



**Marcin Glicz**

*Uniwersytet Warmińsko-Mazurski*

## **PRZEPISY WYMUSZAJĄCE ZASTOSOWANIE W MIĘDZYNARODOWYM OBROTCIE PAPIERAMI WARTOŚCIOWYMI**

### **Uwagi wprowadzające**

Stosunki prawne międzynarodowego obrotu papierami wartościowymi ze swojej natury zawierają szereg elementów obcych wynikających nie tylko z faktu położenia papieru wartościowego czy dokonania transakcji przez podmioty znajdujące się w różnych państwach. Złożoność sytuacji kolizyjnoprawnych międzynarodowych transferów papierów wartościowych pogłębia dodatkowo uczestnictwo podmiotów pośredniczących, świadczących usługi depozytowe i inwestycyjne, a także występowanie innych zarówno kontraktowych jak i deliktowych stosunków prawnych między uczestnikami obrotu. Wskazanie prawa właściwego dla stosunków prawnych międzynarodowego obrotu papierami wartościowymi napotyka na wiele trudności spowodowanych dwoistością jurydyczną samych papierów wartościowych, która przejawia się w istnieniu dwu sfer kolizyjnoprawnych: prawnorzeczowej i kontraktowej, a także stosunkowo rzadkim występowaniem norm prawa prywatnego międzynarodowego w tym zakresie. Co więcej, czynności prawne prowadzące do nabycia lub zbycia papieru wartościowego są zawierane w warunkach obrotu zorganizowanego opartego na systemie norm tworzących otoczenie prawne rynku kapitałowego, co również nie pozostaje bez wpływu na stosowanie wskazanego prawa.

Przyjmując, że międzynarodowy transfer papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym, mimo jego złożoności faktycznej i jurydycznej, opiera się jednak na stosunkach obligacyjnych, dla których wskazanie prawa właściwego następuje na podstawie norm kolizyjnych w zobowiązaniach umownych, należy mieć również na względzie przepisy regulujące mechanizmy obrotu. Stosunki prawne związane z międzynarodową transakcją papierami wartościowymi poddane są bardzo często regulacjom bezwzględnie obowiązującym, których celem jest szeroko pojęta ochrona uczestników tej transakcji, ponieważ jest ona doko-

nywana w otoczeniu prawnym obrotu zorganizowanego. Z punktu widzenia kolizyjnoprawnego regulacje takie mogą mieć wpływ na stosowanie prawa właściwego dla przeniesienia papierów wartościowych. Celem niniejszego opracowania jest analiza przepisów wymuszających zastosowanie w transakcjach międzynarodowego obrotu papierami wartościowymi dokonywanymi w obrocie na rynku finansowym.

## 1. Istota i funkcje przepisów wymuszających w obrocie papierami wartościowymi

Reżim prawny ustanawiający struktury zorganizowanego obrotu oraz jego zasady stanowi wyraz interwencji regulacyjnej państwa, która oddziałuje również na stosunki cywilnoprawne, w tym także zawierające elementy obce. Reguły kolizyjnoprawne odnoszące się do stosunków prywatnoprawnych w ramach ich autonomii, czyli bez udziału elementów władczych, mają za zadanie wskazać jednoznacznie prawo dla tych stosunków właściwe. Ustalenie prawa właściwego dla transakcji papierami wartościowymi ma bowiem znaczenie zasadnicze dla bezpieczeństwa międzynarodowego obrotu finansowego<sup>1</sup>. Czynności prawne nabywania i zbywania papierów wartościowych podlegają co do zasady statutowi kontraktowemu, stosunki związane z zapisem papieru na rachunku – statutowi rzeczowemu, a cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych z obrotem – statutowi deliktowemu. W obrocie zorganizowanym zasada ta doznaje jednak szeregu wyjątków, które swoje źródło mają w szczególnych przepisach prawa merytorycznego, wymuszających swoje zastosowanie<sup>2</sup>.

Zagadnienie przepisów wymuszających swoje zastosowanie było już przedmiotem wypowiedzi piśmiennictwa<sup>3</sup>. W tym miejscu należałoby zatem ograniczyć się jedynie do stwierdzenia że przepisy wymuszające swoje zastosowanie mają charakter imperatywny i służą ochronie interesów ponadindywidualnych. Wymuszenie zastosowania określonych przepisów polega na wyminięciu w tym przypadku mechanizmu kolizyjnego<sup>4</sup>. Przepisy wymuszające swoje zastosowanie wkraczają zatem w dokonane przez normy kolizyjne rozgraniczenie obowiązywania systemów prawnych, regulując konkretne stosunki prawne, w sposób bezpośredni wyznaczając sytuację podmiotów takich stosunków oraz ich treść. Normy kolizyjne regulują przypadki ingerencji przepisów wymuszających.

<sup>1</sup> Por. L. Sobolewski, [w:] Z. Radwański, *System prawa prywatnego*, t. 19: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, s. 1104.

<sup>2</sup> Przepisy te zawarte zostały przede wszystkim w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jedn. Dz.U. z 2014 r., poz. 94 z późn. zm.

<sup>3</sup> Zob. M.A. Zachariasiewicz, [w:] Z. Radwański, *System prawa prywatnego*, t. 20A: *Prawo prywatne międzynarodowe*, red. M. Pazdan, Warszawa 2015, s. 433 i n.

<sup>4</sup> Zob. M. Pilich, *Aktualne problemy stosowania prawa prywatnego międzynarodowego w orzecznictwie Sądu Najwyższego i sądów apelacyjnych*, „Problemy Prawa Prywatnego Międzynarodowego” 2008, t. 3., s. 156. Koncepcja przepisów wymuszających nie jest równoległą metodą kolizyjną, tak M.A. Zachariasiewicz, [w:] Z. Radwański, *System...*, s. 437.

Zgodnie z art. 9 ust. 1 rozporządzenia Rzym I przepisy wymuszające swoje zastosowanie to takie przepisy, których przestrzeganie jest przez państwo uważane za istotny element ochrony jego interesów publicznych, takich jak organizacja polityczna, społeczna lub gospodarcza, że znajdują one zastosowanie do stanów faktycznych objętych ich zakresem bez względu na to, jakie prawo jest właściwe dla umowy wskazane na podstawie norm kolizyjnych rozporządzenia<sup>5</sup>.

Definicja zawarta w tym przepisie wprawdzie ogranicza się jedynie do stosunków umownych, ale przyjęć należy że jest ona wyrazem pewnej ogólnej koncepcji przepisów wymuszających. Odwołuje się bowiem do celów ustanowienia przepisów wymuszających, wskazuje na istotę ich stosowania bez względu na rozstrzygnięcie właściwości prawa<sup>6</sup>. Zastosowanie przepisów wymuszających stanowi również przedmiot regulacji zawartej w art. 8 ustawy prawo prywatne międzynarodowe<sup>7</sup>. W myśl tego przepisu, wskazanie prawa obcego nie wyłącza zastosowania tych przepisów prawa polskiego, z których treści lub celów w sposób niewątpliwy wynika, że regulują one podlegający ocenie stosunek prawny bez względu na to, jakiemu prawu on podlega. Przepis ten pozwala również uwzględnić przy stosowaniu prawa właściwego przepisy bezwzględnie wiążące innego państwa, z którymi oceniany stosunek prawny jest ściśle związany, jeżeli przepisy te, według prawa tego państwa, mają charakter wymuszający. Dodatkowym wymogiem przy rozstrzyganiu o uwzględnieniu tych przepisów, jaki należy mieć na uwadze, jest ich natura i cel oraz skutki, które wynikną z ich uwzględnienia oraz te, które wyniknęłyby w razie ich pominięcia.

Z samej istoty przepisów wymuszających wynika zatem, że najczęściej będą to przepisy prawa publicznego odnoszące się do stosunków cywilnoprawnych<sup>8</sup>. W obrocie papierami wartościowymi, który przebiega w strukturach zorganizowanych normatywnie przy zastosowaniu zróżnicowanych metod regulacji spajających cały system obrotu, szczególne znaczenie ma zagwarantowanie prawidłowości działania mechanizmów rynku, którego stabilność i efektywność stanowi interes publiczny. Warto w tym miejscu odnotować, że regulacje dotyczące stosunków towarzyszących obrotowi papierami wartościowym nie muszą wyłącznie wynikać z prawa krajowego, ale mogą być również stanowione przez organy unijne<sup>9</sup>.

Reżim prawny regulujący obrót papierami wartościowymi w dużej części składa się z przepisów prawa publicznego, o czym decyduje ich klasyfikacja ma-

<sup>5</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rzym I), (Dz.U. UE i L 177, 4.7.2008, s.6–16).

<sup>6</sup> Por. W. Popiołek, *Zagadnienia unormowane w art. 3 ust. 3 i art. 7 konwencji rzymskiej i w odpowiednich przepisach Rozporządzenia UE o prawie właściwym dla zobowiązań umownych (Rzym I)*, „Problemy Prawa Prywatnego Międzynarodowego” 2008, t. 3, s. 32.

<sup>7</sup> Ustawa z dnia 4 lutego 2011 r. – Prawo prywatne międzynarodowe (tekst jedn. Dz.U. 2015, poz. 1792).

<sup>8</sup> Zob. M.A. Zachariasiewicz, [w:] Z. Radwański, *System...*, s. 436.

<sup>9</sup> Por. z powołaniem na orzecznictwo M. Pilich, *Aktualne...*, s. 158.

terialnoprawna. Kryterium pozwalającym na przypisanie publicznoprawnego charakteru przepisowi, który wymusiłby swoje zastosowanie, jest interes publiczny, jaki przepis ten ma chronić. W przypadku przepisów prywatnoprawnych regulujących relacje kontraktowe uczestników obrotu papierami wartościowymi nie da się wykluczyć ich ochronnej funkcji dla prawidłowości działania mechanizmów rynkowych. Prywatnoprawne przepisy regulujące funkcjonowanie zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi, podobnie jak w przypadku innych przepisów regulujących obrót gospodarczy, mogą chronić również interes ponadindywidualny. Ponadto, co ma szczególne znaczenie w zakresie ustalenia przepisów wymuszających i stosowania prawa właściwego, mogą istnieć systemy prawne, gdzie dychotomiczny podział prawa na prywatne i publiczne nie jest stosowany. Należy zatem uznać, że przepisem wymuszającym swoje zastosowanie może być również przepis systemowo należący do prawa prywatnego, jeżeli realizuje ważne cele społeczne czy gospodarcze<sup>10</sup>. Normy prawne składające się na reżim prawny zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi pełnią niewątpliwie funkcje ochronne wobec takich celów.

Podstawą aksjologiczną regulacji z zakresu rynku kapitałowego są dwie uzupełniające się koncepcje ochrony sformułowane na gruncie przepisów merytorycznych. Jest to koncepcja ochrony inwestora i koncepcja ochrony rynku. Uzasadnieniem dla istnienia prawnych instrumentów ochrony inwestora jest potrzeba ochrony słabszego podmiotu stosunków cywilnoprawnych, co w tym kontekście upodabnia ją do systemu ochrony konsumentów. Konieczność ochrony interesów konsumentów jako słabszych podmiotów stosunków cywilnoprawnych jest w doktrynie prawa kolizyjnego powoływana jako jeden z motywów uzasadniających ingerencję przepisów wymuszających i to bez względu do jakiej kategorii przepisów należy<sup>11</sup>.

Ochrona inwestora, podobnie jak ochrona konsumenta, wymaga od ustawodawcy zastosowania instrumentów regulacyjnych i to nie tylko o charakterze publicznoprawnym, tak aby niepożądana dysproporcja podmiotów stosunku prawnego została możliwie skutecznie zminimalizowana. Drugi element koncepcji opiera się na założeniu, że ochronie podlega cała struktura rynku stanowiącego zorganizowany system obrotu. Zmianie ulega w tym wypadku hierarchia celów ochrony. Indywidualna ochrona inwestora jest bowiem pojmowana jako środek osiągnięcia celu nadrzędnego, czyli zagwarantowania funkcjonalności i efektywności całego rynku kapitałowego<sup>12</sup>. Obie te koncepcje stanowią podstawę norm również prawa prywatnego w zakresie stosunków obrotu instrumentami finansowymi, wpływając na stosunki między inwestorami, emitentami oraz pośredni-

<sup>10</sup> Zob. M.A. Zachariasiewicz, [w:] Z. Radwański, *System...*, s. 449; M. Mataczyński, *Przepisy wymuszające swoje zastosowanie w prawie prywatnym międzynarodowym*, Kraków 2005, s. 383.

<sup>11</sup> M.A. Zachariasiewicz, [w:] Z. Radwański, *System...*, s. 448.

<sup>12</sup> Zob. M. Glicz, *Rola prawa w organizacji i funkcjonowaniu rynku kapitałowego*, Rozprawy Naukowe i Zawodowe PWSZ w Elblągu, 2012, z. 12, s. 137 i n.

kami w transakcjach nabywania lub zbywania papierów wartościowy. Regulacyjny charakter norm obrotu papierami wartościowymi, bez względu na to czy ma on wymiar krajowy czy transgraniczny, ma na celu skorygowanie określonych procesów i zachowań rynkowych, w taki sposób, aby zabezpieczyć ochronę interesu poszczególnych uczestników obrotu.

## 2. Wybrane przykłady przepisów wymuszające swoje zastosowanie

Wśród przepisów bezpośrednio wpływających na stosunki obligacyjne między podmiotami stosunków obrotu papierami wartościowymi w pierwszej kolejności powołać należy zakaz nabywania lub zbywania, na rachunek własny lub osoby trzeciej, papierów wartościowych, z wykorzystaniem informacji poufnej, albo dokonywaniem, na rachunek własny lub osoby trzeciej, innej czynności prawnej powodującej lub mogącej powodować rozporządzenie takimi papierami dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym. Podstawą prawną tego zakazu jest art. 156 ust. 4 o obrocie instrumentami finansowymi. Zakres normowania tego przepisu obejmuje nie tylko transakcje, których przedmiotem są papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku krajowym, ale również na rynku regulowanym któregośkolwiek z innych państw członkowskich UE, lub są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, niezależnie od tego, czy transakcja, której przedmiotem jest dany instrument, jest dokonywana na tym rynku. Wymuszający charakter przedmiotowego przepisu, za pomocą którego dochodzi do wyminięcia prawa wskazanego jako właściwe dla danej transakcji, powinien wynikać z jego funkcji w zakresie ochrony interesów ogólnych. Nietrudno dostrzec, że przepisy dotyczące informacji poufnych mają na celu ochronę uczestników obrotu przed wykorzystaniem przez innych uprzywilejowanych uczestników tego obrotu swojej przewagi informacyjnej w zawieraniu transakcji zbycia lub nabycia papierów wartościowych. Nadużywanie nierównowagi informacyjnej między uczestnikami obrotu przez podmioty uprzywilejowane w zakresie wiedzy na temat poufnych okoliczności lub zdarzeń mogących po ich ujawnieniu wpłynąć w istotny sposób na cenę papierów wartościowych zostało uznane przez ustawodawcę za czynnik zagrażający prawidłowości funkcjonowania rynku kapitałowego. Dokonywanie lub zbywanie papierów wartościowych w warunkach równego pod względem informacyjnym traktowania uczestników obrotu jest niezbędnym warunkiem funkcjonalności obrotu, co w rezultacie pozwala zakwalifikować takie przepisy jako wymuszające swoje zastosowanie. Zastosowanie przepisów wymuszających nie prowadzi jednak do nieważności dokonanej czynności, o skutkach dokonania jej naruszenia rozstrzyga statut kontraktowy.

Drugą istotną grupę przepisów odnoszących się bezpośrednio do cywilnoprawnych stosunków obrotu papierami wartościowymi stanowią regulacje w zakresie manipulacji instrumentami finansowymi przewidziane w art. 39 i n.

ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Przepisy te wpływają na stosunki cywilnoprawne w ten sposób, że zakazują składania zleceń lub zawieranie transakcji wprowadzających lub mogących wprowadzić w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego, transakcji powodujących nienaturalne lub sztuczne ustalenie się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych a także składanie zleceń lub zawieranie transakcji z zamiarem wywołania innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna. Zakazem zostały objęte również stosunki cywilnoprawne polegające na nabywaniu lub zbywaniu instrumentów finansowych na zakończenie notowań, powodujące wprowadzenie w błąd inwestorów dokonujących czynności na podstawie ceny ustalonej na tym etapie notowań. Regulacje te wraz z przepisami dotyczącymi wykorzystywania informacji poufnych składają się na ogólny reżim prawny nadużyć na rynku kapitałowym, stąd ich funkcja ochronna interesu publicznego zasadza się na tych samych aksjologicznych fundamentach. Tak samo jak w przypadku wykorzystywania informacji poufnych nadrzędnym celem jest ochrona prawidłowości funkcjonowania mechanizmów rynkowych, dla której warunkiem koniecznym jest prawidłowość kształtowania się cen instrumentów finansowych. Podobnie zakres zastosowania przepisów o manipulacji obejmuje nie tylko transakcje na rynku krajowym, ale również innego państwa członkowskiego. Wymuszający charakter przepisów o manipulacji nie budzi zatem wątpliwości.

Źródłem przepisów wymuszających swoje zastosowanie, jak wcześniej wspomniano, mogą być również regulacje unijne. Omówione regulacje w przedmiocie zakazu dokonywania transakcji w warunkach nierównowagi informacyjnej lub stanowiących manipulację zostały poddane unifikacji na szczeblu unijnym, czego wyrazem jest rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku<sup>13</sup>. Przepisy unijne z chwilą wejścia w życie będą miały zastosowanie do transakcji, zleceń lub zachowań dotyczących wszelkich papierów wartościowych, niezależnie od tego, czy takie transakcje, zlecenia lub zachowania mają miejsce w systemie obrotu. Miejsce dokonania czynności objętej przepisami wymuszającymi może być zarówno w kraju jak i za granicą, wystarczy aby transakcja odnosiła się do rynku unijnego przez sam fakt notowania papierów wartościowych<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173 z 12.6.2014, s. 1–61). Rozporządzenie stanowi kontynuację koncepcji przeciwdziałania nadużyciom na rynku kapitałowym, która została poddana uprzedniej harmonizacji, czego wyrazem jest również treść przepisów ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

<sup>14</sup> Zgodnie z art. 22 zd. 3 rozporządzenia nr 596/2014 o nadużyciach właściwy organ zapewnia stosowanie przepisów niniejszego rozporządzenia na swoim terytorium w odniesieniu do wszystkich działań prowadzonych na jego terytorium oraz do działań prowadzonych za granicą związanych

Kolejną regulacją wpływającą bezpośrednio na prywatnoprawne stosunki obrotu papierami wartościowymi są przepisy dotyczące trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków oraz banków powierniczych m.in. w zakresie zawierania transakcji, dokonywania rozliczeń czy świadczenia usług maklerskich<sup>15</sup>. Podmioty stosunków prawnych obejmujących nabywanie i zbywanie papierów wartościowych, nie mają z przyczyn organizacji rynku bezpośredniego dostępu do uczestnictwa w obrocie zorganizowanym. Nabywanie i zbywanie papierów następuje przy udziale podmiotów pośredniczących świadczących usługi inwestycyjne między emitentem a inwestorem lub innym inwestorem. Szczególny reżim prawny, jakim zostały objęte stosunki prawne z podmiotami pośredniczącymi, wynika z konieczności zapewnienia przejrzystości, efektywności prawidłowości i uczciwości funkcjonowania mechanizmów rynkowych<sup>16</sup>.

Podstawą świadczenia usług inwestycyjnych są zarówno regulacje prywatnoprawne, obejmujące stosunki między podmiotami uczestniczącymi w transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, jak również regulacje publicznoprawne określające sytuację prawną adresatów norm wyznaczających bezpośrednio szczegółowe obowiązki usługodawców dotyczące ochrony interesu klienta. Jednoznaczne stwierdzenie, do którego z dychotomicznie wyróżnionych systemów prawa należą obowiązki świadczenia usług inwestycyjnych, jest przedmiotem kontrowersji zwłaszcza w kontekście cywilnoprawnych sankcji za ich naruszenie<sup>17</sup>. Znaną są systemy prawne, w których obowiązkowi tym przypisuje się podwójny charakter, zarówno publicznoprawny jak i prywatnoprawny<sup>18</sup>. Trudności towarzyszące próbom jednoznacznego ustalenia natury prawnej przepisów regulujących stosunki prawne związane ze świadczeniem usług inwe-

---

z instrumentami dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym, będącymi przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, sprzedawanych na aukcji na platformie aukcyjnej lub będącymi w obrocie na wielostronnych lub zorganizowanych platformach obrotu lub będącymi przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na platformie wielostronnej działającej na terytorium państwa członkowskiego.

<sup>15</sup> Zakres obowiązków firm inwestycyjnych określa rozporządzenie ministra finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384, ze zm.).

<sup>16</sup> Por. pkt. 2 i 5 preambuły dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków finansowych MiFID (Dz.Urz. WE. L 145 z 30.4.2004, str. 1); pkt 3 preambuły dyrektywy 2006/31/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 kwietnia 2006 r. zmieniająca dyrektywę 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do niektórych terminów (Dz.Urz. UE L 114, 27.4.2006, p. 60–63) oraz pkt 1 preambuły rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie EU nr 648/2012 r (Dz.Urz. UE L 173, 12.6.2014, p. 84–148).

<sup>17</sup> Por. T. Sójka, *Wpływ dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (MiFID) i przepisów transponujących tę dyrektywę do polskiego porządku prawnego na treść stosunków cywilnoprawnych pomiędzy podmiotami świadczącymi usługi maklerskie (inwestycyjne) a ich klientami*, [w:] *Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, red. J. Kruczalak-Jankowska, Warszawa 2013, s. 395 i n.

<sup>18</sup> Zob. T. Sójka, *Wpływ...*, s. 393 i n.

stycyjnych stawiają w wątpliwość przydatność zastosowania kryterium rodzaju interesów publicznych czy prywatnych jako podstawy wyróżnienia przepisów wymuszających swoje zastosowanie w obrocie papierami wartościowymi. O wymuszającym charakterze przepisów dotyczących postępowania firm inwestycyjnych i banków przy zawieraniu transakcji w międzynarodowym obrocie papierami wartościowymi nie powinna więc decydować możliwość umiejscowienia ich po stronie prawa prywatnego czy publicznego, ale jego podstawa aksjologiczna. Mimo że przepisy regulujące stosunek między firmą inwestycyjną a klientem mają na celu ochronę interesu indywidualnego inwestora, to zgodnie z ogólną koncepcją ochrony suma tych interesów decyduje o prawidłowości działania mechanizmów zorganizowanego obrotu. Indywidualny stosunek prawny, jaki łączy inwestora i firmę inwestycyjną, wymaga takiego ukształtowania treści, aby zapewnić ochronę zaufania do jej uczciwości i profesjonalności. Zaufanie do pośredników działających na rynku jest bowiem jednym z warunków funkcjonalności i efektywności obrotu.

### 3. Przepisy wymuszające a właściwość *legis mercatus*

Analiza wybranych przepisów wymuszających swoje zastosowanie prowadzi do konkluzji, że kryterium prawidłowości mechanizmów obrotu na zorganizowanym rynku jest zasadniczym motywem odejścia od kolizyjnoprawnej równowagi stosunków cywilnoprawnych. Z drugiej zaś strony intensywna ingerencja przepisów wymuszających nakazuje postawić pytanie o możliwość stworzenia jednolitego kryterium powiązania międzynarodowych stosunków obrotu papierami wartościowymi z określonym obszarem prawnym za pomocą łącznika rynku. Rynek jest bowiem miejscem koncentracji stosunków cywilnoprawnych związanych z nabywaniem i zbywaniem papierów wartościowych, czyli miejscem składania ofert dokonania transakcji, spełnienia świadczenia czy działania uczestników obrotu, które są przyczyną powstania szkody. W tym znaczeniu rynek to również miejsce, w którym koncentrują się interesy jego uczestników, a przez dokonywanie transakcji następują zmiany zaangażowania w obrót<sup>19</sup>.

Cywilnoprawne stosunki obrotu papierami wartościowymi, mimo daleko idącej złożoności prawnej i faktycznej, wynikającej z dokonywania ich w warunkach obrotu zorganizowanego w sferze kolizyjnoprawnej, najczęściej podlegają statutowi kontraktowemu, statutowi personalnemu emitenta papierów wartościowych lub statutowi deliktowemu, ale funkcjonalnie od strony materialnej są powiązane z obrotem, o czym świadczy istnienie szeregu przepisów wymuszających swoją właściwość. Nie miałyby w tym przypadku znaczenia, czy przepisy

<sup>19</sup> Zob. D. Martiny, *Die Anknüpfung an den Markt*, [w:] J. Basedow, U. Drobnig, *Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag*, Tübingen 1998, s. 404.



wskazane mają charakter prywatnoprawny, bowiem zgodnie z art. 6 PPM, jest również możliwe zastosowanie norm publicznoprawnych prawa wskazanego<sup>20</sup>.

Aktywność podmiotów cywilnoprawnych stosunków obrotu na rynku papierów wartościowych mogłaby wydawać się odpowiednim kryterium powiązania tych stosunków właśnie z miejscem odbywania się obrotu, czyli z rynkiem<sup>21</sup>. Łącznik miejsca rynku, ponieważ ma najściślejszy związek z miejscem obrotu, wydawać mógłby się najbardziej adekwatnym dla międzynarodowych transferów papierów wartościowych kryterium powiązania.

Przepisy wymuszające swoje zastosowanie w cywilnoprawnych stosunkach międzynarodowego obrotu papierami wartościowymi dokonują w takiej aktywności korekty statutu kontraktowego. Wymuszone zastosowanie przepisów bywa teoretycznie ujmowane jako rezultat szczególnej normy kolizyjnej (szczególnego powiązania) wynikającej wprost lub pośrednio wskutek wykładni z przepisu imperatywnego. Jest to doktryna tzw. szczególnego powiązania prezentowana w nauce niemieckiej<sup>22</sup>. Punktem wyjścia i skutkiem zastosowania jest jednak w tym przypadku, jak się wydaje, ta sama norma prawa merytorycznego. Przepisy wymuszające swoje zastosowanie w każdym przypadku odwołują się do funkcjonowania rynku, którego uczestników i mechanizmy mają chronić. Dlatego odniesienie do rynku jest już aksjologicznym fundamentem normy wymuszającej zastosowanie. Ochrona inwestora i bezpieczeństwa obrotu na rynku kapitałowym w stosunkach transgranicznych jest zagwarantowana przez przepisy wymuszające swoje zastosowanie bez względu na statut wskazany za pomocą miarodajnych norm kolizyjnych.

Podkreślić jednak należy, że łącznik ten miałby jedynie zastosowanie posiłkowe, jeżeli ustalenie prawa właściwego dla cywilnoprawnych stosunków międzynarodowego obrotu nie mogłoby nastąpić na podstawie powiązania według innych powszechnie stosowanych w kolizjonistyce kryteriów, a względy ochrony obrotu nakazywałyby potraktować właściwość *legis mercatus* jako optymalne rozwiązanie kolizyjne. Aksjologiczne uzasadnienie norm prawa materialnego stanowi w tym przypadku ukierunkowanie prawa kolizyjnego dla stosunków międzynarodowego zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi.

Odwoływanie się do właściwości prawa rynku *legis mercatus* nie jest zjawiskiem odosobnionym zarówno w doktrynie jak i w orzecznictwie<sup>23</sup>. Znane są

<sup>20</sup> Por. J. Poczobut, *Stosowanie prawa publicznego w polskim prawie prywatnym międzynarodowym – zagadnienia węzłowe*, [w:] *Współczesne wyzwania prawa prywatnego międzynarodowego*, red. J. Poczobut, Warszawa 2013, s. 271.

<sup>21</sup> Zob. D. Martiny, *Die Anknüpfung...*, s. 407.

<sup>22</sup> Zob. M.A. Zachariasiewicz, [w:] Z. Radwański, *System...*, s. 442.

<sup>23</sup> Zob. M. Mataczyński, *Prawo właściwe dla odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków znacznych pakietów akcji i inne delikty rynku kapitałowego*, [w:] *Współczesne...*, s. 164 oraz powołane tam piśmiennictwo; D. Martiny, *Die Anknüpfung...*, s. 389.

również systemy prawne zawierające normy kolizyjne, które zawierają łącznik rynku, na który oddziałuje dokonana czynność<sup>24</sup>.

Charakterystyczne dla kryterium rynku jako łącznika normy kolizyjnej jest odwoływanie się do interesów ponadindywidualnych jego uczestników. W doktrynie szwajcarskiej zwraca się uwagę na to, że celem normy kolizyjnej posługującej się kryterium rynku, nie jest zapewnienie ochrony konkretnym poszkodowanym, jak ma to miejsce w prawie deliktowym, ale ochrona uczestników obrotu zarówno w wymiarze horyzontalnym jak i wertykalnym, w tym również ochrona interesu publicznego w zagwarantowaniu uczciwości warunków obrotu<sup>25</sup>. W każdym z tych przypadków rynek jest miejscem, w którym dochodzi do konfrontacji interesów strony popytowej i podaźowej, która powstaje jako rezultat złożenia oferty przez jeden podmiot, adresowanej do pozostałych uczestników obrotu. Bez znaczenia pozostaje fakt, czy nakierowana na pewien cel aktywność uczestników obrotu spowoduje rzeczywisty wpływ na rynek, wystarczy bowiem jedynie obiektywna możliwość takiego oddziaływania<sup>26</sup>.

Mimo że takie rozwiązanie stanowiłoby możliwie najskuteczniejszy sposób osiągnięcia ochrony prawidłowości działania mechanizmów rynkowych, to nie

<sup>24</sup> Regulację taką zawiera szwajcarska ustawa kolizyjna Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht (IPRG) z dnia 18 grudnia 1987. W art. 136 i n. IPRG w odniesieniu do czynów nieuczciwej konkurencji, art. 6 ust 3 rozporządzenia (WE) NR 864/2007 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. dotyczące prawa właściwego dla zobowiązań pozaumownych („Rzym II”), (Dz.Urz. WE L 199, 31.7.2007, p. 40–49). Na łącznik rynku powołał się także austriacki Der Oberste Gerichtshof w orzeczeniu nr GZ 4 Ob 112/15x, z dnia 15 grudnia 2015 w sprawie prawa właściwego dla odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych w zakresie prospektu. Sąd Najwyższy uznał na potrzebę zastosowania normy kolizyjnej, że rynkiem jest ten rynek, na który został sporządzony prospekt w celu wprowadzenia do obrotu. Sporządzenie samego prospektu nie ma znaczenia dla naruszenia przepisów, dopiero umożliwienie odbiorcom zapoznania się z jego treścią przez skierowanie go do rynku wywołuje stan zaufania i oddziałuje na inwestora jako drugą stronę transakcji rynkowej. Orzeczenie to stanowi kontynuację linii orzeczniczej, w której kryterium rynku jest opisywane jako miejsce przeznaczenia produktu. Podstawę wskazania stanowiła w tym przypadku norma zawarta w art. 48 § 2 austriackiej ustawy kolizyjnej Bundesgesetz z dnia 15 czerwca 1978 über das internationale Privatrecht, która posługuje się kryterium miejsca zachowania wywołującego szkodę. Odwoływanie się do miejsca rynku jako kryterium powiązania stanów faktycznych z zakresem obrotu papierami wartościowymi z właściwym porządkiem prawnym ma miejsce również w przepisach dotyczących ofert przejścia spółki publicznej, zawartych w przepisach dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejścia (Dz.U. WE OJ L 142, 30.4.2004, p. 12–23). W art. 4 ust 2 lit e. dyrektywy została zamieszczona norma kolizyjna, zgodnie z którą elementy oferty nabycia akcji oraz jej procedura podlegają prawu państwa członkowskiego, którego organ nadzoru jest właściwy w sprawach oferty; zob. M. Mataczyński, *Rozgraniczenie statutu prawa papierów wartościowych od statutu prawa spółek handlowych w europejskiej regulacji ofert przejścia spółki publicznej*, „Problemy Prawa Prywatnego Międzynarodowego” 2008, t. 3, s. 81.

<sup>25</sup> Tak na tle norm kolizyjnych dotyczących roszczeń z tytułu czynów nieuczciwej konkurencji, F. Dasser, [w:] H. Honsel, N.P. Vogt, A.K. Schneider, S. V. Berti, *Basler Kommentar. Internationales Privatrecht*, 2 wyd. Basel, s. 1020.

<sup>26</sup> Por. na tle 136 i rozszczen z tytułu nieuczciwej konkur, F. Dasser, [w:] H. Honsel, N.P. Vogt, A.K. Schneider, S. V. Berti, *Basler Kommentar...*, s.1024.

jest ono jednak pozbawione pewnych mankamentów<sup>27</sup>. Problematycznym zagadnieniem jest bowiem w tym przypadku umiejscowienie rynku, które miałyby rozstrzygać o wskazaniu prawa właściwego<sup>28</sup>. Dopiero bowiem skonkretyzowanie miejsca ustalenia aktywności podmiotów działających na rynku za pomocą kryteriów dodatkowych pozwala na podporządkowanie go określonemu przez normy kolizyjne porządkowi prawnemu<sup>29</sup>. Przyjęcie miarodajności *legis mercatus* dla stosunków obrotu instrumentami finansowymi przez odwołanie się państwa, w którym inwestor zawarł transakcję nabycia papierów wartościowych, odpowiada ogólnej koncepcji ochrony realizowanej przez przepisy prawa rynku kapitałowego, ale niesie za sobą ryzyko równoległej właściwości wielu systemów prawnych w przypadku inwestorów indywidualnych<sup>30</sup>. Co więcej, w takiej sytuacji mogłoby dojść do rozszczepiania statutów i konieczności uwzględniania statutów personalnych emitentów.

Mając na względzie powyższe uwagi, można zatem stwierdzić, że przepisy materialne regulujące zorganizowany obrót papierami wartościowymi, bez względu na ich przyporządkowanie do kategorii prawa publicznego czy prywatnego, zostały oparte na specyficznym systemie regulacji, w skład którego wchodzi również określone zasady funkcjonowania rynku finansowego. Podłoże aksjologiczne tych zasad wymagało od prawodawcy podjęcia działań regulacyjnych, które mają na celu ochronę efektywności jego mechanizmów. Zespół tych zasad nie powinien być pomijany w cywilnoprawnych stosunkach transgranicznych. Międzynarodowy obrót papierami wartościowymi jest bowiem elementem rynku globalnego, dla którego ochrona prawidłowości i efektywności działania mechanizmów rynkowych ma znaczenie fundamentalne. Mimo że przepisy wymuszające pozwalają zaobserwować wyraźny związek stosunków prawnych międzynarodowego obrotu papierami wartościowymi z rynkiem, to jednak okoliczności faktyczne nie dają wystarczająco solidnych podstaw do umiejscowienia stosunku prawnego na rynku rozumianym jako konkretne miejsce, a tym samym wskazania prawa właściwego. Trudno obecnie dopatrywać się możliwości wprowadzenia łącznika rynku jako adekwatnego, jednolitego kryterium powiązania stosunków prawnych związanych z obrotem finansowym<sup>31</sup>.

<sup>27</sup> Por. M. Mataczyński, *Rozgraniczenie...*, s. 165.

<sup>28</sup> Poglądy na temat możliwości jednoznacznego umiejscowienia rynku przedstawia, M. Mataczyński, *Rozgraniczenie...*, s. 164; zob. także W-G. Ringe, A. Hellgardt, *Transnational Issuer Liability after the Financial Crisis: Seeking a Coherent Choice of Law Standard*, [w:] D. Fairgrieve, E. Lein, *Extraterritoriality and Collective Redress*, Oxford 2012, s. 415.

<sup>29</sup> Por. D. Martiny, *Die Anknüpfung...*, s. 407.

<sup>30</sup> Por. M. Mataczyński, *Rozgraniczenie...*, s. 1107. Podobną zasadę przyjmuje się dla czynów nieuczciwej konkurencji jeżeli dotyczą różnych wielu różnych rynków; por. F. Dasser, [w:] H. Honsel, N.P. Vogt, A.K. Schneider, S. V. Berti, *Basler Kommentar...*, s. 1023, D. Martiny, *Die Anknüpfung...*, s. 398.

<sup>31</sup> Zob. P. Kiel, *Internationales Kapitalanlegerschutzrecht – Zum Anwendungsbereich kapitalanlegerschutzender Normen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht*, Berlin, 1994, s. 310, przypisuje temu łącznikowi jedynie funkcję wypełniania luk.

**Marcin Glicz**

**OVERRIDING MANDATORY PROVISIONS APPLIED  
IN THE INTERNATIONAL SECURITIES TRADING**

The determination of the law that should be applied to legal relations concerning the international trade of securities on the basis of the relevant provisions of conflict law does not mean the application of that law as a whole. In the cross-border relations of the organized trading of securities, the overriding mandatory provisions are particularly important. The aim of these provisions is to protect the appropriate functioning of market mechanisms which are essential values for the safety of trading. The characteristic feature of overriding mandatory provisions in the international transfers of securities is their close connection with the market as a place for these transactions. The above relations raise a question of the need to unify conflict provisions in contractual relations within the international securities trading.