcjami giełdowymi²⁸. Omawiany RGPW zawiera i takie rozwiązania, w oparciu o które GPW posiada kompetencje do zawieszenia obrotu oraz wykluczenia z obrotu giełdowego instrumentów finansowych, jak również zawieszenia i wykluczenia Członków GPW w związku z zaistnieniem naruszenia konkretnego postanowienia Regulaminu²⁹. O skuteczności RGPW w tej mierze zaświadcza przede wszystkim statystyki zawieszonych obrotu instrumentami finansowymi czy statystyki wykluczonych i warunkowo wykluczonych z obrotu instrumentów finansowych, m.in. na głównym rynku GPW³⁰. Ponadto, wytyczne określone w RGPW wspomagają proces

²⁴ § 154 i § 160 RGPW.

²⁵ NIK Departament Budżetu i Finansów, Wystąpienie Pokontrolne z dnia 28.08.2014 r., numer i tytuł kontroli P/14/012. Pn. „Nadzór nad publicznym obrotem instrumentami finansowymi”, pkt III.2 „Zapewnienie uczciwego obrotu giełdowego”, pkt III.2.1. „Monitorowanie i egzekwowanie wywiązywania się przez emitentów instrumentów finansowych z obowiązków informacyjnych” s. 4. www.nik.gov.pl › kontrole › wyniki-kontroli-nik › pob.

²⁶ Wystąpienie NIK pkt III.2.3. „Weryfikacja wdrożenia przez emitentów procedury ochrony tajemnicy informacji związanych z transakcjami giełdowymi. Kontrole Członków GPW” str. 6. NIK sprawdził poprawność realizacji obowiązków przez GPW wynikających z § 64 RGPW, tj. kontroli posiadania dokumentów określających procedury ochrony tajemnicy informacji związanych z transakcjami giełdowymi.

²⁷ Wystąpienie NIK pkt III.2.3. „Weryfikacja wdrożenia przez emitentów procedury ochrony tajemnicy informacji związanych z transakcjami giełdowymi” str. 8, § 83 RGPW.

²⁸ Wystąpienie NIK pkt III. 2.4. „Kontrola zleceń maklerskich lub zawartych transakcji giełdowych pod kątem próby manipulacji kursami instrumentów finansowych. Anulowanie transakcji giełdowych” str. 8, § 104 ust. 5 RGPW.

²⁹ Wystąpienie NIK pkt. III.2.5 „Zawieszenie obrotu i wykluczanie z obrotu giełdowego instrumentów finansowych oraz zawieszanie i wykluczanie Członków GPW” str. 9, § 61 ust. 3 RGPW.

³⁰ 1) Wystąpienie NIK: pkt. III.2.5 „Zawieszanie obrotu i wykluczanie z obrotu giełdowego instrumentów finansowych oraz zawieszanie i wykluczanie Członków GPW” str. 9: 228 przypadków zawieszenia obrotu instrumentami finansowymi, w tym 75 przypadków dotyczyło głównego rynku GPW, 100 – rynku NewConnect, 53 – rynku Catalyst, 220 uchwał dotyczących wykluczenia instrumentów finansowych z obrotu, w tym: 142 przypadki dotyczyły

kontrolny i nadzorczy nad rynkiem kapitałowym, statuując uprawnienia Zarządu GPW do wykluczenia z obrotu na głównym rynku GPW każdego podmiotu, który nie wykona nałożonej na niego kary regulaminowej lub w inny sposób naruszy regulaminowe zasady obrotu giełdowego. Skuteczność przyjętych rozwiązań o charakterze „prawa miękkiego” przejawia się w licznych uchwałach podejmowanych przez Zarząd GPW w oparciu o RGPW, w sprawach dotyczących m.in.: dopuszczenia do obrotu na głównym rynku GPW, wykluczenia z działania lub uchylenia prawa do działania na tym rynku, wycofania z obrotu oraz unieważnienia zleceń maklerskich³¹.

2. Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych

Do regulacji o charakterze „prawa miękkiego” zabezpieczających uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym należy zaliczyć także Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych³², który wprowadza w życie generalne zasady dotyczące przepływu rzetelnej informacji rynkowej oraz gwarantuje profesjonalizm działań uczestników tego rynku w aspekcie organizacji i rozliczania obrotu. Rozwiązania regulaminowe zobowiązują bowiem Zarząd KDPW do niezwłocznego przekazywania treści wszystkich podjętych uchwał dotyczących funkcjonowania systemu depozytowego, w tym również do publikacji Szczegółowych Zasad Działania Krajowego Depozytu³³ (Chłopecki i Dyl, 2019). RKDPW przewiduje także obowiązkowy przepływ informacji skierowanej od uczestnika obrotu do KDPW w zakresie wskazywania wszelkich zmian danych zawartych w dokumentach, które zostały przez uczestnika załączone wraz z wnioskiem o zawarcie umowy uczestnictwa, w tym o wszelkich zdarzeniach, które mogą wpływać negatywnie na wykonywanie przez uczestnika zobowiązań wynikających z uczestnictwa w systemie depozytowym³⁴. Ponadto, zbiór informacji kierowanych przez uczestników do KDPW nie może pomijać okoliczności zawie-

głównego rynku GPW, 42 – rynku NewConnect, 36 – rynku Catalyst. Dodatkowo zarząd Giełdy podjął 17 uchwał o warunkowym wykluczeniu instrumentów z rynku NewConnect. Publikacja dla głównego rynku GPW <http://www.gpw.pl>. Pozostałe rynki: <http://www.newconnect.pl>, <http://www.gpwcatalyst.pl>. pkt III.2.6. „Kary regulaminowe nakładane na emitentów instrumentów finansowych i Członków Giełdy” str. 9:

311 przypadków zastosowania regulaminowych środków dyscyplinujących w odniesieniu do emitentów alternatywnego systemu obrotu (ASO) na rynkach NewConnect i Catalyst, 279 nałożonych kar na rynku NewConnect, 32 nałożone kary na rynku Catalyst. Ponadto, w 193 przypadkach GPW zawieszala obrót danym instrumentem lub wykluczała konkretny instrument z obrotu w ASO. W 65 przypadkach GPW upominała emitentów, a w jednym przypadku zobowiązano emitenta do podpisania umowy z autoryzowanym doradcą. W 3 przypadkach, na skutek nie wykonania przez spółki orzeczonych kar – zostały one wykluczone z obrotu w ASO.

2) Aktem uzupełniającym RGPW jest Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu (RASO) przyjętym Uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r. (ostania zmiana: Uchwała Zarządu GPW Nr: 736/2019 z dnia 24 lipca 2019 r.). Na zasadzie RASO organy GPW mogą nakładać kary pieniężne, kary upomnienia, obowiązki zabezpieczające uczciwy obrót – oraz wykluczyć z obrotu w ASO każdy podmiot, który nie wykonał nałożonej na niego kary regulaminowej.

Przykładowe uchwały Zarządu GPW: (1) Uchwała nr 576/2019, kara pieniężna na podstawie § 17 ust. 1 i § 17c ust. 1 pkt. 2) RASO, w związku z § 6 ust. 11 Załącznika Nr 3 do RASO za niedochowanie wymogów co do trybu i warunków publikacji raportu rocznego; (2) Uchwała nr 615/2019, kara pieniężna i obowiązek zawarcia umowy z Doradcą, na podstawie § 17 ust. 1, § 17c ust. 1 pkt. 2) i § 17b ust. 1 RASO oraz w związku z § 6 ust. 11 Autoryzowanym. 11 Załącznika Nr 3 do RASO; (3) Uchwała nr 1061/2019, kara pieniężna na podstawie § 17 ust. 3 oraz § 17c ust. 1 pkt. 2) RASO za naruszenie zasad dotyczących informacji bieżących i okresowych co do ich rzetelności, (4) Uchwała nr 201/2020, upomnienie na podstawie § 17 ust. 1 i § 17c ust. 1 pkt. 1) RASO, w związku z § 6 ust. 9 Załącznika Nr 3 do RASO, za naruszenie zasad publikowania raportu kwartalnego oraz za niedochowanie wymogów trybu i warunków publikacji raportu kwartalnego.

Publikowane na: www.newconnect.pl oraz www.gpw.catalyst.pl.

³¹ Uchwały Zarządu GPW dla głównego rynku GPW: (1) Uchwała nr 1069/2020 wykluczająca z działania na giełdzie, na podstawie §78 ust. 1 pkt 4) w zw. z § 60 ust. 2 pkt 1) RGPW, w związku z odpadnięciem przesłanki pozwalającej na uznanie spółki za firmę inwestycyjną, (2) Uchwała nr 1068/2020 z 31.12.2020 r., wykluczająca z działania na giełdzie, na podstawie § 78 ust. 1 pkt 4) w zw. z § 60 ust. 2 pkt 1) RGPW, w związku z odpadnięciem przesłanki pozwalającej na uznanie spółki za firmę inwestycyjną, (3) Uchwała nr 1065/2020 z 31.12.2020 r., uchylająca prawo spółki do działania na giełdzie, na podstawie § 75 ust. 1 RGPW; (4) Uchwała nr 995/2020 z 17.12.2020 r., w sprawie unieważnienia zleceń maklerskich na rynku giełdowym oraz w alternatywnym systemie obrotu, na podstawie § 110 ust. 11 RGPW oraz § 25 ust. 10 Załącznika Nr 2 do RASO; (5) Uchwała nr 909/2020 z dnia 25.11.2020 r., w sprawie wycofania z obrotu na głównym rynku GPW akcji spółki, na podstawie § 110 ust. 11 RGPW. <https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw#10>.

³² Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych zwany dalej RKDPW – tj. obowiązujący w brzmieniu przyjętym uchwałami Rady Nadzorczej KDPW nr 42/679/17 z 26.09.2017 r., ostatnie zm. uchwały: 14/831/20 z 20.02.2020 r., nr 52/869/20 oraz nr 54/871/20 z dnia 26 czerwca 2020 r.). Wprowadzony na zasadzie art. 50 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. <https://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Strony/SZDz-zmiany.aspx>.

³³ § 2 ust. 1. RKDPW. W systemie aktów wewnętrznych KDPW funkcjonują także „Szczegółowe Zasady Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych” powołane do życia uchwałą Zarządu KDPW, czyli na mocy aktu organu spółki prawa handlowego, ostatnia zmiana: Uchwała Zarządu KDPW nr 1089/2020 z 26.10.2020 r. <https://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Strony/SZDz-zmiany.aspx>.

³⁴ § 20 RKDPW.

ranych przez nich umów dotyczących prowadzenia dla innych podmiotów kont depozytowych oraz umów obejmujących bezwarunkowe upoważnienie do składania dyspozycji skutkujących dokonywaniem zapisów na takich kontach. Wśród informacji, jakie KDPW otrzymuje od uczestników, są też dane o systemach kont podmiotowych, które w ramach poszczególnych rodzajów działalności tych uczestników mają pełnić funkcje kont domyślnych³⁵. Podobnie uczestnicy o ustalonym w KDPW statusie „typ uczestnictwa emitent” zostali zobowiązani postanowieniami RKDPW do przekazywania KDPW kompletnych informacji dotyczących wyemitowanych przez tych uczestników obligacji, listów zastawnych lub certyfikatów inwestycyjnych, których rejestracja nastąpiła na zasadzie zawartej w obrocie rynkowym umowy³⁶ (Spyra, 2016c). Rozwiązania regulaminowe przewidują również prawo do kontroli uczestnika przeprowadzanej na okoliczność spełniania warunków uczestnictwa zakreślonych zarówno ustawą, jak i samym Regulaminem³⁷. Wzmocnienie ochrony uczciwej konkurencji w obszarze funkcjonowania KDPW następuje także poprzez nałożenie wymogu publicznego informowania o kondycji finansowej uczestników rynku zagrożonych likwidacją, jak również poprzez ustalenie w treści RKDPW zestawu dalszych działań zabezpieczających. Stąd też, KDPW – w sytuacji otrzymania informacji o podjęciu środków prawnych, zmierzających do likwidacji uczestnika lub jego reorganizacji czy też restrukturyzacji zobowiązań – wstrzymuje natychmiast możliwość wprowadzania do systemu depozytowego tych zleceń rozrachunku, które wskazują uczestnika niewypłacalnego jako stronę rozrachunku. Z systemu depozytowego zostają wówczas usunięte zlecenia rozrachunku wskazujące uczestnika niewypłacalnego jako stronę rozrachunku, pod warunkiem, że zlecenia takie: wprowadzono po podjęciu wobec uczestnika wymienionych powyżej środków prawnych; nie podlegają one realizacji w dniu ich podjęcia lub nie stały się nieodwołalne w momencie otrzymania przez KDPW informacji o ich podjęciu. W omawianej sytuacji KDPW dokonuje przeniesienia papierów wartościowych należących do klientów uczestnika niewypłacalnego z kont ewidencyjnych prowadzonych dla tego uczestnika na konta ewidencyjne prowadzone dla innego uczestnika wskazanego przez KNF. W razie braku wskazania przeniesienie zostaje zrealizowane na konta ewidencyjne, prowadzone dla uczestnika wyrażającego na to zgodę³⁸. Opisane powyżej działania zabezpieczające stanowią o przyjęciu rozwiązań mieszanych, tj. ze sfer regulacji *soft law* i prawa pozytywnego. Łączna reglamentacja realnie wzmacnia należytą ochronę klienta wobec niewypłacalnego uczestnika, tym bardziej że zlecenia takiego uczestnika mogą zostać dodatkowo usunięte z systemu depozytowego w konsekwencji kontroli przeprowadzonej przez KDPW z udziałem organu nadzoru. Kolejnym instrumentem ochrony uczciwej konkurencji na rynku obrotu depozytowego jest wprowadzenie przez RKDPW obowiązku dostarczania na rzecz KDPW wszystkich informacji, określających transakcje sprzedaży zawarte przez uczestników bez zlecenia klienta lub też niezgodnie z treścią prawidłowo złożonego zlecenia klienta. W tym przypadku zabezpieczenie interesu prawnego klienta polega na wyeliminowaniu zagrożenia niezgodności, jaka wystąpiłaby pomiędzy stanami na kontach ewidencyjnych prowadzonych dla danego klienta w KDPW a stanami rachunków

³⁵ § 36 RKDPW.

³⁶ § 48 RKDPW.

³⁷ § 39 RKDPW.

³⁸ § 104 RKDPW, por. Uchwała KNF 207/2012 z dn. 17.07.2012 r. przywołana powyżej.

papierów wartościowych oraz rachunków zbiorczych odpowiadających tym kontom³⁹. Do regulaminowych rozwiązań ocenianych przez pryzmat skutecznego przepływu informacji rynkowej oraz zabezpieczających ochronę uczciwej konkurencji w systemie depozytowym należy także zaliczyć obowiązek umożliwienia stronom zawieranych umów pożyczek ich wzajemną identyfikację⁴⁰. Wskazany wymóg urealnienia ustalenie przez strony stosunku zobowiązaniowego pozycji rynkowej i wiarygodności inwestora jako uczestnika gry rynkowej (Thiel, 2010; Spyra, 2016d). Niezależnie od zabezpieczenia przepływu informacji rynkowej – RKDPW ochrania uczciwą konkurencję w obszarze KDPW również poprzez rozwiązania gwarantujące profesjonalne działania tych uczestników, którzy zostali dopuszczeni do obrotu ze względu na ich poziom kwalifikacji branżowych. Profesjonalny uczestnik to podmiot prowadzący w obrocie systemu depozytowego m.in.: biuro maklerskie; rejestr osób, które nabyły określone papiery wartościowe w obrocie pierwotnym lub w ramach pierwszej oferty publicznej⁴¹ (Bączyk, Koziński, Michalski, Pyziół, Szumański i Weiss, 2000). Do katalogu podmiotów działających profesjonalnie w obszarze KDPW zaliczają się również: banki⁴², izby rozrachunkowe, uczestnicy prowadzący działalność depozytariuszy oraz sponsorzy emisji. Szczególnym przykładem świadczącym o oddziaływaniu instrumentarium *soft law* omawianego RKDPW na ochronę uczciwej konkurencji w obszarze KDPW, jest rozwiązanie mające na celu operację zablokowania papierów wartościowych na rzecz innego uczestnika⁴³. Skuteczność takiego zabezpieczenia wynika z zapewnienia uprawnionym uczestnikom rynku depozytowego tych wartości finansowych, które odpowiadają zablokowanym instrumentom finansowym. RKDPW wskazuje także na możliwość zawieszenia przez KDPW (na czas oznaczony) przyjmowania dokumentów deklaracji⁴⁴ od konkretnego uczestnika. Rozwiązanie to znajdzie zastosowanie, gdy uczestnik stwarza zagrożenie dla bezpieczeństwa obrotu lub prawidłowego funkcjonowania systemu depozytowego. W przypadku zaistnienia wskazanego zagrożenia KDPW posiada ponadto kompetencje do usunięcia dokumentów deklaracji przekazanych przez takiego uczestnika z systemu pożyczek negocjowanych oraz skierowania informacji do innych uczestników systemu o wprowadzonych działaniach ochronnych. Zabezpieczeniem uczciwej konkurencji w obszarze KDPW jest także nałożony na uczestników regulaminowy obowiązek codziennej kontroli rozrachunków obrotu depozytowego i sprawdzania prawidłowości stanu kont ewidencyjnych. Uczestnicy, w zależności od formy uczestnictwa w rynku depozytowym, zostali bowiem zobowiązani na mocy RKDPW do codziennego weryfikowania rzetelności ewidencji obsługiwanych papierów wartościowych bądź izb rozrachunkowych – w zestawieniu ze stanami kont prowadzonych dla nich w KDPW⁴⁵. Dopełnienie kontroli poprawności rozrachunków obrotu depozytowego stanowi ponadto nałożony przez RKDPW na KDPW obowiązek obejmujący sprawdzanie zgodności stanów na koncie emisyjnym ze stanami na kontach ewidencyjnych prowadzonych przez

³⁹ § 54 RKDPW. Ponadto, regulacje § 53 w zw. z § 2 RKDPW posłużyły jako podstawa dla wydanego wyr. NSA z 8.05.2014 r. (II GSK 147/13) ONSA i WSA 2016/2/27. NSA uznał, że to RKDPW określa m.in. sposób funkcjonowania systemu rozrachunkowego i rozliczeniowego. Zdaniem Sądu § 2 ust. 1 RKDPW wskazuje, że Zarząd KDPW jest uprawniony do podejmowania uchwał w sprawach szczegółowych, które dotyczą funkcjonowania systemu depozytowego, a w oparciu § 53 ust. 1 RKDPW – terminy rozrachunku transakcji zawartych na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu KDPW ustala w porozumieniu odpowiednio: ze spółką prowadzącą dany rynek regulowany bądź z podmiotem, który organizuje konkretny, alternatywny system obrotu.

⁴⁰ § 118 RKDPW.

⁴¹ § 24 RKDPW. Uczestnicy profesjonalni wskazani w RKDPW to uczestnicy instytucjonalni rynku kapitałowego.

⁴² § 18 RKDPW.

⁴³ § 37 RKDPW.

⁴⁴ § 129 ust. 1 w zw. z § 121 ust. 1 i ust. 3 RKDPW.

⁴⁵ § 49 i § 53 RKDPW.

KDPW – w odniesieniu do tych papierów wartościowych, w stosunku do których KDPW jest depozytem macierzystym emitenta. Zastosowanie wskazanych powyżej regulacji eliminuje podawanie niezgodnych ze stanem rzeczywistym wartości instrumentów finansowych, jakie zgromadzono na poszczególnych kontach depozytowych. Tym samym zostaje wykluczone po stronie uczestników KDPW ryzyko błędu w ocenie pozycji rynkowej i możliwości finansowych poszczególnych graczy systemu depozytowego⁴⁶ (Jajuga, 2002). Dla skutecznego egzekwowania omówionych powyżej rozwiązań regulaminowych wprowadzono odpowiednie środki dyscyplinujące⁴⁷, których katalog obejmuje: upomnienie, opłatę, opłatę specjalną, jak również zawieszenie uczestnictwa w KDPW⁴⁸. Co istotne, zawieszenie uczestnictwa nie umarza zobowiązań uczestnika wynikających z jego działalności prowadzonej do dnia nałożenia tej sankcji. Celem zabezpieczenia rozliczeń transakcyjnych zawieszono uczestnika jest bowiem utrzymanie pozycji finansowej jego klientów w obrocie depozytowym bez uszczerbku dla ich aktywów zaangażowanych w grze rynkowej⁴⁹ (Spyra, 2016e). Sprawowana kontrola poprawności rozrachunków została dodatkowo wzmocniona⁵⁰ przez nałożenie na KDPW obowiązku zawiadomienia o realizowanym zawieszeniu m.in.: Komisji Nadzoru Finansowego, Narodowego Banku Polskiego oraz innych uczestników systemu depozytowego. O realnej skuteczności stosowania „prawa miękkiego” w postaci RKDPW zaświadcza także Wystąpienie Pokontrolne Najwyższej Izby Kontroli z 2014 roku⁵¹. Najwyższa Izba Kontroli dokonała oceny funkcjonowania KDPW również przez pryzmat przestrzegania i poprawności stosowania RKDPW⁵². Pozytywnie oceniono działania nadzorcze i kontrolne KDPW, które obejmowały zarówno ewidencję papierów wartościowych uczestników systemu depozytowego, jak i prowadzenie obowiązkowego systemu rekompensat⁵³ zabezpieczającego interesy inwestorów. Ponadto NIK ustaliła, uznając za istotne wykorzystanie regulacji „prawa miękkiego” w zabezpieczeniu obrotu depozytowego, iż KDPW należycie stosował zasady nadzorcze dla prowadzenia depozytu papierów wartościowych określone w RKDPW⁵⁴. Przedstawiona w omawianym Wystąpieniu Pokontrolnym statystyka działań KDPW wskazuje na szeroko zakrojony

⁴⁶ § 59 RKDPW. Rozwiązania KDPW przyjęte w celu zabezpieczenia obrotu depozytowego i zapewnienia uczciwej konkurencji: (1) „Komunikaty o rejestracji” KDPW: <http://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Strony/Komunikaty-o-rejestracji.aspx>; (2) „Repozytoria transakcji” KDPW: <http://www.kdpw.pl/pl/Repozytorium%20transakcji%20wersa%20EMIR/aplikacja/Strony/default.aspx>, oraz <http://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Strony/Komunikaty-o-rejestracji.aspx>; (3) „Monitoring limitów w trakcie sesji giełdowej” KDPW: http://www.kdpwccp.pl/pl/Uslugi/Monitoring_sesji/Strony/default.aspx; (4) „Transakcje z zastosowaniem mechanizmów obniżających ryzyko niewywiązania się stron z zawartych transakcji” KDPW: http://www.kdpwccp.pl/pl/Strony/Home_ccp.aspx; (5) „Dyscyplina rozrachunków” KDPW: <http://www.kdpwccp.pl/pl/Uslugi/Dyscyplina-rozrachunku/Strony/default.aspx>; (6) „Transparentność” KDPW: <http://www.kdpwccp.pl/pl/Uczestnicy/Transparentnosc/Strony/default.aspx>; (7) „Komunikat blokady kont uczestników” KDPW: http://www.kdpwccp.pl/pl/Uczestnicy/Strony/Komunikaty_kdpw_stream.aspx „Zestawienie zobowiązań / należności w ramach systemu rozliczeń instrumentów pochodnych oraz systemu zarządzania ryzykiem” KDPW: http://www.kdpwccp.pl/pl/Uczestnicy/Strony/Komunikaty_kdpw_stream.aspx. KDPW udostępnia informacje dotyczące wielkości zobowiązań z tytułu papierów wartościowych oraz informacje umożliwiające ustalenie zakresu i terminowości wykonywania przez emitentów tych zobowiązań: <https://rze.info/>.

⁴⁷ § 175 RKDPW. Dane z „Raportu Roczno KDPW za 2019r” Rozdział 8.1, s. 40, pn. „Nadzór wykonywany w siedzibach uczestników KDPW”. Przeprowadzono 45 kontroli w 2019 r., przedstawiono: 10 zaleceń i 6 uwag z zakresu poprawności ewidencji papierów wartościowych, a także 8 zaleceń z zakresu bezpieczeństwa jej prowadzenia oraz przechowywania danych, dotyczących ewidencji na rachunkach papierów wartościowych lub rachunkach zbiorczych.

Zalecenia przedstawiono w sytuacji nieprzestrzegania przez uczestników systemu depozytowego regulacji *soft law* ustanowionych przez KDPW: <http://www.kdpw.pl/pl/KDPW/publikacje/Strony/RaportyRoczne.aspx>

⁴⁸ Sankcje w postaci opłat specjalnych, nałożonych na zasadzie § 103 ust. 1 w zw. z § 102 ust. 1 pkt. 3 RKDPW vide: Wystąpienie NIK z 2014r., omówione poniżej.

⁴⁹ § 182 RKDPW w zw. z § 137 RKDPW.

⁵⁰ § 60 w zw. z § 23 RDPW.

⁵¹ NIK Departament Budżetu i Finansów, Wystąpienie Pokontrolne z 28.08.2014 r. KBF-4101-007-01/2014, P/14/012, pn.: „Nadzór nad publicznym obrotem instrumentami finansowymi”, pkt. III.1 „Bezpieczeństwo ewidencji instrumentów finansowych oraz zabezpieczenie interesów inwestorów” s. 3: <https://www.nik.gov.pl/kontrolne/wyniki-kontroli-nik>.

⁵² Wystąpienie NIK, s. 2.

⁵³ W celu uzupełnienia postanowień RKDPW, Rada Nadzorcza KDPW przyjęła też „Regulamin Funkcjonowania Systemu Rekompensat”, będący składową zbioru „prawa miękkiego” KDPW. Vide: Wystąpienie NIK, s. 2.

⁵⁴ Prawidłowe zastosowanie § 34 i § 37 RKDPW, Wystąpienie NIK s. 3.

nadzór, gwarantujący nie tylko zabezpieczenie poprawnego obrotu depozytowego, lecz także chroniący uczciwą konkurencję na rynku depozytowym⁵⁵, a realna skuteczność stosowania postanowień RKDPW przełożyła się również na wykorzystanie wskazanych w nim sankcji⁵⁶.

IV. Kodeksy etyki zawodowej i zasady jako *soft law* chroniące uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym

1. Kodeks Dobrej Praktyki Domów Maklerskich

Prezentowana regulacja o charakterze *soft law* została oparta na pozaustawowych normach etycznych i moralnych, a jej zadaniem jest określenie zasad należytego postępowania oraz zabezpieczenie obszarów niepoddanych normatywnie prawu pozytywnemu⁵⁷ (Klimczak, 1997; Kot, 1999; Kolwas, 2008; Wolska, 2013; Jakubowska i Grabowska-Powaga, 2015; Czechowska i Zatoń, 2016; CFA Society Poland, 2019; Dembiński, 2017). Omawiany Kodeks wskazuje również na merytoryczną podstawę jego powołania do życia, czyli na obrót realizowany na rynku kapitałowym z czynnym udziałem instytucjonalnych uczestników tego rynku, do których zaliczają się m.in. domy maklerskie kształtujące poziom alokacji środków oraz wpływające na jakość przeprowadzanych transakcji rynkowych. Stąd też, w treści Kodeksu zamieszczono regulacje istotne dla ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym, ustalające przejrzyste zasady obrotu oraz zwiększające bezpieczeństwo innych uczestników rynku, w tym wskazujące na obowiązek zabezpieczania informacji poufnych oraz na eliminowanie manipulacyjnych zachowań rynkowych⁵⁸. Powyższe generalnie zakreślone założenia ochrony rynku kapitałowego uzupełniono szczegółowymi rozwiązaniami wprost wpisującymi się w zakres instrumentarium *soft law* ochrony uczciwej konkurencji na tym rynku, które można podzielić na dwie zasadnicze kategorie. Pierwsza z nich obejmuje ochronę uczciwej konkurencji realizowaną z wykorzystaniem rozwiązań regulaminowych, zabezpieczających przepływ informacji w relacji dom maklerski – klient⁵⁹. Dlatego też, na zasadzie postanowień omawianego Kodeksu domy maklerskie zostały zobowiązane do wdrożenia takich wewnętrznych regulacji, które mają zapewnić ochronę tajemnicy zawodowej, w tym tajemnicy zleceń oraz wykluczyć wykorzystywanie przez pracowników domów maklerskich informacji o zleceniach, stanach kont i obrotach na rachunkach klientów, jak również innych danych klientów – w celach

⁵⁵ Wystąpienie NIK, s. 5. Wykorzystanie przez KDPW trybu z § 38 RKDPW w celu zgłaszania uchybień w działalności uczestników systemu depozytowego do KNF: 27 zawiadomień o 79 uchybieniach i nieprawidłowościach, w tym 10 zawiadomień o 33 uchybieniach i nieprawidłowościach w 2012 r., 11 zawiadomień o 32 uchybieniach i nieprawidłowościach w 2013 r. i sześć zawiadomień o 14 uchybieniach i nieprawidłowościach do 30 czerwca 2014 r.

⁵⁶ Wystąpienie NIK, s. 6, ustalenia: „Zgodnie z § 103 ust. 1 Regulaminu w każdym miesiącu naliczane były i pobierane od uczestników bezpośrednich KDPW opłaty specjalne, o których mowa w § 102 ust. 1 pkt. 3 Regulaminu, w tym:

– opłaty za spowodowanie zawieszenia rozrachunku transakcji zawartej w obrocie zorganizowanym lub rozrachunku posttransakcyjnego dokonywanego w związku z taką transakcją, z powodu braku pokrycia na koncie ewidencyjnym lub na rachunku pieniężnym uczestnika – opłaty za każde ponowne skierowanie do rozrachunku transakcji, której rozrachunek nie mógł zostać dokonany w całości lub w części z powodu braku pokrycia na koncie ewidencyjnym lub na rachunku pieniężnym uczestnika, lub za każde ponowne skierowanie do realizacji operacji, która nie mogła zostać zrealizowana z powodu braku pokrycia na koncie ewidencyjnym,

– opłaty za uruchomienie procedury zamknięcia pożyczki w przypadku, o którym mowa w § 73 ust. 3–5 Regulaminu KDPW”.

Ponadto, na podstawie § 108 ust. 1 RKDPW, Uchwałą Nr 533/14 Zarządu KDPW z 6.06.2014 r., zawieszono na czas określony uczestnictwo spółki (domu maklerskiego) w systemie depozytowym. <https://www.nik.gov.pl/kontrolne/wyniki-kontroli-nik>.

⁵⁷ <http://www.orientportfelu.pl/akademia/rozdzial-2.html>.

⁵⁸ Kodeks Dobrej Praktyki Domów Maklerskich – Preambuła oraz § 1 i § 5 (dalej: Kodeks).

⁵⁹ Wyr. NSA z 21.11.2018 r. (GSK 3641/16) dot. podniesienia standardów ochrony informacji poufnej w relacji dom maklerski – klient. Wyr. WSA w Warszawie z 11.02.2016 r. (VI SA/Wa 1334/15): sąd zawiesił prawo wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych, m.in. w zw. z naruszeniem regulaminów wewnętrznych domu maklerskiego, stanowiących system ochrony przepływu informacji poufnej. W wyr. NSA z 18.12.2008 r. (II GSK 526/08:LEX nr 522422), sąd uzależnił skuteczność zarzutu naruszenia zasad uczciwego obrotu (opisanych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi) od istnienia normy etycznego postępowania, utrwalonej w obrocie rynkowym wśród uczestników rynku.

niezgodnych z dyspozycjami klienta⁶⁰ (Spyra, 2016b). Ponadto, w świetle omawianego Kodeksu, dom maklerski nie może podejmować żadnych czynności, tj. zarówno faktycznych, jak i prawnych na rzecz podmiotów trzecich, jeżeli działanie takie prowadziłoby do naruszenia tajemnicy informacji zawodowych lub poufnych⁶¹, w tym także nie może korzystać z informacji o stanach, obrotach i zleceniach klientów przy podejmowaniu decyzji na rachunek domu maklerskiego. Regulaminowy zakaz dotyczy też podejmowania decyzji inwestycyjnych na rachunek klienta w oparciu o informacje związane z inwestycjami własnymi domu maklerskiego. Niezależnie od powyższego, dom maklerski został zobowiązany do informowania klienta o istniejących i potencjalnych czynnikach ryzyka wynikających z właściwości poszczególnych, proponowanych klientowi instrumentów finansowych, jak również został zobowiązany nie przedstawiać w produktach informacyjnych pogłosek, w tym innych danych informacyjnych w sposób stroniczy⁶² (por. Rutkowska-Tomaszewska, 2014). Do drugiej z wyróżnionych powyżej kategorii instrumentarium *soft law* ochraniającego uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym należy zaliczyć rozwiązania zabezpieczające należyty i profesjonalny poziom usług świadczonych w relacji dom maklerski – klient⁶³. Przywołane regulacje wskazują m.in. na: zakaz wykorzystywania uprzywilejowanej pozycji domu maklerskiego, unikanie powstawania konfliktów interesów, wykonywanie powierzonych czynności z należyłą starannością w dobrej wierze i w interesie klientów, zakaz różnicowania klientów, nakaz rozpoznania potrzeb rynkowych klientów (Chłopecki, Domański, Jurga i Michalik, 1999). Omawiany Kodeks, w celu zabezpieczenia wskazanych w nim zasad i norm funkcjonowania przewiduje za określone naruszenia obrotu rynkowego system sankcji w postaci: upomnienia, nagany, kary pieniężnej, zawieszenia członkostwa oraz usunięcia z izby. Nałożone kary mogą zostać również podane do publicznej wiadomości, włącznie ze wskazaniem treści uchwały (Chłopecki i Dyl, 2019).

2. Zasady Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców

Zbiorem regulacji o charakterze *soft law*, istotnie wpływającym na zapewnienie ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym są także Zasady Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców. Określają one ramy etyczne, jak również wytyczają standardy dla działań rynkowych wskazanych w nich grup zawodowych, które rozliczają obrót rynkowy z udziałem klientów, tj.: maklera papierów wartościowych, maklera giełd towarowych oraz doradcy inwestycyjnego (Kowalkowski, 2016; Rutkowska-Tomaszewska, 2014; Dziawgo, 2013; Grun, Kohrs, 2009). Podobnie jak w przypadku regulacji omówionego powyżej Kodeksu Dobrej Praktyki Domów Maklerskich, w przypadku Zasad został położony nacisk na stworzenie rozwiązań ochraniających pozycję klienta jako gracza rynku kapitałowego⁶⁴. Stąd też omawiane Zasady definiują samo pojęcie „klienta” oraz wskazują na katalog działań mających na celu jego ochronę⁶⁵. Przede wszystkim klient, zgodnie z postanowieniami Zasad, musi uzyskać rzetelne, kompletne i oddzielone od opinii informacje konieczne

⁶⁰ § 5 ust. 1 i ust. 2 pkt. 2) Kodeksu.

⁶¹ § 5 ust. 3 w zw. z § 6 ust. 2 i § 17 ust. 2 pkt 1) Kodeksu.

⁶² § 10 i § 15 ust. 2 Kodeksu.

⁶³ Wyr. SA w Poznaniu z 27.01.2011 r. (I ACa 989/10) LEX nr 898675. Sąd wyraził w nim pogląd, iż priorytetem dla usług świadczonych w relacji dom maklerski – klient jest szeroko rozumiany interes klienta.

⁶⁴ W wyr. WSA w Warszawie z dnia 8.06.2010 r. (VI SA/Wa 64/10) LEX nr 675920, sąd położył nacisk na obligatoryjne uwzględnianie szerokiego spektrum regulacji „prawa miękkiego” oraz klauzul generalnych – w celu przeprowadzanej, systemowej wykładni zasad uczciwego obrotu rynkowego, jak również uznał, że interes prawny klienta winien być chroniony jako dobro publiczne, a nie tylko dobro indywidualne.

⁶⁵ § 10–§ 15 i § 22 Zasad.

dla podjęcia decyzji inwestycyjnej, a w szczególności musi on uzyskać te informacje, które dotyczą ryzyka inwestycyjnego oraz sposobu realizacji zamierzonych do przeprowadzenia transakcji. Ochrona pozycji rynkowej klienta przejawia się ponadto w zobligowaniu maklerów i doradców do zachowania przez nich tajemnicy zawodowej oraz nieujawniania informacji poufnych⁶⁶ w obrocie instrumentami finansowymi. Analizowane Zasady nakładają też na maklerów i doradców zakaz świadczenia przez te podmioty usług, których realizacja wiązałaby się ze sprzecznym z prawem wykorzystaniem informacji poufnej czy też tajemnicy zawodowej, a także nie zezwalają na wykorzystanie tychże informacji dla ich celów osobistych⁶⁷. Omawiane Zasady dodatkowo stanowią, iż maklerzy oraz doradcy finansowi są zobowiązani wykluczać takie sytuacje, w których wielość wykonywanych zleceń – przyjętych od różnych klientów – prowadziłyby do nieuprawnionego, wyższego pozycjonowania niektórych z klientów, z uwagi na rodzaj i wartość zlecenia danego klienta. Na mocy analizowanych Zasad zostały nałożone na profesjonalistów obrotu kolejne obowiązki mające na celu zabezpieczenie pozycji rynkowej klienta, w tym gwarantujące klientowi uczciwą konkurencję na rynku kapitałowym. Do zbioru takich obowiązków zaliczają się m.in. ujawniane obligatoryjnie klientowi: ryzyko gry rynkowej, adekwatność podejmowanych decyzji do sytuacji finansowej klienta, staranność oraz sumienność w działaniach realizowanych na rzecz klienta – w tym unikanie nieuzasadnionych decyzji inwestycyjnych sprzecznych z aktualną wiedzą podmiotów profesjonalnych oraz sprzecznych z rekomendacjami organu nadzoru czy też z wypowiedziami publicznymi.

V. Podsumowanie

Omówione w niniejszym artykule rozwiązania regulacyjne o charakterze *soft law* w sposób znaczący oraz realny wpływają na zabezpieczenie ochrony uczciwej konkurencji na rynku kapitałowym (Nieborak, 2017; Kolwas, 2008). Zalecenia, nakazy, wytyczne i reguły wynikające z przedstawionego instrumentarium „prawa miękkiego” inicjują zarówno działania rynkowe uczestników, jak również działania organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym (Olszak, 2011; Nieborak, 2007). Wobec powyższego należy przyjąć, iż obszar regulacji *soft law* na wskazanym rynku stanowi nie tylko istotne uzupełnienie źródeł prawa w zakresie ochrony uczciwej konkurencji⁶⁸, lecz także wspiera poprzez ustaloną praktykę tworzenie rozwiązań normatywnych, wzmacniających tę ochronę na skutek coraz częściej obserwowanego przekształcania się regulacji „prawa miękkiego” w normy prawa pozytywnego⁶⁹ (Ofiarski, 2016; Wajda, 2014; Biernat, 2012).

⁶⁶ Stanowisko Urzędu KNF „W sprawie wybranych aspektów świadczenia przez firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy usług doradztwa inwestycyjnego” z 14. 02.2020 r. wskazuje na podwyższenie standardów świadczenia usług maklerskich, w szczególności usługi doradztwa inwestycyjnego.

W wyr. WSA w Warszawie z 7.11.2014 r. (VI SA/Wa 446/14) LEX nr 2203595, sąd podtrzymał jako zasadną decyzję KNF o skreśleniu z listy maklerów, wydaną min. w oparciu o regulacje *soft law*, tj. § 14 ust. 1 i § 16 „Regulaminu ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową” w domu maklerskim. Wyr. zapadł w oparciu o analogiczne rozwiązania do zawartych w Zasadach Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców. Wyrok WSA z dnia 11.02.2016 r. (VI SA/Wa 1334/15). Sąd prawo wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych w związku z naruszeniem regulacji ustawowych oraz naruszeniem regulaminów wewnętrznych domu maklerskiego, stanowiących system ochrony przepływu informacji poufnej: <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/4BA424D848>.

⁶⁷ § 24 Zasad.

⁶⁸ Z. Ofiarski wskazuje, że pomimo pozostawania „prawa miękkiego” poza katalogiem źródeł prawa, powstające i funkcjonujące w obrocie gospodarczym regulacje o charakterze *soft law* wpływają w istotnym stopniu zarówno na ewolucję regulacji prawa powszechnie obowiązującego, jak i na zachowania uczestników rynku.

Zgodnie ze stanowiskiem P. Wajda rynek finansowy winien zostać zabezpieczony regulacjami ochraniającymi prowadzony obrót transakcyjny. Natomiast konieczność powoływania do życia kolejnych, adekwatnych dla potrzeb rynku regulacji dotyczy nie tylko tworzenia aktów prawa pozytywnego, lecz także powoływania do życia przez podmioty funkcjonujące na rynku rozwiązań o charakterze *soft law*, co jest zjawiskiem obserwowalnym i wspomagającym organizację rynku.

⁶⁹ § 28 ust. 2 RGPW zawiera odesłanie do norm prawa stanowionego. Wskazuje na normowanie rynku kapitałowego w omawianym obszarze zarówno przez *soft law* jak i przez akty normatywne, w tym przez przywołane w artykule uchwały Zarządu GPW, nakładające sankcje za naruszenie obowiązków informacyjnych.

Bibliografia

- Banaszak, B. (2012). *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*. Wyd. 2. Warszawa: C.H. Beck.
- Bącznyk, M., Koziński, M.H., Michalski, M., Pyziół, W., Szumański, A. i Weiss, I. (2000). *Papiery Wartościowe*. Kraków: Zakamycze.
- Biernat, T. (2012). *Soft law a proces tworzenia prawa w Unii Europejskiej. Wpływ soft law na konstrukcję i treść uzasadnień aktów normatywnych*. *Studia Prawnicze. Rozprawy i Materiały*, nr 2 (11): 27–38.
- Błachnio-Parzych, A. (2011). *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*. Opublikowano: LEX 2011.
- CFA Society Poland. (2019). *Regulacje i kwestie etyczne rynku finansowego*. Warszawa: Orlen, CFA Society Poland. Pozyskano z: <http://www.ornlenwportfelu.pl/akademia/rozdzial-2.html>.
- Chłopecki, A. (2006). W: A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck, Instytut Nauk Prawnych PAN.
- Chłopecki, A. (2013). Zakres, sposób i skutki stosowania „miękkiego prawa”. *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, 3.
- Chłopecki, A. i Dyl, M. (2019). *Prawo Rynku Kapitałowego*. Warszawa: C.H. Beck.
- Chłopecki, A. Domański, G. Jurga, R. i Michalik, M. (1999). *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*. Warszawa: C.H. Beck.
- Chojcka, I. (2013). *Naruszenia Zasad Uczciwego Obrotu Giełdowego*, Warszawa: Wydawnictwo C.H.Beck.
- Czechowska, I.D. i Zatoń, W. (2016). Struktura i zawartość kodeksów etyki instytucji bankowych. *Prakseologia*, 1(158).
- Davies, H. (2010). *Globalny nadzór i regulacja sektora finansowego*. Warszawa: WN PWN.
- Dembiński, P.H. (2017). *Etyka i odpowiedzialność w świecie finansów*. Warszawa: Studio EMKA.
- Dziawgo, D. (2013). *Etyka a dystrybucja produktów finansowych*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 311, s. 63–73
- Fedorowicz, M. (2013). *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*. Warszawa: Difin.
- Fedorowicz, M. (2016). Rola i zadania teorii prawa rynku finansowego UE. *Bezpieczny Bank*, 1(62).
- Fedorowicz, M. (2017). O normatywnym pojęciu stabilności finansowej na rynku finansowym Unii Europejskiej w nowej architekturze nadzorczej. *Studia Europejskie*, 4.
- Fedorowicz, M. i Michór, A. (2011). O charakterze prawnym decyzji nowych europejskich organów nadzoru nad rynkiem finansowym UE. *Europejski Przegląd Sądowy*, 11.
- Garlicki, L. (2012). W: K. Hauser, A. Wróbel, Z. Niewiadomski (red.), *Konstytucyjne podstawy funkcjonowania administracji publicznej. Systemy prawa administracyjnego*. (t. II). Warszawa: C.H. Beck.
- Giario, T. (red.). (2016). *Źródła prawa. Teoria i praktyka*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Grun, A. i Kohrs, T. (2009). *Jak etycznie inwestować*. Kraków: Wydawnictwo Salwator.

Stanowisko UKNF w sprawie obowiązków informacyjnych z dn. 26.02.2013 r. uzupełnia ustawową definicję informacji poufnej. Przyjęta przez GPW „Procedura”. Choć dokument ten nie stanowi regulacji *soft law* to wskazuje RGPW jako składową zbioru aktów prawnych, na zasadzie których emitent jest zobowiązany działać w obrocie giełdowym, jak również zalicza wprost RGPW do „prawa Unii” (vide: pkt. 1.2 lit. f „Procedury”, str. 4): https://www.gpw.pl/procedura_mifid_2.

Komunikat KNF z dn. 29.11.2017 r. <https://dziennikurzedowy.knf.gov.pl/actbymonths>, przywołany powyżej.

Wystąpienie Pokontrolne NIK Departament Gospodarki, Skarbu Państwa i Prywatyzacji P/17/021, z dn. 02.10.2017 r. wskazuje na warunkowanie przyznania pozytywnej oceny pokontrolnej przez NIK od przestrzegania przez KDPW regulacji wewnętrznych, s. 3. <https://www.nik.gov.pl/kontrola/wyniki-kontroli-nik>. Poniżej przykładowo wskazane orzecznictwo, które wykorzystuje regulacje *soft law* z obszaru rynku kapitałowego oraz wywiera wpływ na przekształcanie się regulacji „prawa miękkiego” w normy prawa pozytywnego:

Wyr. NSA z 5.02.2010 r. (I OSK 1026/09) LEX nr 591205, wskazuje, że akty *soft law* mogą stanowić podstawę dla interpretacji innych aktów prawnych.

Wyr. NSA z 21.11.2018 r. (II GSK 3641/16).

W wyr. WSA w Poznaniu z 29.03.2007 r. (III SA/Po 933/06), sąd uznał *soft law* jako regulacje o doniosłym, praktycznym znaczeniu.

W wyr. WSA w Warszawie z 18.11.2011 r. (VII SA/Wa 1335/11) LEX nr 1597996, sąd uznał, że *soft law* nie jest wiążące, jednakże w krajach UE stanowi wsparcie dla dokonywanej wykładni prawa.

W wyr. WSA w Warszawie z 10.12.2012 r. (III SA/Wa 1211/12), LEX nr 1306184, sąd dla określania prawa spółki do zaliczenia wydatków jako kosztów uzyskania przychodu poniesionych przez spółkę w celu dopuszczenia akcji do obrotu – ocenił charakter tych wydatków na zasadzie RGPW oraz RKDPW.

Wyr. WSA w Warszawie z 11.02.2016 r. (VI SA/Wa 1334/15).

Wyr. SA w Warszawie VI Wydział Cywilny z 14.02.2013 r. (VI ACa 1099/12): LEX nr 1299018.

- Helios, J. i Jedlecka, W. (2018). *Wykładnia prawa unii Europejskiej ze stanowiska teorii prawa*. Wrocław: E-Wydawnictwo. Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa. Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego.
- Iwaniec, M. (2020). *Soft law – współczesny instrument regulacji życia gospodarczego*. *iKAR*, 5(9).
- Jabłońska-Bonca, J. (2015). Problemy ze spójnością prawa i regulacjami pozaprawnymi a siła sprawcza państwa – zarys tematu. *Krytyka Prawa*, 7(1).
- Jajuga, K. (2002). *Podstawy inwestowania na rynku papierów wartościowych*. Warszawa: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
- Jakubowska, A. Grabowska-Powaga, A. (2015). *Wpływ Zaufania na Podejmowanie Decyzji Podmiotów Gospodarujących na Rynku*, Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, Seria: Organizacja i Zarządzanie z. 86, nr kol. 1946
- Jurkowska-Zeidler, A. (2008). *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Kardas, P. (2017). Ochrona informacji poufnej na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (analiza karnistyczna na tle regulacji rozporządzenia MAR). W: A. Walaszek-Pyziół (red.), *Informacje gospodarcze. Studium prawne*. Warszawa: C.H. Beck.
- Klimczak, B. (1997). *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego*. Wrocław: AE.
- Kolwas, A. (2008). Obowiązywanie kodeksów Corporate Governance spółek publicznych – uwagi na tle prawnoporównawczym. *Prawo Spółek*, 7–8.
- Koszowski, M.M. (2012). Dwa modele wykładni prounijnej. *Studia Iuridica Lublinensia*, 18.
- Kot, W. (1999). Studia z etyki i socjologii gospodarczej. *Zeszyty Naukowe, AE, Poznań*, 270.
- Kowalkowski, A. (2016). *Rola doradcy w sprzedaży produktu finansowego*, Uniwersytet Rzeszowski Katedra Mikroekonomii, kwartalnik „Nierówności Społeczne A Wzrost Gospodarczy”, Social Inequalities and Economic Growth zeszyt 45 (1/2016), DOI: 10.15584/nsawg.2016.1.48.
- Kurcz, B. (2004). *Dyrektywy Wspólnoty Europejskiej i ich implementacja do prawa krajowego*. Kraków: Zakamycze.
- Kuźniak, B. (2017). *Ius Cogens Soft Law. Dwa bieguny prawa międzynarodowego publicznego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Leszczyński, L. (2019). *Wykładnia prawa Unii Europejskiej*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Martysz, C. (2015). *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Monografia, Opublikowano: LEX 2015.
- Menkes, D. (2013). Reforma systemów nadzoru finansowego UE i USA ze szczególnym uwzględnieniem kryzysu z lat 2007–2008. *International Journal of Management and Economics*, 37.
- Mik, C. (2005). Wykładnia zgodna prawa krajowego z prawem Unii Europejskiej. W: S. Wronkowska (red.), *Polska kultura prawna a proces integracji europejskiej*. Kraków: Zakamycze.
- Morawski, L. (2014). *Zasady wykładni prawa*. Toruń: „Dom Organizatora”.
- Nieborak, T. (2007). Samoregulacja a rola państwa w sferze regulacji rynku finansowego. W: B. Polzakiewicz, J. Boehlke (red.), *Własność i kontrola w teorii i praktyce (Ekonomia i Prawo, t. 3)*. Toruń: Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika.
- Nieborak, T. (2008). *Aspekty Prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*. Warszawa: Difin.
- Nieborak, T. (2016). *Creation and enforcement of financial market law in the light of the economisation of law*. Poznań: Wydawnictwo Naukowe UAM.
- Nieborak, T. (2017). Soft lex, sed lex? O nowych formach regulacji rynku finansowego Unii Europejskiej. *Przegląd Zachodni*, 2(363).

- Ofiarski, Z. (2016). *Prawo rynku finansowego Doktryna, instytucje, praktyka*. Redakcja naukowa: A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, Wydawca: Wolters Kluwer, Kod: 0205687.
- Olszak, M. (2011). *Bankowe normy ostrożnościowe*, Białystok: Wydawnictwo Temida 2.
- Oplustil, K. Hotel, M. (2015). Zasady postępowania z informacjami poufnymi na rynku kapitałowym w przypadku transakcji M&A, *Transformacje Prawa Prywatnego*, 3.
- Rowiński, W. (2016). Nakaz dokonywania wykładni pronunijnej jako dyrektywa wykładni systemowej. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 1.
- Rutkowska-Tomaszewska, E. (2014). Obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych świadczących usługi w ramach działalności maklerskiej wobec klientów detalicznych. W: E. Rutkowska-Tomaszewska (red.), *Regulacje MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego*. Wrocław: E-Wydawnictwo. Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa. Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego.
- Rutkowska-Tomaszewska, E. i Zawadzka, P. (2008). Zadania Komisji Nadzoru Finansowego a sytuacja prawna inwestora na rynku kapitałowym. *Prawo Bankowe*, 5.
- Skuczyński, P. (2008). *Soft law* w perspektywie teorii prawa. W: O. Bogucki, S. Czepita (red.), *System prawny a porządek prawny*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Spryszak, K. (2017). Rola standardów o charakterze *soft law* w zakresie kreowania zobowiązań w państwach członkowskich organizacji międzynarodowych. *Humanities and Social Sciences*, 4.
- Spyra, M. (2016). Samoregulacja instytucji rynku kapitałowego. W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych* (t. 4). Warszawa: C.H. Beck.
- Spyra, M. (2016a). Rynek kapitałowy, rynek finansowy, rynek pieniężny. W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych* (t. 4). Warszawa: C.H. Beck.
- Spyra, M. (2016b). Ochrona uczciwych mechanizmów wymiany. W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych* (t. 4). Warszawa: C.H. Beck.
- Spyra, M. (2016c). Ochrona efektywności rynku. Ład informacyjny. W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych* (t. 4). Warszawa: C.H. Beck.
- Spyra, M. (2016d). Mechanizmy ochrony uczciwego charakteru wymiany. W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych* (t. 4). Warszawa: C.H. Beck.
- Spyra, M. (2016e). Minimalizacja ryzyka kontrahenta. W: M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych* (t. 4). Warszawa: C.H. Beck.
- Thiel, S. (2010). *Rynek kapitałowy i terminowy*. Wyd. II. Warszawa: Komisja Nadzoru Finansowego.
- Wajda, P. (2014). *Przyjęte praktyki rynkowe – status prawny*, Monitor Prawa Bankowego Nr 07-08 (44-45).
- Wierzbowski, M. i Wajda, P. (2019). W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Warszawa: C.H. Beck.