

ALEKSANDRA BIELECKA-DOBROCZEK

Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego

MECHANIZM TRANSAKCJI PAPIERAMI WARTOŚCIOWYMI NA RYNKU REGULOWANYM

1. PRZEDMIOT OBROTU NA RYNKU ZORGANIZOWANYM – MAKLERSKIE INSTRUMENTY FINANSOWE

W dniu 29 lipca 2005 r. zostały uchwalone trzy ustawy regulujące w sposób kompleksowy sferę polskiego rynku kapitałowego: ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym¹. Regulacje te uchylają dotychczas obowiązującą, zwaną konstytucją rynku kapitałowego, ustawę – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi².

Nowe regulacje, mające przede wszystkim na celu wykonanie prawa Unii Europejskiej, wprowadzają wiele zmian, zwłaszcza w zakresie zdefiniowania kluczowych pojęć jak papiery wartościowe, instrumenty finansowe, publiczna oferta. Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi nie występuje już w regulacjach

¹ Ustawy: o obrocie instrumentami finansowymi oraz o nadzorze nad rynkiem kapitałowym zostały opublikowane w Dzienniku Ustaw RP nr 183 (poz. 1557 i 1558), zaś ustawa o ofercie publicznej nr 184 (poz. 1540) – oba z dnia 23 września 2005 r. Wszystkie 3 ustawy wchodzą w życie po upływie 30 dni od ogłoszenia.

² Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 2002 r. Nr 49, poz. 447 ze zm.).

prawnych, w pewnym zakresie odpowiada mu pojęcie obrotu instrumentami finansowymi.

Definicja papieru wartościowego jako przedmiotu publicznego obrotu we wszystkich dotychczasowych regulacjach różniła się znacznie od szeroko analizowanej w literaturze instytucji regulowanej przez przepisy kodeksu cywilnego i ustaw szczególnych, przy czym z wraz z kolejnymi zmianami regulacji publicznego obrotu pogłębiały się te różnice.

Ponieważ klasyczna (dokumentowa) forma papieru wartościowego nie była w stanie sprostać potrzebom i skali masowego obrotu, polski ustawodawca przyjął początkowo zasadę dematerializacji obrotu (ustawa z 1991 r.), potem także zasadę dematerializacji papierów wartościowych (ustawa z 1997 r.)³. Dematerializacja papierów wartościowych w publicznym obrocie oznaczała, że „nie mają one formy dokumentu” (art. 7 ust. 1 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi), a identyfikatorem każdego papieru jest odpowiedni zapis na rachunku papierów wartościowych. Nowa ustawa o obrocie instrumentami finansowymi zasadniczo powtarza ten zapis – w art. 5 ust. 1. Dematerializacja nie powoduje jednak „zniknięcia” papieru wartościowego. Zapis stanowiący o braku formy dokumentu nie jest jasny, oznacza on przynajmniej, że zmienił się nośnik papieru wartościowego z papierowego na elektromagnetyczny i pojawiła się potrzeba prowadzenia rejestrów papierów wartościowych⁴. Papiery wartościowe zdematerializowane utraciły charakterystyczną dla dokumentów funkcję legitymacyjną (a zyskał ją rachunek papierów

³ Ustawa z dnia 22 marca 1991r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. z 1994 r. nr 58, poz. 239).

⁴ W obecnym stanie prawnym można by nawet zaryzykować nazwanie ich dokumentami. Na gruncie ustawy o podpisie elektronicznym (ustawa z dnia 18 września 2001 r. – Dz.U. Nr 130, poz. 1450) można mówić o nowym rodzaju dokumentów – dokumentach elektronicznych. Art. 5 tej ustawy stanowi, iż zaopatrzony w podpis elektroniczny zapis danych na nośniku elektromagnetycznym jest równoznaczny z dokumentem podpisanym własnoręcznie. Powstaje pytanie, czy taki zapis można nazwać dokumentem, czy też jest to kategoria osobna, jedynie równoznaczna dokumentom, poza tym celowość takiego zabiegu budzi wątpliwości.

wartościowych jako rejestr przysługujących danemu podmiotowi praw), ale usprawniły obrót zwiększając jego bezpieczeństwo i powodując obniżenie kosztów. Dematerializacja podkreśla wagę urzędzeń ewidencyjnych i rejestracyjnych: rachunków papierów wartościowych i kont depozytowych. Nowe regulacje nie traktują dematerializacji jako zasady bezwzględnej: papiery wartościowe mogą występować w postaci dokumentowej w obrocie poza rynkiem regulowanym (art. 5 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

Wobec faktu, że w obrocie zorganizowanym papiery wartościowe pozbawione są swego „papierowego”, dokumentowego substratu, nie mogą być traktowane jako rzeczy *sui generis* i nie można stosować do nich uregulowań prawnych i zasad wypracowanych odnośnie papierów wartościowych klasycznych.

Z uwagi na to, że z materialnego punktu widzenia są one prawami, nazywa się je niekiedy za doktryną niemiecką „prawami wartościowymi”. Być może jest to nazwa lepiej oddająca istotę zdematerializowanego papieru wartościowego, jednak ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi używała zamiennie tradycyjnego pojęcia „papiery wartościowe” i pojęcia „prawa z papierów wartościowych”, które w tym przypadku było całkowicie mylące, ponieważ zakładało istnienie materialnego nośnika prawa (tj. rzeczy – „papieru”). Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi także posługuje się w art. 7 tym trochę niefortunnym określeniem „prawa z papierów wartościowych”.

Jednak to nie głównie dematerializacja stanowiła i stanowi o odmienności instytucji papieru wartościowego w tradycyjnym i zorganizowanym obrocie, a przede wszystkim inny zakres desygnatów tego pojęcia.

Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w art. 3 zawierało wyliczenie rodzajów papierów wartościowych publicznego obrotu. Definicja ta przed nowelizacją ustawy z dnia 1 maja 2004 r. określana była przez doktrynę jako „oparta na trzech poziomach”⁵,

⁵ A. CHŁOPECKI, G. DOMAŃSKI, R. JURGA, M. MICHALSKI, L. SOBOLEWSKI (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi – Komentarz*, Warszawa 1999, s. 131.

w zależności od swobody stron w kreacji papierów wartościowych w publicznym obrocie⁶. Ostatnia nowelizacja ustawy dodała czwartą grupę instrumentów zaliczanych do papierów wartościowych, niejako „czwarty poziom” definicji.

Pierwszy poziom stanowiły normatywne typy papierów wartościowych jak „akcje, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego” (art. 3 ust. 1 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi). Emisja tych papierów musiała znajdować podstawę w odpowiedniej regulacji – brak było tu więc swobody stron w kształtowaniu treści prawa inkorporowanego w papierze wartościowym. Kolejną grupę stanowiły zbywalne prawa wynikające z papierów wartościowych pierwszej grupy (np. prawa poboru, prawa do dywidendy), trzecią zaś oparte na pozostałych papierach derywaty, czyli instrumenty, których cena zależała bezpośrednio lub pośrednio od walorów dwóch pierwszych kategorii (w szczególności kontrakty terminowe i opcje).

Instrumentom wskazanym w art. 3 ust. 1-3 Prawa o publicznym obrocie poświęcono szereg opracowań⁷. Czwarta grupa papierów

⁶ W ramach zasady *numerus clausus* papierów wartościowych, której obowiązywanie poddawane jest w wątpliwość, por. A. CHŁOPECKI, *Czy w prawie polskim obowiązuje zasada 'numerus clausus' papierów wartościowych*, «Przegląd Sądowy» 4.2 (1994), s. 32 i n.

⁷ Por. choćby M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1998 s. 58-136 (oraz wyd. II Warszawa 2004); L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 123-152; A. CHŁOPECKI *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2000; M. BĄCZYK, M. H. KOZIŃSKI, M. MICHAŁSKI, W. PYZIOŁ, A. SZUMAŃSKI, I. WEISS, *Papiery wartościowe*, Zakamycze 2000, s. 664-710 oraz wiele opracowań artykułowych np. A. POWIERZA, *Transakcje terminowe – charakter prawny*, «Głosa» 1999 nr 6, s. 9-13; L. SOBOLEWSKI, *Umowa opcji zbycia lub nabycia instrumentów finansowych*, «PUG» 51.1 (1998), s. 4-11; L. KOZIOROWSKI, *Umowa opcji kupna lub sprzedaży jako gra lub zakład*, «PPH» 4.5 (1996), s. 1-10; G. WIADEREK, *Umowa opcyjna – konstrukcja prawna*, «Głosa» 1999 nr 3, s. 9-13; M. ROMANOWSKI, *Prawo do akcji – nowy instrument finansowy*, «PPH» 6.8 (1998); TENŻE, *Jeszcze o PDA*, «PPH» 7.8 (1999), s. 22-30; A. CHŁOPECKI, A. MIKOSZ, *Pra-*

wartościowych, istniejąca w Prawie o publicznym obrocie od 1 maja 2004 r.⁸, były to zasadniczo dowolne prawa majątkowe pod warunkiem ich rejestracji w depozycie papierów wartościowych. W wyniku tej regulacji papierem wartościowym w publicznym obrocie stać się mogło każde prawo majątkowe, nawet nie wykazujące konstrukcyjnego związku z papierami wartościowymi w ujęciu tradycyjnym. Jednocześnie uchylono dotychczasowy art. 97 Prawa o publicznym obrocie, który pozwalał na obrót na rynku regulowanym prawami pochodnymi, których cena zależała od cen innych instrumentów niż papiery wartościowe: walut obcych, stóp procentowych, metali szlachetnych, nie traktując ich jako papiery wartościowe.

Warunkiem jednak uzyskania przez określone prawo majątkowe statusu papieru wartościowego było zarejestrowanie go w depozycie papierów wartościowych, co musiało być poprzedzone dopuszczeniem do publicznego obrotu przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Konieczność uzyskania decyzji KPWIG stanowiła czynnik ograniczający możliwość tworzenia nowych rodzajów papierów wartościowych w publicznym obrocie⁹.

Dla tej grupy instrumentów rejestracja w depozycie była konstytutywnym warunkiem uzyskania statusu papierów wartościowych publicznego obrotu, lecz rejestracja była też konieczna dla funkcjonowania i obrotu pozostałymi papierami wartościowymi, fakt więc, że te ostatnie stanowiły papiery wartościowe w rozumieniu ustawy jeszcze przed rejestracją różnił je tylko teoretycznie.

wo do akcji w publicznym obrocie na tle definicji papieru wartościowego w ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowym, «PPH» 7.6 (1999) – problematyka papierów wartościowych (wkładka), s. 3-12.

⁸ Ustawa z dnia 12 kwietnia 2004 r. (Dz.U. Nr 64, poz. 594), obowiązująca od dnia 1 maja 2004 r.

⁹ Według A. CHŁOPECKIEGO, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, «PPH» 12.7 (2004), s. 16 swoboda kreacji papierów wartościowych w ramach tej grupy napotykała dwa ograniczające sity: ściśle określony krąg podmiotów uprawnionych do złożenia wniosku o dopuszczenie do publicznego obrotu oraz poszerzenie zakresu uznaniowości Komisji przy wydawaniu decyzji o dopuszczeniu do tego obrotu.

Analizując pojęcie papieru wartościowego pod rządami Prawa o publicznym obrocie w ostatnio obowiązującym brzmieniu trzeba wskazać na ogromną rolę KPWiG – jej rola w określaniu rzeczywistego katalogu instrumentów nazywanych papierami wartościowymi wzrosła niepomieranie.

Nową kategorią, wprowadzoną w wyniku ostatniej nowelizacji Prawa o publicznym obrocie stały się instrumenty finansowe. Do tej grupy zaliczone zostały m.in.: zbywalne papiery wartościowe, nie będące papierami wartościowymi tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania, nie będące papierami wartościowymi instrumenty rynku pieniężnego, nie będące papierami wartościowymi finansowe kontrakty terminowe, umowy *forward* dotyczące stóp procentowych, *swapy* akcyjne i walutowe, pochodne instrumenty towarowe. Przyczyną wprowadzenia kategorii instrumentów finansowych jest dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z 3 grudnia 2002 r. w sprawie informacji poufnych i manipulacji na rynku, zgodnie z którą należy objąć regulacjami przeciwdziałającymi manipulacji oraz wykorzystaniu informacji poufnych szerokiego spektrum instrumentów – potencjalnych przedmiotów obrotu na rynkach regulowanych lub rynkach towarowych¹⁰. Przepisy Prawa o publicznym obrocie dotyczące instrumentów finansowych miały być stosowane się jedynie do tych instrumentów dopuszczonych do obrotu publicznego lub obrotu na rynku regulowanym lub też będących przedmiotem ubiegania się o takie dopuszczenie w Rzeczypospolitej Polskiej lub w państwie członkowskim.

Instrumenty finansowe stanowiły kategorię szerszą aniżeli papiery wartościowe, jednak należy zwrócić uwagę, że to papiery wartościowe były przedmiotem publicznego obrotu (art. 1 ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi), nie zaś instrumenty finansowe, nie dotyczyły ich zatem regulacje odnoszące się do sposobu powstawania i przenoszenia papierów wartościowych¹¹.

¹⁰ A. CHŁOPECKI, *Instrumenty finansowe*, cit., s. 17.

¹¹ A. CHŁOPECKI, *Instrumenty finansowe*, cit., s. 17.

Także ustawa o obrocie instrumentami finansowymi wyróżnia grupę instrumentów finansowych, do których zalicza (art. 2):

- a) papiery wartościowe,
- b) niebędące papierami wartościowymi:
 - tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania,
 - instrumenty rynku pieniężnego,
 - finansowe kontrakty terminowe oraz inne równoważne instrumenty finansowe rozliczane pieniężnie, umowy forward dotyczące stóp procentowych, swapy akcyjne, swapy na stopy procentowe, swapy walutowe,
 - opcje kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, opcje na stopy procentowe, opcje walutowe, opcje na takie opcje oraz inne równoważne instrumenty finansowe rozliczane pieniężnie,
 - prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń (pochodne instrumenty towarowe),
 - inne instrumenty, jeżeli zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium państwa członkowskiego lub są przedmiotem ubiegania się o takie dopuszczenie.

Widać więc, że ustawa zaliczyła papiery wartościowe do grupy instrumentów finansowych, zaś zrezygnowała z pojęcia publicznego obrotu i posługuje się terminem „obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi”. Zmianę tę trzeba uznać za korzystną, porządkuje bowiem pewien chaos stworzony przez ostatnią nowelizację Prawa o publicznym obrocie, kiedy to instrumenty finansowe nie były przedmiotem publicznego obrotu papierami wartościowymi, ale jednak miały do nich zastosowanie pewne przepisy tej ustawy.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi definiuje także na swój użytek papiery wartościowe – w art. 3 ust. 1 wskazuje, że rozumie się przez nie:

- akcje, prawa poboru, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące pra-

wa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego,

– inne zbywalne papiery wartościowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych wyliczonych powyżej lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne).

Tu ustawa dokonała znacznego ograniczenia rodzaju walorów kwalifikowanych jako papiery wartościowe i w istocie zbliżenia zakresu cywilistycznego pojęcia papieru wartościowego i tego przyjmowanego na potrzeby rynku kapitałowego; to drugie pojęcie szersze jest od pierwszego jedynie o grupę praw pochodnych. Wydaje się, że jest to rozwiązanie korzystniejsze, jest krokiem do uporządkowania katalogu walorów rynku kapitałowego przez podporządkowanie nazwom desygnatów rzeczywiście im odpowiadających w całym systemie prawa. Poprzednia ustawa po ostatniej nowelizacji do grupy papierów wartościowych zaliczała bowiem instrumenty inżynierii finansowej w ogóle nie mające związku konstrukcyjnego (ani żadnego innego) z papierami wartościowymi w znaczeniu cywilistycznym, a jednocześnie przewidywała klasę instrumentów finansowych, które wedle jej zapisów nie stanowiąc przedmiotu publicznego obrotu podlegały niektórym jej przepisom i pozostawały w niejasnej relacji do papierów wartościowych.

Ostatnia nowelizacja Prawa o publicznym obrocie pogłębiła chaos pojęciowy w zakresie określenia przedmiotu publicznego obrotu, nie określając jasno zakresu zastosowania przepisów o publicznym obrocie do instrumentów finansowych. Zastąpienie papieru wartościowego jako przedmiotu obrotu publicznego instrumentem finansowym było od dawna postulowane przez A. Chłopeckiego¹². Ograniczenie w obecnej ustawie zakresu pojęcia papierów wartościowych pozwoliło na bardziej przejrzyste uregulowanie tej materii, bez sztucznego zaliczania do grupy papierów wartościowych walorów nie wykazujących żadnego pokrewieństwa do cywilistycznej

¹² A. CHŁOPECKI, *Instrumenty finansowe*, cit. s. 17.

instytucji papieru wartościowego, gdyż pod rządami Prawa o publicznym obrocie zachowanie tej nazwy miało znaczenie czysto konwencjonalne. Też obecnie, choć zakres pojęcia papieru wartościowego w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zbliżył się do ujęcia tradycyjnego, kodeksowego, jego utrzymywanie w odniesieniu do obrotu zorganizowanego uwarunkowane jest chyba wyłącznie tradycją. Być może jest też próbą otwarcia katalogu instrumentów finansowych na nowo kreowane ustawowo typy papierów wartościowych poprzez należące do kategorii papierów wartościowych „papiery wartościowe emitowane na podstawie obowiązujących przepisów”.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi przewiduje także kategorię zwaną maklerskimi instrumentami finansowymi – należą do niej papiery wartościowe oraz instrumenty finansowe z wyjątkiem pochodnych instrumentów towarowych oraz instrumentów innego rodzaju dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym na terytorium państwa członkowskiego – art. 2 ust. 2 ustawy. Jak wynika z analizy dalszych przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi to właśnie maklerskie instrumenty finansowe stanowią przedmiot zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi.

Trzeba stwierdzić, że nowe regulacje również pozostawiają wiele do życzenia w zakresie uporządkowania aparatu pojęciowego, wprowadzają zbyt wiele kategorii pojęciowych, a relacje między nimi nie są jasno określone.

2. OBRÓT PAPIERAMI WARTOŚCIOWYMI I INNYMI INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI

2.1. Podział obrotu instrumentami finansowymi

Działania, które ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi zaliczała do publicznego obrotu, nowe regulacje kwalifikują jako ofertę publiczną papierów wartościowych oraz obrót papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi.

Ustawa o ofercie publicznej rozróżnia obrót pierwotny, rozumiany jako dokonywanie oferty publicznej papierów wartościowych przez emitenta lub subemitenta usługowego lub nabywanie papierów wartościowych w wyniku takiej oferty oraz obrót wtórny, określany przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi (art. 4 ust. 3 i 4).

Obrotem pierwotnym, w myśl powyższych regulacji jest dokonywanie oferty publicznej przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji lub nabywanie papierów wartościowych w wyniku takiej oferty (art. 4 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej).

Oferta publiczna w myśl ustawy o ofercie publicznej to udostępnianie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów (art. 3 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej). Jednocześnie ustawa posługuje się pojęciem „publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych”, jako takie definiując proponowanie nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata zaznaczając, że publiczne proponowanie może być dokonywane jedynie w drodze oferty publicznej (art. 3 ust. 1 i 2 ustawy). Powstaje pytanie, czy definiowanie „publicznego proponowania” nie jest w takiej sytuacji zbędne i czy nie wystarczyłoby pojęcie oferty publicznej.

Obrót wtórny z kolei to dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent lub subemitent usługowy lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu albo publiczne proponowanie przez podmiot inny niż emitent nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu (art. 3 ust. 7 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

W obrocie wtórnym wyróżnia się obrót zorganizowany – jest to obrót odbywający się na terytorium RP na rynku regulowanym lub

poza tym rynkiem, w tzw. alternatywnym systemie obrotu (art. 3 ust. 9 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

Przedmiotem zainteresowania niniejszego opracowania będzie przede wszystkim zorganizowany obrót wtórny odbywający się na rynku regulowanym i charakterystyczne dlań mechanizmy zawierania transakcji.

2.2. Zasady przenoszenia praw z papierów wartościowych

2.2.1. *Przymus maklerski i przymus rynku regulowanego*

Co do zasady obrót papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi następuje za pośrednictwem wyspecjalizowanego przedsiębiorcy – nazywanego przez nowe regulacje firmą inwestycyjną (art. 3 pkt 34 oraz art. 19 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, dawniej spółka lub bank prowadzący działalność maklerską).

Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi przewidywała, że miejscem dokonywania obrotu wtórnego może być z nielicznymi wyjątkami tylko rynek regulowany, zdefiniowany w art. 4 ust. 14 jako system obrotu dopuszczonymi do obrotu publicznego instrumentami finansowymi, działający w sposób stały, zorganizowany na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również zapewniający, że przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia tych instrumentów finansowych inwestorzy mają powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie oraz że zachowane są jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów. Rynek ten tworzony był odpowiednio przez spółkę prowadzącą giełdę lub spółkę prowadzącą rynek pozagiełdowy. Przymus rynku regulowanego dotyczył zasadniczo obrotu wtórnego – w przypadku obrotu pierwotnego i pierwszej oferty publicznej po dopuszczeniu papierów wartościowych do publicznego obrotu obowiązkowe było jedynie pośrednictwo maklerskie (art. 5 ust. 2 ustawy).

Obecnie ustawodawca zrezygnował z przymusu rynku regulowanego ograniczając go do publicznego proponowania kontraktów

terminowych, swapów i opcji inkorporujących prawo nabycia akcji, praw poboru, obligacji i innych zbywalnych papierów wartościowych, pod warunkiem, że także te akcje i inne papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym (art. 19 pkt 2 i 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

Rynek regulowany to nie tyle miejsce w sensie fizycznym, ile ukształtowany według nakazów ustawowych sposób obrotu instrumentami finansowymi, cechujący się przede wszystkim równością warunków, na jakich zawierane są umowy (por. art. 14 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

Rynek regulowany obejmuje rynek giełdowy oraz rynek pozagiełdowy. Podstawowym kryterium podziału jest zróżnicowanie wymogów dotyczących sytuacji prawnej i ekonomicznej spółek – emitentów, zakresu ich obowiązków informacyjnych, treści dokumentów umożliwiających wprowadzenie do zorganizowanego obrotu, wprowadzania ich do notowań na danym rynku¹³. Szczegółowe kryteria podziału na rynki urzędowe i nieurzędowe określone są przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych w drodze rozporządzenia.

Rynek regulowany wykształcił specyficzne, odmienne od powszechnych sposoby zawierania transakcji, które staną się przedmiotem dalszych rozważań.

2.2.2. Zasada konstytutywnej roli zapisu na rachunku papierów wartościowych

Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi radykalnie zmieniła zasady przenoszenia praw z papierów wartościowych w publicznym obrocie. Ustawa poprzednio obowiązująca¹⁴ statuowała zasadę konsensualnego przeniesienia praw, zgodnie z którą prawa te przechodziły na nabywcę z chwilą zawarcia

¹³ M. ROMANOWSKI *Prawo o publicznym obrocie*², cit., s. 497.

¹⁴ Ustawa z dnia 21 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (tekst jedn. Dz.U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239).

umowy (*solo consensu*). Obecne uregulowania powtarzają zapisy ustawy z 1997 r. – podstawowe znaczenie dla przeniesienia praw ma zapis na rachunku papierów wartościowych. Prawa z papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku (art. 7 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Zapis na rachunku niejako więc kreuje papiery wartościowe¹⁵. Wynika to z faktu, iż nie posiadają one w obrocie instrumentami finansowymi formy dokumentów materialnych. Również przeniesienie tych praw na inną osobę wiąże się z koniecznością odpowiedniego zapisu na rachunku i właśnie ta chwila (zapis) jest momentem uzyskania przez nabywcę tego prawa.

Rozdzielenie dwóch skutków umowy: zobowiązania się do dokonania rozporządzenia rzeczą lub prawem i samego rozporządzenia (czyli przeniesienia na nabywcę) jest konstrukcją znaną prawu cywilnemu, choć w prawie polskim generalną zasadą są umowy o podwójnym zobowiązująco – rozporządzającym skutku (art. 155 i 510 k.c.). Dla przeniesienia własności rzeczy zamiennych (oznaczonych co do gatunku) oraz papierów wartościowych w formie dokumentów (uważanych za rzeczy *sui generis*), przepisy Kodeksu cywilnego wymagają, prócz zawarcia umowy, także wydania przedmiotu transakcji. W obrocie instrumentami finansowymi zdematerializowane papiery wprawdzie nie są rzeczami, jednak przypominają rzeczy zamienne (np. akcje oznaczone jednym kodem reprezentują takie same uprawnienia i są nawet pozbawione indywidualizujących oznaczeń numeru i serii). Nie jest więc możliwe fizyczne wydanie papierów zdematerializowanych – jego odpowiednikiem jest zapis na rachunku. Sama umowa nabycia lub zbycia nie wystarcza do „przejścia własności” papierów wartościowych, konieczne jest spełnienie jeszcze innej przesłanki – zapisania ich na rachunku nabywcy i obciążenia rachunku zbywcy. Zapis na rachunku nie stanowi

¹⁵ M. MICHALSKI, [w:] M. BĄCZYK, M. H. KOZIŃSKI, M. MICHALSKI, W. PYZIÓŁ, A. SZUMAŃSKI, I. WEISS, *Papiery wartościowe*, Zakamycze 2000, s. 681.

warunku zawieszającego ani terminu¹⁶, nie jest też czynnością prawną (drugą umową o skutku rozporządzającym)¹⁷, nie zawiera bowiem oświadczenia woli i zachodzi niezależnie od stron umowy zobowiązującej. Stanowi on tzw. warunek prawny (tzw. *conditio iuris*)¹⁸ – przesłankę, od której ustawa uzależnia skutek nabycia prawa. Zapis, równoważny wydaniu rzeczy zamiennych czy papierów wartościowych, stanowi element quasi – realny przeniesienia prawa z papierów wartościowych w publicznym obrocie. Dokonanie zapisu na rachunku papierów wartościowych nabywcy w domu maklerskim lub banku następuje po zarejestrowaniu przeniesienia papierów wartościowych między odpowiednimi kontami depozytowymi czyli po rozliczeniu transakcji w KDPW (zasadniczo w ciągu 3 dni od zawarcia). Jednak w okresie między zawarciem a rozliczeniem transakcji (a więc zapisem na rachunku) dopuszczalne jest zobowiązanie się do zbycia papierów, które mają zostać zapisane na rachunku, o ile nabycie ich nastąpiło w wyniku transakcji zabezpieczanej przez fundusz rozliczeniowy. Papiery te zapisuje firma inwestycyjna w specjalnym rejestrze operacyjnym na podstawie dokumentu potwierdzającego zawarcie transakcji kupna. W doktrynie ujmuje się to jako zbywanie wierzytelności, przez niektórych uważanych za wierzytelności warunkowe lub przyszłe (ekspektatywy)¹⁹. R. Czerniawski podkreśla, że fakt, iż dochodzi od obrotu wierzytelnościami, które traktowane są jako papiery wartościowe identyczne z „właściwymi” budzi pewne wątpliwości prawne²⁰. Jednocześnie jest to rozwiązanie niezwykle potrzebne praktyce, zwiększa bowiem płynność rynku nie powodując zakłóceń w sferze rozliczenia trans-

¹⁶ Tak zdaje się M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie*, cit., s. 175.

¹⁷ R. CZERNIAWSKI, M. WIERZBOWSKI, [w:] *Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi – komentarz*, Warszawa 2000, s. 67.

¹⁸ Tak L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 254.

¹⁹ M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie*, cit., s. 175; TENŻE, *Przenoszenie praw z papierów wartościowych w świetle ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, «Monitor Prawniczy» 5.4 (1997), s. 153.

²⁰ R. CZERNIAWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 69.

akcji – dzięki tzw. rozliczeniom kroczącym (tzn. że transakcje rozliczane są w kolejności ich zawierania)²¹.

Zasada quasi – realnego przenoszenia praw z papierów wartościowych przyczyniła się do wzmoczenia pewności i bezpieczeństwa obrotu i wprowadziła porządek do systemu ewidencjonowania. Podczas obowiązywania zasady konsensualizmu system ewidencyjny wciąż nie mógł nadążyć za stanem prawnym (można było przecież samą tylko umową przenieść papiery np. między osobami fizycznymi – czyli bez pośrednictwa maklerskiego) – zaś wydane świadectwa depozytowe mogły nie odzwierciedlać faktycznego stanu rachunku. Istniała możliwość „rozmnażania się lub znikania” papierów wartościowych w wyniku nierównoczesnych zapisów lub ich braku. Obecnie zapisy na rachunku w domach maklerskich uzależnione są od odpowiednich rozliczeń w KDPW. Transfery papierów wartościowych i środków pieniężnych w KDPW są wzajemnie uwarunkowane zgodnie z zasadą *Delivery versus Payment* (DvP). Zarejestrowanie nabycia papierów wartościowych na koncie zbywcy oraz uznanie jego rachunku pieniężnego kwotą należną mu z tytułu transakcji następuje równocześnie²².

Trzeba wskazać, że uwagi te odnoszą się nie tylko do papierów wartościowych, a także do instrumentów finansowych – art. 4 ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przez rachunki papierów wartościowych rozumie się także rachunki, na których zapisane są niebędące papierami wartościowymi maklerskie instrumenty finansowe, zaś art. 8 ustawy zasadę quasi – realnego przeniesienia papierów wartościowych każe odnosić także do niebędących papierami wartościowymi maklerskich instrumentów finansowych stanowiących przedmiot zorganizowanego obrotu.

Umowa o przeniesienie papierów wartościowych czy maklerskich instrumentów finansowych w obrocie instrumentami finansowymi nie jest więc umową o podwójnym skutku, lecz stanowi umowę zobowiązującą, po której następuje rozporządzenie w postaci zapisu na rachunku.

²¹ L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 266.

²² L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 266.

2.3. Obrót papierami wartościowymi

Ze względu na obowiązek działania w publicznym obrocie za pośrednictwem domu maklerskiego (firmy inwestycyjnej) inwestor zawiera z domem maklerskim umowę zwaną umową o świadczenie usług brokerskich – za A. Chłopeckim należy ją uznać za umowę ramową, w której dom maklerski zobowiązuje się do zawierania w przyszłości umów realizacyjnych – tj. umów zlecenia nabycia lub zbycia papierów wartościowych²³.

W umowie tej firma inwestycyjna zobowiązuje się do przyjmowania i wykonywania zleceń nabycia lub zbycia we własnym imieniu na rachunek dającego zlecenie papierów wartościowych na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Firma inwestycyjna w umowie tej może zobowiązać się także do przyjmowania i przekazywania zleceń oraz do prowadzenia rachunku papierów wartościowych lub rachunku pieniężnego służącego do obsługi rachunku papierów wartościowych i innych zobowiązań łączących klienta i firmę inwestycyjną. Firma inwestycyjna zobowiązuje się wobec dającego zlecenie do nabycia lub zbycia oznaczonych papierów wartościowych w imieniu własnym lecz na rachunek dającego zlecenie. Firma inwestycyjna odpowiada wobec dającego zlecenie zbycia za zapłatę ceny przez nabywcę papierów wartościowych (art. 73 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

Do umowy tej ustawa o obrocie instrumentami finansowymi w zakresie nieuregulowanym tą ustawą nakazuje odpowiednie stosowanie przepisów Kodeksu cywilnego dotyczących umowy zlecenia z wyłączeniem art. 737 k.c., zaś do umów realizacyjnych (zlecenie nabycia lub zbycia papierów wartościowych) odpowiednich przepisów k.c. dotyczących umowy komisji z wyjątkiem art. 768 § 3 k.c. (art. 73 ust. 5). Należy wskazać, iż na przeniesienie praw z papierów wartościowych skierowane są bezpośrednio jedynie umowy realizacyjne, oparte na schemacie umowy komisji. Firma inwesty-

²³ Tak A. CHŁOPECKI, *Usługi maklerskie w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 1995, s. 25-26.

cyjna (komisant) zobowiązuje się za wynagrodzeniem (prowizją) do kupna lub sprzedaży papierów wartościowych na rachunek inwestora (komitenta), lecz w imieniu własnym. Jednakże ani ustawa o obrocie instrumentami finansowymi ani kodeks cywilny szczegółowo nie reguluje kwestii dotyczących przejścia praw z papierów wartościowych w ramach tej umowy. Kolejność przenoszenia praw i charakter działania komisanta są oceniane niejednoznacznie już na gruncie umowy komisum²⁴, tu dodatkowe wątpliwości budzi konieczność uwzględnienia wymagań ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, związanych ze specyficznym przedmiotem obrotu – zdematerializowanym papierem wartościowym.

Można wskazać trzy występujące w doktrynie stanowiska odnoszące się do kolejności przenoszenia papierów wartościowych, oparte na analizie stosunków własnościowych przy komisie:

1. Koncepcja pierwsza wskazuje, że papiery wartościowe przechodzą na dom maklerski (komisanta) zarówno przy zleceniu zakupu jak i sprzedaży. Przy zleceniu sprzedaży następuje przeniesienie praw z klienta domu maklerskiego – zbywcy na jego dom maklerski, potem między domami maklerskimi zbywcy i nabywcy, zaś w końcu z domu maklerskiego nabywcy na tego nabywcę (zlecenie zakupu). Argumentem powoływanym na poparcie tej koncepcji jest charakter działania komisanta – uważa się że komisant działa jako zastępca pośredni w swoim imieniu, ale na rachunek komitenta. Za słusznością tego poglądu przemawiać ma treść art. 766 k.c. (przepis ten nakazuje komisantowi wydanie korzyści i przelanie uzyskanych wierzytelności na komitenta, co ma świadczyć o braku bezpośredniego transferu praw).

2. Pogląd drugi mówi o bezpośrednim przejściu praw ze zbywcy (klienta domu maklerskiego) na nabywcę – według niego domy maklerskie pośredniczą tylko technicznie przy zawarciu transakcji, o czym ma świadczyć rzeczywisty cel umowy, którym jest przejście

²⁴ W kwestii stosunków własnościowych w umowie komisum, por. A. KĘDZIERSKA-CIEŚLAK, *Komis – zagadnienia cywilnoprawne*, Poznań 1998, s. 81-128 oraz A. SZPUNAR, *Stosunki własnościowe przy komisie*, «Rejent» 4.1 (1994), s. 33 i n.

praw ze zbywcy na nabywcę i istnienie ustawowego prawa zastawu na dobrach komisowych, które przysługuje z mocy art. 773 k.c. komisantowi dla zabezpieczenia roszczeń względem komitenta (nie można bowiem ustanowić zastawu na rzeczach własnych).

3. Stanowisko trzecie zakłada, że prawa z papierów wartościowych przechodzą ze zbywcy na dom maklerski nabywcy, po czym przenosi on je na swojego klienta (nabywcę). Zgodnie z tym stanowiskiem jedynie przy zleceniu (komisie) zakupu prawa z papierów przenoszone są na dom maklerski, zaś w przypadku komisii sprzedaży pozostają przy zbywcy. Za tą ostatnią koncepcją ma przemawiać brzmienie art. 766 k.c., który stanowi, iż komisant winien wydać komitentowi wszystko, co dla niego uzyskał, a w szczególności przelać na niego wierzytelności, które nabył na jego rachunek ma wskazywać, iż komisant działał jako zastępca pośredni. Jednocześnie za uznaniem, że własność dobra komisowego pozostaje przy komitencie przy komisii sprzedaży przemawia cel umowy, którym nie jest przeniesienie własności rzeczy przeznaczonej do sprzedaży na komisanta, lecz na osobę trzecią (łatwo wyobrazić sobie sytuację, gdy nie dochodzi do sprzedaży dobra komisowego – i wówczas komisant musiałby z powrotem przenieść własność na komitenta, a to nie znajduje podstaw w przepisach ani nie wynika z istoty komisii)²⁵. Wskazówką, że komisant sprzedaje rzecz nie stanowiącą jego własności jest treść art. 769 k.c., który w przypadku, gdy rzecz jest narażona na zepsucie i utratę wartości zasadniczo nie pozwala mu samodzielnie dysponować rzeczą, a nakazuje oczekiwać na stosowne zarządzenie komitenta (chyba że nie jest to możliwe).

Koncepcje te odnoszą się zasadniczo do umowy komisii, zaś przy charakteryzowaniu transakcji zdematerializowanymi papierami wartościowymi należy mieć na uwadze specyfikę uregulowań obrotu instrumentami finansowymi, a w szczególności uwzględniać konstytutywny charakter zapisu na rachunku, który jest warunkiem koniecznym przeniesienia praw.

²⁵ A. ZWOLIŃSKA-DOBOSZYŃSKA, *Przenoszenie praw w publicznym obrocie papierów wartościowych*, «PPW» 2000 nr 10, s. 24.

Ze względu na niezgodność z tą specyfiką należy odrzucić koncepcję pierwszą, zakładającą przejście praw na dom maklerski zarówno przy zleceniu sprzedaży, jak i kupna. Zbyciu papierów na rynku regulowanym w wyniku realizacji zlecenia klienta nie towarzyszy bowiem przebieganie ich z rachunku klienta na odrębny rachunek domu maklerskiego.

Koncepcja druga, w myśl której prawa z papierów wartościowych przechodzą bezpośrednio z komitenta – zbywcę na komitenta – nabywcę jest atrakcyjna, gdyż jest najprostsza i w największym stopniu oddaje cel umowy. Zarzuca się jej, iż pomija brzmienie art. 766 k.c. i działanie komisanta jako zastępcy pośredniego nabywającego prawo i zaciągającego zobowiązanie w imieniu własnym, choć na rachunek komitenta²⁶. Przyjęcie jej, zdaniem A. Chłopeckiego, może prowadzić do czasowej „anihilacji” papierów wartościowych, które po wyrejestrowaniu z rachunku zbywcy, a przed zapisaniem na rachunku nabywcy nie będą się znajdować na żadnym rachunku²⁷.

Istnieje też próba uzasadnienia bezpośredniego transferu praw z papierów wartościowych między klientami domów maklerskich poprzez konstrukcję przekazu²⁸. Traktuje ona brokera kupującego jako przekazującego, zaś brokera sprzedającego jako jego dłużnika – przekazanego, zobowiązanego do świadczenia (dostawy papierów wartościowych) na rzecz odbiorcy przekazu – klienta brokera kupującego. Koncepcja ta, mimo swej teoretycznej czystości, nie może być zastosowana do objaśnienia mechanizmów przeniesienia papierów wartościowych w publicznym obrocie, bowiem art. 73 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi odsyła w tym zakresie do odpowiedniego stosowania przepisów o umowie komisju.

²⁶ Dotyczy realizacji usług brokerskich, nie zaś nabywania praw z papierów przez dom maklerski na własny rachunek (działalność dealerska).

²⁷ A. CHŁOPECKI, *Mechanizm prawny transakcji giełdowych – nowe zjawiska w obrocie gospodarczym*, «PPW» 2000 nr 9, s. 7-8; TENŻE, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2000 s. 241.

²⁸ L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 262-263.

Przy analizie poglądu trzeciego, zakładającego przejście papierów na dom maklerski tylko przy zleceniu zakupu, problemem może się wydawać zastosowanie art. 773 k.c., dającego komisantowi ustawowe prawo zastawu na dobrach komisowych dla zabezpieczenia swoich roszczeń wobec komitenta – nie można bowiem ustanowić zastawu na rzeczach własnych. Wprawdzie można przyjąć, że zastaw powstaje dopiero po przeniesieniu własności, która w przypadku rzeczy oznaczonych co do tożsamości przechodzi przez czynność konsensualną. Jeśli chodzi o rzeczy oznaczone co do gatunku, można założyć, iż posiadanie przechodzi w drodze art. 349 k.c. – bez wydania (*constitutum possessorium*). W przypadku papierów wartościowych w publicznym obrocie problem taki nie powstaje, ze względu na fakt, iż problem zabezpieczenia roszczeń domu maklerskiego jest regulowany przez przepisy szczególnie: dotychczas (i jak stanowi ustawa o obrocie instrumentami maksymalnie do 6 miesięcy po jej wejściu w życie) przez rozporządzenie Rady Ministrów z 3 września 2002 r. w sprawie trybu i warunków postępowania domów maklerskich²⁹. Zgodnie z tymi przepisami klient winien zasadniczo posiadać pokrycie na zakup papierów, a jeżeli go nie posiada, winien jest ustanowić stosowne zabezpieczenie (§ 28, § 32 rozp.). Jeżeli klient nie dokona zapłaty za papiery, których nabycie zlecił, a zaspokojenie roszczeń domu maklerskiego o zapłatę i prowizję nie nastąpi z ustanowionych zabezpieczeń – dom maklerski może zaspokoić swoje roszczenia z aktywów klienta na rachunkach i w rejestrze operacyjnym (§ 34 pkt 1 rozp.).

Mechanizm przeniesienia papierów wartościowych winien znaleźć odzwierciedlenie w systemie depozytowym. Rozliczenie transakcji w KDPW odbywa się poprzez zdjęcie papierów z konta domu maklerskiego zbywcy i zapisanie na koncie domu maklerskiego nabywcy. Zdaniem A. Chłopeckiego, który przyjmuje trzecią z przedstawionych koncepcji, w momencie zapisu w KDPW następuje na-

²⁹ Dz.U. Nr 165, poz. 1354. Narzuca ono pewne wymogi co do zawarcia w umowach o świadczenie usług brokerskich odpowiednich postanowień dotyczących zabezpieczenia transakcji.

bycie przez ten dom papierów, które następnie zobowiązany jest wydać (tj. zapisać na rachunku) klientowi. Konto depozytowe domu maklerskiego w KDPW według tego autora pełniłoby przez pewien czas rolę rachunku papierów wartościowych, przynajmniej w zakresie nabytych papierów, zaś gdy dom maklerski realizując normę art. 766 k.c. „wydawałby” papier wartościowy swemu klientowi, zapis na rachunku w Krajowym Depozycie straciłby przymiot rachunku papierów wartościowych i odzyskałby w tej części walor konta jedynie depozytowego³⁰.

Przyjęcie, iż konto depozytowe domu maklerskiego pełni również – czasowo – rolę rachunku papierów wartościowych jest istotną wadą tej koncepcji – prowadzić może bowiem nie do anihilacji, lecz do rozmnożenia papierów, zdarzyć się może sytuacja, gdy nie zostaną wyrejestrowane z rachunku zbywcy z chwilą rejestracji na koncie domu (chyba żeby przyjąć, iż zapis na rachunku zbywcy jest jedynie pozorem prawa)³¹.

Wydaje się że przewagę w argumentacji zyskuje koncepcja wskazująca na bezpośrednie transfery papierów wartościowych między klientami domów maklerskich.

Po pierwsze należy stwierdzić, że nie jest ona sprzeczna z regulacjami umowy komisji, i nie można zgodzić się z A. Chłopeckim, że tylko przyjąwszy przejście własności nabywanych walorów na dom maklerski przy komisji kupna można uzgodnić treść przepisów k.c. dotyczących umowy komisji (a szczególnie art. 766 k.c.) i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Kwestia stosunków własnościowych przy komisji jest sporna i pogląd o niejednakowym traktowaniu przeniesienia własności przy komisji kupna i komisji sprzedaży jest jednym z kilku. Obok niego jest także reprezentowany pogląd o bezpośrednim przejściu własności rzeczy komisowych z komitenta na klienta komisanta i odwrotnie. Za tym poglądem przemawia treść art. 773 k.c.

³⁰ A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe*, cit., s. 241.

³¹ L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 263.

Ponadto rozważając zastosowanie przepisów k.c. o komisie do umowy zlecenia nabycia lub zbycia papierów wartościowych należy zwrócić uwagę, iż ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nakazuje jedynie odpowiednie ich stosowanie, co oznacza, że trzeba wziąć pod uwagę specyfikę zarówno niematerialnego przedmiotu obrotu jak i wymagań systemu depozytowego (zapisy na rachunkach). Wynikająca z art. 7 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi konieczność zapisu na rachunku dla przeniesienia prawa wskazuje, iż tych przeniesień (a więc zmian uprawnionego) może być w danej transakcji tylko tyle, ile zapisów na rachunku. Skoro w wyniku realizacji transakcji następuje tylko jeden zapis na rachunku papierów wartościowych – nabywcy, oznacza to iż miało miejsce jednokrotne przeniesienie papierów wartościowych. Trudno uznać, ażeby zapis na koncie depozytowym domu maklerskiego, które ma charakter syntetyczny, był równoznaczny z zapisem na rachunku: ustawodawca odmiennie zdefiniował konta depozytowe i rachunki papierów wartościowych, wręcz postawił je w opozycji, jako że konta depozytowe nie pozwalają na identyfikację posiadacza rachunku na którym papiery zostały zapisane, zaś istotą rachunków jest właśnie identyfikacja uprawnionego z papierów (por. art. 4 i 57 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Jeszcze więcej wątpliwości budzi uznanie, że konto depozytowe domu maklerskiego nabywcy tylko w części (dotyczącej zapisu nabytych papierów) spełni rolę rachunku papierów wartościowych, na którym zapisy są konstytutywne, a w zakresie pozostałych zapisów nadal będzie kontem depozytowym, rejestrem, w którym zmiany mają charakter deklaratywny. Takiej koncepcji nie uzasadnia żaden przepis prawa, brak też racjonalnej potrzeby budowania tak skomplikowanej konstrukcji. W szczególności taką potrzebą nie jest uzgodnienie przepisów regulujących obrót instrumentami finansowymi i przepisów k.c. o umowie komisju, które może być dokonane w inny sposób; co zasady wcale zaś nie jest bezwzględnie konieczne bowiem przepisy o komisie mają być stosowane odpowiednio i muszą ustąpić przed wyraźnymi postanowieniami o konstytutywnej roli zapisu na rachunku i rzeczywistością depozytową.

Mimo wysuwanych *de lege ferenda* postulatów odnośnie szczegółowej regulacji kwestii kolejności przenoszenia praw w transakcjach publicznego obrotu regulacje nowej ustawy nie wyjaśniają występujących na gruncie poprzednio obowiązujących przepisów wątpliwości.

Poszerzają one uregulowania dotyczące umowy o świadczenie usług brokerskich, w zakresie jednak umów zawieranych w wykonaniu tej umowy powtarza zawarte już w Prawie o publicznym obrocie odesłanie do przepisów o umowie komisu.

2.4 Obrót maklerskimi instrumentami finansowymi niebędącymi papierami wartościowymi

Przedstawione mechanizmy przenoszenia praw oparte na schemacie komisu mogą mieć zastosowanie do papierów wartościowych, bowiem w ich wypadku można mówić o istnieniu emitenta. Obrót papierami wartościowymi to obrót walorami, z których zobowiązany jest jeden podmiot (np. spółka jako emitent akcji, obligacji). Podobnie wygląda obrót tymi spośród instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, które powstają w wyniku emisji – tzn. stanowią prawa (wierzytelności), z których zobowiązany jest jeden podmiot, jak tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania czy instrumenty rynku pieniężnego.

Sytuacja komplikuje się w przypadku niektórych maklerskich instrumentów finansowych nie będących papierami wartościowymi, tych, które nie mają takiego „emisyjnego” charakteru jak choćby popularne na rynku kontrakty terminowe i opcje. Powszechnie w stosunku do nich używa się wyrażen: sprzedaż czy kupno kontraktów terminowych i opcji. I chociaż wyrażenia te oddają dobrze ekonomiczną istotę obrotu standaryzowanymi derywatami, okazuje się, że nie odpowiadają prawnej istocie zaciąganych zobowiązań i dokonywanych przesunięć majątkowych. Grupa instrumentów finansowych cechuje się ogromnym zróżnicowaniem – obok papierów wartościowych należą do nich takie, które są relacjami kontraktowymi – powstają jako efekt umowy między

uczestnikami obrotu³². Strona umowy kreującej opcję lub transakcję terminową może bądź czekać do momentu realizacji tego prawa (np. zrealizować opcję, gdy przyniesie zysk, lub pozwolić jej wygasnąć), bądź też może wcześniej uwolnić się ze zobowiązania z tytułu zawartej umowy, potocznie „zbyć opcję”. Jest to tzw. zamknięcie pozycji długiej polegające na ponownym zawarciu transakcji, w której strona ta wystąpi jako „zbywca” analogicznej opcji czy transakcji terminowej. Natomiast wystawca opcji („sprzedawca” kontraktu terminowego) zamyka swoją pozycję (krótką) poprzez stanie się beneficjentem opcji takiego samego rodzaju czyli „nabycie” takiego samego instrumentu. W istocie to zawarcie identycznej w treści transakcji, w której zobowiązany w transakcji pierwotnej staje się uprawnionym – inwestor grający na wzrost kursu giełdowego określonego instrumentu, gdy uzna, że kurs będzie się raczej obniżał w związku z czym należy wyzbyć się go, zawiera kontrakt o tym samym standardzie, ale na zniżkę. Prawny opis zamykania pozycji otwartej w wyniku zawarcia pierwotnej transakcji następuje w zależności od koncepcji: albo poprzez określenie go jako zbycia uprawnienia nabytego w pierwszej transakcji, albo też jako kreację nowego prawa pochodnego i zwolnienie strony od zobowiązań w drodze kompensacji (potrącenia) wzajemnych wierzytelności. W przypadku interpretacji nowej transakcji jako zbycia uprawnienia nabytego w umowie pierwotnej należy zwrócić uwagę, że o ile można wyobrazić sobie przeniesienie uprawnienia do realizacji opcji, przeniesienie praw z transakcji terminowej łączyłoby się nie tylko z przejściem na inną osobę pewnych uprawnień, ale oznaczałoby też przejście obowiązków³³. Spowodowane jest to konstrukcją

³² L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 147; A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe*, cit., s. 108-200. Zdaniem tego autora (s. 154) brak podstaw do oddzielenia umowy będącej podstawą powstania uprawnienia i samego uprawnienia.

³³ Chyba, że przyjąć iż ustawodawca (art. 3 ust. 3) używając wyrażenia „prawa majątkowe” miał na myśli prawa jak i obowiązki – ale jest to wykładnia daleka od literalnej.

transakcji terminowych, w których obie strony są wobec siebie uprawnione i zobowiązane zarazem. Podobnie wygląda sytuacja wystawcy opcji, który względem drugiej strony jest zobowiązany. Ponadto trzeba zauważyć, iż zobowiązania wynikające z umów kreujących prawa pochodne mają charakter ciągły – chodzi szczególnie o obowiązek utrzymywania depozytu zabezpieczającego wykonanie transakcji na odpowiednim poziomie.

Tradycyjnie pojmowany obrót tymi papierami wartościowymi miałby z cywilistycznego punktu widzenia charakter łańcucha przejęć długów. Kodeksowy mechanizm przejścia długu (art. 519 k.c. i następne) nie odpowiada realiom systemu publicznego obrotu – prawo cywilne stawia wymagania niemożliwe do spełnienia w publicznym obrocie: chociażby przy przejściu długu istnieje wymóg uzyskania na piśmie zgody wierzyciela, która będzie bezskuteczna, jeżeli nie wiedział on o niewypłacalności przejmującego dług. Ze względów praktycznych i prawnych przyjęcie tego poglądu wydaje się niezasadne. W praktyce obrotu wcześniejsze „wyjście” z transakcji terminowej czy opcji następuje przez tzw. zajęcie pozycji przeciwstawnej, a w systemie depozytowym powoduje to kompensację pozycji (czyli ich eliminację z rachunku)³⁴, która przypomina cywilnoprawny mechanizm potrącenia. Dla uznania go za potrącenie potrzebna byłaby jednakowoż tożsamość dłużników i wierzycieli. Tożsamość ta wystąpi, jeżeli za stronę transakcji uznamy izbę rozliczeniową (clearingową) – instytucję dokonującą rozliczeń transakcji w zakresie praw pochodnych.

Problem uznania izby rozliczeniowej za stronę umów tworzących prawa pochodne stanowi nierozstrzygnięty wciąż problem na gruncie prawa polskiego³⁵. Powstaje pytanie, czy rola izby rozliczeniowej sprowadza się jedynie do gwarantowania dokonywanych transakcji i rozliczeń, czy też stanowi ona stronę transakcji terminowej, uprawnioną i zobowiązaną zgodnie z jej treścią.

³⁴ A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe*, cit., s. 199.

³⁵ L. SOBOLEWSKI, *Umowa opcji zbycia lub nabycia instrumentów finansowych* «PUG» 51.1 (1998), s. 9-10; A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe*, cit., s. 243.

W polskim systemie prawnym rolę tej izby pełni Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, który prowadzi konta depozytowe inwestorów służące do rozliczania transakcji prawami pochodnymi, oznaczone tzw. NIK (numer identyfikacyjny klienta). Jednak wobec istnienia przymusu maklerskiego klienci nie zawierają transakcji wprost z KDPW, zaś za pośrednictwem domów maklerskich na rynku regulowanym. Jednakże z uwagi na specyfikę derywatów charakter i treść ich umów z domami maklerskimi odbiega od umów o świadczenie usług brokerskich. Pośrednictwo domów maklerskich nie doprowadza bowiem do nabycia lub zbycia określonego prawa, lecz do zobowiązania się do wykonania, po upływie określonego czasu, określonego rodzaju świadczeń³⁶.

Poprzednia regulacja pomijała te wątpliwości milczeniem przewidując ogólnie dla papierów wartościowych, do których zaliczała też derywaty, zawieranie umowy o świadczenie usług brokerskich i w jej wykonaniu zleceń maklerskich. Komentatorzy zauważali wówczas nieadekwatność tych uregulowań w stosunku do konstrukcji derywatów. Zdaniem A. Chłopeckiego pośrednictwo maklerskie w tym przypadku dokonywało się nie w drodze świadczenia usług brokerskich w obrocie wtórnym, a poprzez czynność oferowania papierów wartościowych w publicznym obrocie (art. 33 Prawa o publicznym obrocie)³⁷. Autor ten uważał je za działania w obrocie pierwotnym, który może odbywać się na rynku regulowanym (art. 5 Prawa o publicznym obrocie).

Ustawodawca także zauważył problem nieprzystawalności umowy o świadczenie usług brokerskich do obrotu derywatami – ustawa o obrocie instrumentami finansowymi w art. 74 ust. 5 stanowi, iż przepisy tego artykułu (dotyczące umowy o świadczenie usług brokerskich do realizacji zleceń nabycia lub zbycia papierów wartościowych) stosuje się odpowiednio do zleceń nabycia lub zbycia maklerskich instrumentów finansowych, o ile ich konstrukcja

³⁶ A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe*, cit., s. 269-270.

³⁷ A obrót prawami pochodnymi ma pewne cechy obrotu pierwotnego – ich „emitentami” są każdorazowo strony transakcji.

umożliwia zastosowanie tych przepisów. Poprzednia regulacja zagadnienia nieadekwatności umowy o świadczenie usług brokerskich do przenoszenia niektórych typów instrumentów (np. kontraktów terminowych i opcji) w ogóle nie zauważała.

Dom maklerski działa we własnym imieniu i jest odpowiedzialny wobec klienta – jest stroną transakcji terminowej. W praktyce transakcja terminowa według A. Chłopeckiego obejmuje w istocie cztery takie transakcje: między klientami domów maklerskich i domami oraz między domami maklerskimi a izbą rozliczeniową, która ma prawo występować jako strona transakcji na podstawie art. 59 ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, pozwalającego KDPW występować jako strona transakcji na rynku regulowanym wyłącznie w związku z wykorzystaniem środków gwarantujących prawidłowe wykonanie zobowiązań z zawartych transakcji³⁸. W takiej sytuacji możliwe jest rozliczenie transakcji w oparciu o kompensację wielostronną. Podobnie zdaniem tego autora wygląda obrót opcjami, które powstają jako wynik transakcji zawieranych przez klientów z firmami inwestycyjnymi i przez te firmy z izbą rozliczeniową. Tu także stroną transakcji jest izba rozliczeniowa i obrót uprawnieniem opcyjnym jest obrotem prawem przysługującym firmie inwestycyjnej wobec tej izby³⁹.

Inny pogląd wskazuje, iż to inwestorzy – klienci firm inwestycyjnych zawierają transakcje terminowe (lub umowy opcji) wprost z izbą rozliczeniową za pośrednictwem domów maklerskich, z którymi związani są umową agencyjną lub podobną⁴⁰. Firma inwestycyjna jako agent zobowiązuje się do stałego pośredniczenia za wynagrodzeniem przy zawieraniu umów na rzecz dającego zlecenie lub w jego imieniu. Nie jest ona zainteresowana zawieraniem z klientami transakcji terminowych, zaś jej interes polega na otrzymaniu za swoje działania prowizji. Stronami umów są klienci i izba rozlicze-

³⁸ A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe*, cit., s. 258.

³⁹ A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe*, cit., s. 259.

⁴⁰ Agent może działać również jako pełnomocnik – art. 758 k.c.

niowa, która w kontraktach z klientami o pozycjach przeciwstawnych ma zerowy bilans – w stosunku do jednego jest wierzycielem, a w zamian za to względem drugiego dłużnikiem. Powstaniu i przejściu praw odpowiadałby zapis na rachunku. W KDPW bowiem klienci posiadają swoje rachunki oznaczone NIK – numerem identyfikacyjnym klienta, na których zapisuje się papiery wartościowe.

W charakterystyce „obrotu” transakcjami terminowymi i opcjami niewątpliwy jest fakt spełnienia szczególnej roli przez izbę rozliczeniową, wobec której klienci (poprzez domy maklerskie) mogą żądać spełnienia świadczenia. Wydaje się, że w jej roli mieści się coś więcej niż tylko gwarantowanie spełnienia świadczenia. Przemawia za tym rzeczywiste usytuowanie praw i obowiązków w tym układzie podmiotowym: w istocie bowiem uczestników systemu rozliczeniowego nie łączą żadne więzi kontraktowe, a firma inwestycyjna może żądać wykonania zobowiązania czy ma obowiązek uzupełnienia depozytu zabezpieczającego nie wobec innego domu maklerskiego, a wobec izby rozliczeniowej. Zgadza się to również ze standaryzacją obrotu: uprawnienia przysługujące wobec podmiotów o różnym stopniu wypłacalności trudno byłoby traktować jako instrumenty standaryzowane, co jest oczywiste w przypadku, gdy zobowiązaniem wobec wszystkich uczestników obrotu jest izba rozliczeniowa⁴¹. W świetle tych ustaleń właściwe byłoby uznanie izby rozliczeniowej za stronę transakcji, zaś jedyną kontrowersję stanowiłby charakter pośrednictwa firm inwestycyjnych wychodzący poza ramy umowy o świadczenie usług brokerskich. Wadą koncepcji dostrzegającej transakcje terminowe także między klientami a ich firmami inwestycyjnymi jest nadmierna komplikacja mechanizmu transakcji, nie odpowiadająca jego celowi – rola firmy inwestycyjnej polega tu bowiem na obowiązkowym pośrednictwie i jest zainteresowana nie zawarciem transakcji i skorzystaniem na niej, a otrzymaniem prowizji za pośrednictwo.

Spośród szerokiego zakresu instrumentów finansowych istnieją takie, których konstrukcja nie będzie odpowiadać ani opcjom czy

⁴¹ A. CHŁOPECKI, *Opcje i transakcje terminowe*, cit., s. 250-254.

transakcjom terminowym ani też papierom wartościowym (czyli prawom majątkowym, których przenoszenie wykazuje pewną analogię do obrotu rzeczami).

Sposób przenoszenia będzie odpowiadał konstrukcji przenoszonych instrumentów. Jak zostało już wspomniane, instrumenty finansowe mogą mieć najróżnorodniejszą konstrukcję, mogą to być typowe derywaty (kontrakty terminowe i opcje), w których rolę instrumentów podstawowych będą pełnić nie inne papiery wartościowe lecz np. waluty obce, stopy procentowe, metale szlachetne i inne towary. Wówczas sposobem przeniesienia będzie mechanizm typowy dla transakcji terminowych czy kontraktów opcyjnych.

Jeżeli zaś wspomniane instrumenty będą mieć postać wierzytelności, będzie to mechanizm charakterystyczny dla „zwykłych” papierów wartościowych.

3. ZAWARCIE UMOWY NA RYNKU REGULOWANYM

Rynek regulowany stanowi forum dokonywania transakcji jednego rodzaju – umów prowadzących do odpłatnego przeniesienia papierów wartościowych i maklerskich instrumentów finansowych na inne podmioty, które należy kwalifikować jako umowy sprzedaży (papierów wartościowych, praw majątkowych) lub jak w przypadku derywatów umów opcji czy transakcji terminowych. Nie dochodzi w warunkach tego rynku do zawierania innego rodzaju umów, przynajmniej gdy chodzi o „klasyczne” papiery wartościowe i prawa zbywalne wynikające z tych papierów, a w szczególności nie występują tam umowy pod tytułem darmym.

Umowy sprzedaży papierów wartościowych i maklerskich instrumentów finansowych na rynku regulowanym zawierane są przy wykorzystaniu specyficznej organizacji i urzędzeń tego rynku, które umożliwiają dokonywanie transakcji na masową skalę. Najlepiej zobrazować to można na przykładzie rynku giełdowego.

Obowiązkowe na rynku regulowanym jest pośrednictwo maklerskie, a więc działanie przez wyspecjalizowanego pośrednika. Firma inwestycyjna przekazuje tzw. zlecenie maklerskie na rynek regulo-

wany, gdzie dochodzi do skojarzenia złożonej oferty z ofertą lub ofertami przeciwstawnymi czyli z innymi zleceniami maklerskimi przyjętymi przez rynek regulowany. Nieistotne jest, kto jest rzeczywiście drugą stroną zawieranej umowy⁴². Specyfika umów zawieranych na rynku regulowanym polega właśnie na ich anonimowości, oferent nie zna bowiem drugiej strony umowy, lecz składając ofertę godzi się na zawarcie umowy na określonych warunkach z którymkolwiek z uczestników obrotu.

Wszelkie skierowane na rynek regulowany oferty-zlecenia są zbierane i sumowane, mechanizm wyznaczania ceny ustalany jest tak, aby jak najwięcej zleceń zostało zrealizowanych – dochodzi tu do koncentracji popytu i podaży⁴³.

Według A. Chłopeckiego sposób zawarcia umowy w wyniku zastosowania mechanizmu koncentracji popytu i podaży nie odpowiada żadnemu z przedstawionych w k.c. sposobów zawarcia umowy⁴⁴.

Nie jest to w szczególności ofertowy sposób zawarcia umowy, ponieważ na rynku regulowanym dochodzi jedynie do złożenia ofert, nie dochodzi zaś do ich przyjęcia. Mechanizm ten nie odpowiada również zdaniem autora istocie aukcji czy przetargu, ponieważ na rynku regulowanym nie ma miejsca na wybór najkorzystniejszej oferty: wybierane są oferty (ceny) które zapewnią dojście do skutku jak największej liczby transakcji.

Nieprawdopodobne jest również uznanie tej metody zawierania umów za rokowania (negocjacje), ponieważ na rynku regulowanym nie prowadzi się rokowań⁴⁵.

A. Zwolińska-Doboszyńska odnosi mechanizm zawierania umów na rynku regulowanym do konstrukcji przetargu, w którym biorą udział trzy grupy podmiotów: giełda (rynek) jako organizator przetargu oraz domy maklerskie działające w imieniu własnym na

⁴² A. CHŁOPECKI, *Mechanizm prawny transakcji*, cit., s. 2.

⁴³ A. CHŁOPECKI, *Mechanizm prawny transakcji*, cit., s. 3.

⁴⁴ A. CHŁOPECKI *Mechanizm prawny transakcji*, cit., s. 3-4.

⁴⁵ A. CHŁOPECKI, *Mechanizm prawny transakcji*, cit., s. 4.

rachunek klienta lub na własny rachunek⁴⁶. Rozważa też koncepcję, w której to domy maklerskie (a raczej ich klienci) pełniłyby rolę organizatorów przetargu i zarazem adresatów zaproszeń do składania ofert, zaś giełda byłaby podmiotem działającym w ich imieniu. Wybór ofert do realizacji następuje w oparciu o regulamin funkcjonujące na danym rynku np. Regulamin Giełdy⁴⁷.

Wbrew tej tezie należy podzielić stanowisko A. Chłopeckiego, że mechanizm zawierania umów na rynku regulowanym zdecydowanie odbiega od scharakteryzowanych w k.c. sposobów.

Tryb ofertowy, przetargowy i negocjacyjny nie są dostosowane do warunków, w których następuje publiczny obrót papierami wartościowymi, a w szczególności do ogromnej liczby transakcji, dokonywanych w krótkim czasie. Ze względu na masowość i anonimowość obrotu mechanizmy te nie opisują w stopniu zadowalającym zjawisk zachodzących na rynku regulowanym, więc miast wtłaczać te zjawiska w utarte schematy należy poszukiwać innych sposobów ich scharakteryzowania.

Trzeba zwrócić uwagę, iż przedmiotem tego masowego obrotu mogą być jedynie instrumenty standaryzowane, reprezentujące takie same prawa, choć nowe regulacje zrezygnowały z zawartego w Prawie o publicznym obrocie stwierdzenia, że jego przedmiotem są papiery wartościowe emitowane w serii, to standaryzację wymuszają realia rynku regulowanego. Umożliwia to jedynie „ilościowe” różnicowanie warunków transakcji dotyczących tych samych instrumentów i stworzenie rynku regulowanego – równego dla wszystkich inwestorów.

Ten masowy obrót standaryzowanymi instrumentami, jakkolwiek odbywa się według nieco innych schematów aniżeli kodeksowe sposoby zawierania umów posługuje się zaczerpniętymi z nich konstrukcjami. Można postawić tezę, iż najbliższy jest mechanizmowi

⁴⁶ A. ZWOLIŃSKA-DOBOSZYŃSKA *Tryb zawierania umów na rynku papierów wartościowych ze szczególnym uwzględnieniem umów „z samym sobą”*, «PUG» 53.9 (2000), s. 12.

⁴⁷ A. ZWOLIŃSKA-DOBOSZYŃSKA *Tryb zawierania umów*, cit., s. 12.

ofertowemu – posługuje się bowiem konstrukcją oferty. Domy maklerskie w wykonaniu zawartej z klientem umowy kierują bowiem na rynek tzw. zlecenia maklerskie, które stanowią oferty odpłatnego nabycia lub zbycia (sprzedaży) notowanych na tym rynku instrumentów. Zlecenia maklerskie spełniają wszelkie wymagania oferty: zawierają specyfikację instrumentu, ceny a także termin ważności (por. np. § 121, § 122 Regulaminu rynku rządowego Giełdy Papierów Wartościowych).

A. Chłopecki podkreśla jednakże, iż brak na rynku regulowanym elementu istotnego dla ofertowego sposobu zawarcia umowy-przyjęcia oferty, nikt bowiem ofert nie przyjmuje, a wszyscy je składają i następuje „kojarzenie ofert”. Podkreśla, iż aktywność oferentów na rynku regulowanym nie jest skierowana do żadnego konkretnego podmiotu⁴⁸.

Uznając słuszność wywodów autora można jednak przyjąć, iż oświadczenie woli obejmujące treść oferty zawiera w sobie zgodę na przyjęcie innej oferty mieszczącej się w warunkach wskazanych w zleceniu (niekiedy bowiem warunki dokonanej transakcji różnią się nieco od „zaproponowanych” przez oferenta: np. w zleceniu nabycia oznaczoną cenę uznaje się za maksymalną, zaś w zleceniu zbycia za minimalną (§ 121 Regulaminu GPW).

Nie jest to system ofertowy w kodeksowej postaci, wydaje się jednak, że mechanizm zawarcia transakcji na rynku regulowanym jest bliższy właśnie tej metodzie, nie zaś przetargowi czy negocjacom.

Wobec braku tradycyjnego przyjęcia oferty problemem jest oznaczenie chwili uzyskania konsensu, a więc dojścia transakcji do skutku. W obrocie instrumentami finansowymi ze względu na konstytutywny charakter zapisu na rachunku papierów wartościowych chwila zawarcia umowy nie jest tożsama z wystąpieniem jej skutku „rzecowego” w postaci przeniesienia papierów wartościowych na inną osobę. Zawarta umowa będzie więc miała skutek je-

⁴⁸ A. CHŁOPECKI *Mechanizm prawny transakcji*, cit., s. 3. Jednocześnie Autor słusznie podkreśla podstawowe znaczenie oferty dla wszystkich sposobów zawierania umów wskazanych w k.c.

dynie obligacyjny – będzie umową zobowiązującą do przeniesienia papierów.

Trzeba więc przyjąć, iż umowa zostaje zawarta z chwilą skojarzenia ofert – przyjęcia ich do realizacji. Na GPW odbywa się to poprzez odpowiedni zapis w systemie informatycznym giełdy.

4. NETTING JAKO METODA WYKONANIA UMÓW ZAWARTYCH NA RYNKU REGULOWANYM

Zawarcie i realizacja umowy przeniesienia papierów wartościowych w publicznym obrocie nie następują jednocześnie ani w sensie czasowym ani w sensie prawnym – na rynku regulowanym dochodzi do zawarcia umowy zobowiązującej, która następnie zostaje rozliczana w KDPW, który dokonuje odpowiednich zapisów na kontach depozytowych poszczególnych firm inwestycyjnych. Ostatnim etapem wykonania umowy są zapisy na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez firmy inwestycyjne, które wyznaczają moment przejścia praw z papierów wartościowych.

Masowa skala obrotu papierami wartościowymi i innymi maklerskimi instrumentami finansowymi wymusza specyficzny sposób realizacji zawartych transakcji. Rozliczane są one za pomocą tzw. nettingu.

Netting to praktyka mająca bardziej ekonomiczny niż prawny charakter i wiąże się z dążeniem do minimalizacji ryzyka i usprawnienia rozliczeń w przypadku stosunków prawnych rodzących konieczność dokonywania wielu płatności. Wyraz „netting” pochodzi z amerykańskiej praktyki kontraktowej – od czasownika „to net” oznaczającego sprowadzanie wyrażonych brutto wzajemnych roszczeń dwu lub więcej stron do wartości netto. Jest to w zasadzie potrącenie lub rozliczenie stron poprzez ustalenie salda wzajemnych roszczeń – nazywa się go również kompensacją⁴⁹. Netting może mieć miejsce między dwiema stronami (netting dwustronny, bilate-

⁴⁹ M. PORZYCKI, *Klauzule zabezpieczające przed niewypłacalnością strony umowy wzajemnej*, Zakamycze 2002, s. 107-108.

ralny) lub w stosunkach wielostronnych (netting wielostronny, multilateralny)⁵⁰. Netting wielostronny stanowi podstawę działania systemów rozliczeniowych. Wyróżnia się trzy podstawowe rodzaje nettingu: netting kompensacyjny, netting nowacyjny oraz netting likwidacyjny⁵¹.

Netting kompensacyjny (position netting, payments netting, settlements netting) stanowi umowę o stosowanie potrącenia (kompensacji). W przypadku jednoczesnej wymagalności wielu jednorodnych roszczeń strony uzgadniają, że zamiast osobnego spełniania poszczególnych świadczeń dojdzie między nimi do zapłaty ustalonego wskutek potrącenia salda. Nie powoduje to modyfikacji istniejących między stronami stosunków umownych, które istnieją w niezmienionej postaci aż do dokonania płatności. Netting kompensacyjny może przybrać formę nieformalnego uzgodnienia o potrąceniu wzajemnych roszczeń, które ma być jedynie technicznym ułatwieniem rozliczeń lub też prawnie wiążącą umowę o potrąceniu regulującą sposób spełnienia świadczenia⁵².

Netting nowacyjny polega na przekształceniu (nowacji) istniejących zobowiązań w jedno zobowiązanie. Jest to uzgodnienie przez strony automatycznej zmiany stosunku umownego wraz z zawarciem każdej transakcji, która prowadzi do powstania roszczenia wymagalnego w ustalonym na początku dnia. Ten rodzaj nettingu nie ogranicza się do samego sposobu zapłaty, lecz dotyczy całości danego stosunku umownego. Zawierając każdą transakcję strony dokonują odnowienia zobowiązania, które od tej pory istnieje w wysokości netto wynikającej z potrącenia poprzednio istniejącego roszczenia z roszczeniem wynikającym z nowo zawartej transakcji. Do

⁵⁰ M. PORZYCKI, *Klauzule zabezpieczające*, cit., s. 107-108. Por. też A. CHŁOPECKI *Mechanizm prawny transakcji*, cit., s. 4 oraz *Report on netting schemes, Bank for International Settlements*, Basle 1989, dostępny na stronie internetowej www.bis.org/publ/cpss02.pdf, s. 6.

⁵¹ M. PORZYCKI, *op. cit.*, s. 109-111; A. CHŁOPECKI, *Mechanizm prawny transakcji*, cit., s. 5.

⁵² M. PORZYCKI, *op. cit.*, s. 109.

dnia nadejścia wymagalności zobowiązania może dojść do takiej ilości nowacji, która będzie równa ilości zawartych transakcji. W dniu wymagalności istnieje zatem roszczenie o zapłatę wartości netto wszystkich transakcji⁵³.

Netting likwidacyjny (close-out netting, default netting) polega na potrąceniu wzajemnych roszczeń i zastąpieniu ich roszczeniem o zapłatę wynikającego z nich salda w przypadku zakończenia stosunku objętego umową ramową wskutek wystąpienia określonego w umowie zdarzenia (close – out event, event of default). Przykładowo takim zdarzeniem może być niewypłacalność strony lub jej upadłość⁵⁴.

Rolą nettingu, zasadniczo w każdej postaci jest ograniczenie ryzyka związanego z dokonywaniem wielu płatności (ryzyko płynności, ryzyko kredytowe). Obniża on koszty związane z transakcjami a także upraszcza wzajemne rozliczenia. Netting wielostronny obniża ryzyko niewypłacalności drugiej strony umowy – istnieją bowiem izby rozliczeniowe i systemy gwarantowania rozliczeń⁵⁵.

Odnosząc koncepcję nettingu do obrotu papierami wartościowymi na rynku regulowanym należy stwierdzić, iż po „skojarzeniu” przez giełdę określonych ofert, tzn. po przyjęciu ich do realizacji następuje ich rozliczenie przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych właśnie poprzez zastosowanie nettingu. Wyrażone jest to w art. 60 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz w regulaminie KDPW (§ 49 regulaminu). Przepis ten stanowi, że jeżeli sposób rozliczenia transakcji polega na spełnieniu przez stronę transakcji świadczenia w wysokości stanowiącej nadwyżkę ponad wartość należnego jej świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego, obowiązek spełnienia świadczenia w tej wysokości powstaje z chwilą zawarcia transakcji.

Art. 60 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie narzuca kompensacji jako metody rozliczeń transakcji zawieranych na rynku regulowanym, podstawą prawną kompensacji jest regu-

⁵³ M. PORZYCKI, *op. cit.*, s. 110; *Report on netting schemes*, *cit.*, s. 11-12.

⁵⁴ M. PORZYCKI, *op. cit.*, s. 11.

⁵⁵ *Report on netting schemes*, *cit.*, s. 4-6.

lamin KDPW. Regulamin ten zezwala w określonych sytuacjach by zarząd KDPW uchwałą odstąpił od tej zasady odnośnie konkretnych transakcji, dla których wielkość zobowiązań będzie określana w inny sposób (odrębnie lub według zasady kompensacji dwustronnej)⁵⁶.

Na rynku regulowanym dochodzi jedynie do zakwalifikowania określonych ofert do realizacji – czyli zawarcie umowy zobowiązującej do przeniesienia określonych instrumentów. Jest to dokonywane przy przyjęciu założenia, by jak najwięcej transakcji doszło do skutku. Wykonanie tych umów poprzez odpowiednie przeksięgowania i zapisy następuje w KDPW i domach maklerskich. KDPW rozlicza transakcje właśnie metodą nettingu – kompensacji wielostronnej. Wzajemne należności ulegają potrąceniu i KDPW ustala na koniec dnia transakcyjnego jedną kwotę do zapłaty (lub do otrzymania) przez (lub na rzecz) każdego uczestnika – firmy inwestycyjną. Kompensacji podlegają wszystkie zobowiązania i należności wynikające z transakcji zawartych na rynku papierów wartościowych. Netting wielostronny daje pozycję zbiorczą uczestnika „wobec całego rynku”, także wobec tych uczestników, którzy nie byli stronami zawieranych transakcji⁵⁷. Pozycje uczestników obliczane są w stosunku do jednego upoważnionego podmiotu, nie będącego stroną żadnej transakcji – izby rozliczeniowej. Izba stanowi hipotetyczną stronę transakcji. Istnieją jednak systemy, w których jako podstawa rozliczeń wykorzystywany jest netting nowacyjny i izba rozliczeniowa staje się rzeczywistą stroną transakcji. W takim przypadku odpowiadałaby za wykonanie umowy jako strona⁵⁸. Taki system rozważyć można odnośnie rejestrowania transakcji opcjami i transakcjami terminowymi – według L. Sobolewskiego KDPW w tym przypadku jedynie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za rozliczenie transakcji jak

⁵⁶ Por. § 49 regulaminu KDPW, por. też M. ROMANOWSKI, *Prawo o publicznym obrocie*², cit., s. 715.

⁵⁷ L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 998.

⁵⁸ L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 1001-1002.

strona, zachowując roszczenia o zwrot wydatkowanych w ten sposób środków⁵⁹.

Należy zastanowić się, czy rozliczenia transakcji w KDPW za pomocą kompensacji wielostronnej stanowią jedynie techniczny sposób realizacji umów, czy też ma ona znaczenie prawne. Przy uznaniu, że stosowany netting kompensacyjny jest tylko faktyczną praktyką operacyjną, trzeba zauważyć, iż zobowiązanie do zapłaty (lub dostarczenia papierów wartościowych) pozostaje bez zmian, co powoduje że strony ponoszą w pełnej wysokości ryzyko niewypłacalności kontrahenta⁶⁰. Zmienia się jedynie liczba płatności i wysokość środków konieczna do uregulowania zobowiązań.

W przypadku nettingu mającego postać prawnego potrącenia zobowiązania opiewają na skompensowane wartości, zaś przepływy gotówki i papierów wartościowych wiernie obrazują cywilnoprawne zobowiązania stron transakcji⁶¹.

Wydaje się, że w przypadku rozliczeń transakcji zawieranych na rynku regulowanym stosowana metoda rozliczeń ma znaczenie prawne – stanowi umowne potrącenie, którego źródłem jest mający charakter kontraktowy regulamin KDPW. Regulamin ten został zaakceptowany zarówno przez klientów, którzy zawierając transakcje na rynku regulowanym godzą się na jej wykonanie poprzez kompensację pozycji firm inwestycyjnych, jak i uczestnicy systemu – firmy inwestycyjne.

Jest to więc netting kompensacyjny mający swe źródło w umowie stron, przynajmniej w przypadku „klasycznych” papierów wartościowych i praw zbywalnych z tych papierów.

Nieco inaczej może wyglądać kwestia rozliczeń transakcji dotyczących opcji i transakcji terminowych – tu uważając izbę rozliczeniową za stronę transakcji można uznać, że dochodzi do nettingu nowacyjnego.

⁵⁹ L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 1002-1003.

⁶⁰ *Report on netting schemes*, cit., s. 11; L. SOBOLEWSKI, [w:], *Komentarz*, cit., s. 997.

⁶¹ L. SOBOLEWSKI, [w:] *Komentarz*, cit., s. 999.

Prawidłowe wykonanie i pewność rozliczeń gwarantuje zorganizowany dzięki wpłatom uczestników KDPW i stanowiący ich wspólną masę majątkową fundusz rozliczeniowy.

5. PODSUMOWANIE

Polski rynek papierów wartościowych podlega ciągłej ewolucji w związku z procesami globalizacji i unifikacji obrotu oraz integracji europejskiej.

Coraz szersze jest spektrum instrumentów finansowych w obrocie – obok „tradycyjnych” papierów jak akcje czy obligacje, do obrotu dopuszczone są derywaty bazujące na papierach wartościowych i kursach walut. Na światowych rynkach pojawiają się walory o coraz bardziej skomplikowanej konstrukcji jak instrumenty pochodne oparte na innych instrumentach pochodnych. Są to tzw. instrumenty czwartej generacji np. opcje na kontrakty *futures*, opcje na opcjach (*compound options*) czy swapcje – opcje na wejście do umowy swapowej (*swaptions*) i one dzięki nowym regulacjom jako maklerskie instrumenty finansowe mogą być przedmiotem obrotu na polskim rynku.

Trzeba jednak postulować uporządkowanie instrumentarium pojęciowego w tym zakresie na polskim rynku, bowiem nowo uchwalona ustawa o obrocie instrumentami finansowymi mimo pewnych kroków w tym kierunku nadal wyróżnia kategorię papierów wartościowych, które zawierają się w grupie instrumentów finansowych, których z kolei znakomita część to maklerskie instrumenty finansowe. Relacje między tymi grupami walorów nie są dostatecznie precyzyjnie określone. Przedmiotem obrotu zorganizowanego są w istocie maklerskie instrumenty finansowe, a szereg przepisów bezpośrednio dotyczy papierów wartościowych, zaś jedynie odpowiednio maklerskich instrumentów finansowych.

O bezpieczeństwie obrotu decydują przede wszystkim techniczne urządzenia rynku regulowanego, lecz rozwiązania prawne również winny przyczyniać się do potęgowania pewności obrotu. Obecnie przenoszenie praw z papierów wartościowych i instrumentów finansowych jest uregulowane w zakresie podstawowym dość ogólnie, na-

tomiast w praktyce zachodzą duże różnice w przenoszeniu praw z poszczególnych kategorii papierów wartościowych. Różnice te uwarunkowane są konstrukcyjną odmiennością poszczególnych ich rodzajów.

Prawa z papierów wartościowych przenoszone są na rynku regulowanym w ramach umów sprzedaży. Umowy sprzedaży papierów wartościowych na tym rynku zawierane są w szczególnym trybie: rozdzielone jest zawarcie umowy oraz jej skutek rzeczowy – przeniesienie papierów wartościowych. Jest to jeden z wyjątków od ogólnej zasady umów o podwójnym skutku wyrażonej w art. 155 k.c. – umowa ma charakter jedynie zobowiązujący. Jej zawarcie następuje w szczególnym trybie, odbiegającym od kodeksowych sposobów zawierania umów: poprzez kojarzenie złożonych ofert. Tryb ten posługując się konstrukcją oferty najbliższy jest ofertowemu sposobowi zawarcia transakcji.

Wykonanie zawartych umów odbywa się przy udziale izby rozliczeniowej – Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych na zasadzie nettingu (kompensacji wielostronnej).

THE MECHANISM OF SECURITIES' TRANSACTIONS ON THE REGULATED MARKET

Summary

The article presents the variety of categories of securities and financial instruments in public trading, especially rich after the recent legal changes. The author attempts to analyze the mechanisms of securities' transfer and transactions in public trading (stock exchange transactions) and their realization stressing their specific features. All contracts are built according to a certain standard, concluded through specialized broker agent on the different, they depend on the construction of the transferred instruments regulated market. Their performance is practically carried out by a clearing corporation (National Depository for Securities) using the procedure of multilateral compensation (netting). Mechanisms of securities' transfer are different, they depend on the construction of the transferred instruments.