

*Magdalena Fedorowicz**

ROLA I ZADANIA TEORII PRAWA RYNKU FINANSOWEGO UE

WSTĘP

Wyodrębnianie i teoretyczna analiza zagadnień prawa rynku finansowego¹, jako szczególnie potrzebnego w ostatnich czasach pola badawczego, podyktowana jest wieloma względami². Wśród nich wymienić należy zwłaszcza: rozważania nad zapewnieniem stabilności i bezpieczeństwa finansowego na ryn-

* Magdalena Fedorowicz jest doktorem habilitowanym nauk prawnych, profesorem w Katedrze Prawa Finansowego Wydziału Prawa i Administracji UAM w Poznaniu.

¹ Na temat prawa rynku finansowego jako przedmiotu badań z najnowszych prac zob. zwłaszcza E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.), *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, s. 19 i n.; C. Kosikowski, *Nowe prawo rynku finansowego Unii Europejskiej*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.), *Prawo rynku...*, *op. cit.*, s. 27; A. Jurkowska-Zeidler, *Prawo rynku finansowego: Istota, tworzenie i zasady działania rynku finansowego*, [w:] A. Drwiłło (red.), *Podstawy finansów i prawa finansowego*, Warszawa 2011, s. 82 i n.; tejsze: *Rozważania o prawie rynku finansowego w wymiarze europejskim*, [w:] I. Czaja-Hliniak (red.), *Nauka prawa finansowego po I dekadzie XXI wieku. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Apoloniuszowi Kosteckiemu*, Kraków 2012, s. 187 i n.; M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013, s. 457 i n.

² Używane w niniejszym opracowaniu pojęcie „prawo rynku finansowego” dotyczy unijnej płaszczyzny regulacji spraw rynku finansowego. Obowiązek stosowania prawa UE i obowiązek implementacji w państwach członkowskich UE powoduje, że w dużym stopniu można już argumentować o istnieniu prawa rynku finansowego UE, mimo że każde państwo UE ma swój własny krajowy rynek finansowy i krajowe regulacje dopełniające regulacje unijne.

ku³, nadaktywność legislacyjną prawodawcy UE w zakresie prawa rynku finansowego, konieczność analizy pokryzysowej architektury finansowej na rynku finansowym UE w aspekcie nadzorczym⁴, potrzebę uporządkowania swoistej, rozrastającej się sektorowo materii rynku finansowego UE. Swoistość ta wynika w dużym stopniu z łączenia elementów prywatnoprawnych z elementami publicznoprawnymi, powtarzalności i podobieństwa regulacji publicznoprawnych we wszystkich segmentach rynku finansowego (bankowego i usług płatniczych, kapitałowego oraz ubezpieczeń i pracowniczych programów emerytalnych), ścisłego powiązania elementów prawa i ekonomii w ramach rynku finansowego⁵, konieczności analizy nowych i właściwych szczególnie dla prawa rynku finansowego instrumentów prawnego oddziaływania na jego uczestników (instrumentów zarówno krajowych, jak i unijnych)⁶ czy określenia statusu prawnego odbiorcy usług finansowych rynku finansowego UE⁷ oraz normatywnych połączeń między prawem rynku finansowego a prawem budżetowym czy, szerzej, finansami UE⁸, rekonstruowania granic procesu integracji rynku finansowego i prawa finansowego w UE⁹, czy redefiniowania współczesnego ujęcia bankowości centralnej – problematyki szczególnie ważkiej w związku z powstaniem Europejskiej Unii Bankowej (EUB) z jednolitym nadzorem bankowym (SSM, ang. *Single Supervision Mechanism*)¹⁰ oraz jednolitym

³ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, *passim*; zob. też T. Nieborak, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, *passim*.

⁴ Szerzej na temat analizy aktów prawnych ESNF i nowej koncepcji nadzoru zob. M. Fedorowicz, *Nadzór...*, *op. cit.*

⁵ T. Nieborak, *Behawioralna koncepcja prawa jako nurt Law&Economics*, „Ekonomia i Prawo”, tom VIII, Toruń 2012, s. 27–38.

⁶ M. Fedorowicz, *Nadzór...*, *op. cit.*, s. 150–177.

⁷ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013, *passim*.

⁸ M. Fedorowicz, *Nowe podejście do problemu równowagi makroekonomicznej oraz deficytu i długu publicznego państw członkowskich UE w świetle modyfikacji Paktu Stabilności i Wzrostu oraz Paktu Fiskalnego*, [w:] C. Kosikowski (red.), *Przyszłość Unii Europejskiej w świetle jej ustroju walutowego i finansowego*, Białystok 2013, s. 165 i n.

⁹ C. Kosikowski, *Problem granic i form interwencjonizmu UE w dziedzinie waluty i finansów publicznych państw członkowskich*, [w:] C. Kosikowski, (red.), *Przyszłość...*, *op. cit.*, s. 102 i n.

¹⁰ SSM został przyjęty 15.10.2013 r. i stanowi pierwszy filar projektu EUB, zob. rozporządzenie 1024/2013 powierzające Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi, Dz. Urz. UE z 29.10.2013, L 287, s. 63. Rozporządzenie to weszło w życie 4 listopada 2014 r. Pozostałe filary EUB, które w przypadku SDGS nie przybrało jeszcze finalnego kształtu, to: europejski czy też paneuropejski system gwarantowania depozytów (*Single Deposit Guarantee Scheme*, SDGS) szeroko na ten temat P. Smaga, *Paneuropejski system gwarantowania depozytów – część I (wnioski z kryzysu)*, „Bezpieczny Bank” 2013, nr 2/3, s. 51–71 oraz jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*Single Resolution Mechanism*, SRM), na ten temat zob. uwagi K. Alexander, *Bank resolution and recovery in the EU: enhancing banking union?*, „ERA-Forum: scripta iuris europaei” 2013, nr 1, s. 81–93. Jednolity mechanizm

mechanizmem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (SRM, ang. *Single Resolution Mechanism*) i związanymi z tą reformą zmianami celów, zadań oraz kompetencji Europejskiego Banku Centralnego (EBC), a także tworzeniem faktycznej, stabilnościowo zorientowanej UGiW¹¹.

Kryzys finansowy, który posłużył jako swoisty katalizator dla powstania wielu aktów prawnych dotyczących rynku finansowego UE, a ponadto posługiwanie się instrumentem wiążących standardów technicznych (BTS, ang. *binding technical standards*) spowodowało powstanie obszernych rozmiarów dyrektyw i rozporządzeń, w których niejednokrotnie stosuje się nazbyt szczegółowe regulacje, doprowadzając do zjawiska przeregulowania rynku finansowego. Oczywiście jest kwestią dyskusyjną, na ile szczegółowo i wnikliwie prawodawca unijny powinien posługiwać się przyporządkowanymi mu instrumentami prawnego oddziaływania. Faktem pozostaje jednak ogromna liczba aktów prawnych, które składają się na współczesne ramy prawne rynku finansowego UE we wszystkich jego sektorach. Przy czym wydaje się, że liczba aktów prawnych na rynku finansowym będzie nadal znacząco wzrastać, co z pewnością związane jest ze specyfiką i zróżnicowaniem rynku finansowego UE, a z drugiej strony jednak z pewną nadaktywnością regulacyjną prawodawcy UE i prawodawcy krajowego.

Dlatego tak ważne jest, aby dla odnalezienia się w gąszczu nowych, nie zawsze do końca zrozumiałych i spójnych regulacji dla rynku finansowego UE stworzyć pewien rdzeń poglądów – teorii prawa rynku finansowego, jako doktrynalnej propozycji porządkowania i upraszczania, a dzięki temu również analizy przepisów dotyczących rynku finansowego UE. W niniejszym opracowaniu zawarta jest propozycja takiego właśnie podejścia do analizy uregulowań rynku finansowego UE.

Metodologiczną i praktyczną pomocą w dziele analizy regulacji i instrumentów prawa rynku finansowego, w tym w szczególności – ze względu na rangę wydarzeń – na rynku bankowym, może być wykorzystywanie stabilnych i pomocnych teoretycznoprawnych konstrukcji dla ułatwienia naukowego dyskursu i prowadzenia debaty o prawnych cechach reformowanego właśnie rynku finansowego UE.

Celem niniejszego opracowania jest zatem wykazanie zmian w podejściu do regulacji rynku finansowego UE, jak i uzasadnienie konieczności wyodrębnienia oraz wskazania istotnych elementów teorii prawa rynku finansowego, pomocnych w analizie i zrozumieniu niełatwej, obszernej i ciągle podlegającej zmianom jego materii. Można wyrazić przekonanie, że obowiązujące przepisy z zakresu prawa

uporządkowanej likwidacji i restrukturyzacji uzyskał pełną operacyjność od 1 stycznia 2016 r., jednak jego fundusz osiągnie docelowy poziom finansowania w 2023 r.

¹¹ Na temat budowy EUB zob. A. Jurkowska-Zeidler, *Nowe organy i instytucje bezpieczeństwa rynku finansowego Unii Europejskiej*, [w:] C. Kosikowski (red.), *Przyszłość...*, op. cit., s. 283 i n.; M. Fedorowicz, *Rola bankowego nadzoru stabilnościowego w architekturze finansowej Unii Europejskiej*, [w:] K. Opolski, J. Górski (red.), *Perspektywy integracji gospodarczej i walutowej w Unii Europejskiej w czasach kryzysu*, Warszawa 2013, s. 263–274.

rynku finansowego UE dają możliwość wyodrębnienia jego części ogólnej, która tworzy podwaliny dla budowy teorii prawa rynku finansowego. Kształtowanie normatywnego, teoretycznego szkieletu pojęć, instytucji, instrumentów władczego i niewładczego oddziaływania na rynku finansowym w obliczu „nadprodukcji” aktów prawa dotyczących poszczególnych segmentów tego rynku jest szczególnie potrzebne dla szybkiego reagowania na wydarzenia na rynkach finansowych. Takie ujęcie problematyki pozwala na przedstawienie w zarysie (ze względu na ramy opracowania) przeobrażeń dokonujących się na rynku finansowym UE. Warto również podkreślić, że zmiana paradygmatu regulacyjnego, która miała miejsce na rynku finansowym, skłania obecnie do prezentowania bardziej nadzorczego podejścia regulacyjnego, jednak już wcześniej specyfika tego prawa ukazywana była w literaturze i prawo to było i pozostaje wnikliwym przedmiotem badawczym, podejmowanym w licznych analizach przez przedstawicieli doktryny prawa rynku finansowego¹². Jest to szczególnie ważne dla budowania teorii prawa rynku finansowego, która spełnia funkcję porządkującą i upraszczającą rozumienie przepisów, jak się wydaje, właśnie przy zastosowaniu nadzorczego podejścia.

Przeobrażenia regulacyjne na rynku finansowym UE dotyczą bowiem zwłaszcza zagadnień instytucjonalnych, jak i zmian w przepisach sektorowych oraz w podejściu do dawnych koncepcji nadzorczych i modyfikacji w zakresie źródeł prawa, a także nowego sposobu wykładni prawa rynku finansowego UE. Prezentowane tu podejście nadzorcze wydaje się lepiej służyć konstruowaniu podwalin pod część ogólną i kształtującą się teorię prawa rynku finansowego, a tym samym porządkowaniu niezwykle żywej materii prawa rynku finansowego UE, rozumianej jako sumy rynków finansowych państw członkowskich. Wskazane zbiorcze rozumienie rynku finansowego uzasadnione jest tym, że stopień harmonizacji, a miejscami również ujednoczenia, jest znaczny, a w przypadku EUB stał się faktem i wpływa na treść krajowych aktów prawnych, a także sposób realizacji kompetencji przez krajowych nadzorców. Tworzenie propozycji teoretycznego „ujarzmienia” materii rynku finansowego UE podyktowane jest zwłaszcza obserwowaną inflacją przepisów prawa rynku finansowego w części materialnoprawnej, a w części instytucjonalnej nadal rozwijającą się architekturą finansową i potrzebą zrównoważonego rozłożenia akcentów normatywnych w regulacjach między stabilność finansową całej UE, stabilność finansową danego państwa członkowskiego, stabilność systemu finansowego UE i państw członkowskich oraz stabilnego funkcjonowania instytucji finansowych i bezpieczeństwa klientów rynku usług finansowych.

¹² Na temat prawa rynku finansowego jako przedmiotu badań z najnowszych prac zob. dane bibliograficzne zawarte w przypisie 2.

1. CZĘŚĆ OGÓLNA PRAWA RYNKU FINANSOWEGO

Można zauważyć, że współcześnie kształtują się następujące spojrzenia na naukę prawa rynku finansowego: po pierwsze, podejście nadzorcze (prezentowane w niniejszym opracowaniu), po drugie, podejście koncentrujące się na konstrukcji i analizie Europejskiej Sieci Stabilności Finansowej (ang. *European Financial Stability Safety Net*), po trzecie, podejście akcentujące ochronę klienta rynku usług finansowych. Obok wskazanych trzech głównych zbiorów poglądów, jakie dają się, jak można uważać, współcześnie wyróżnić, przy analizie zagadnień prawa rynku finansowego należy również zwrócić uwagę na swoisty dualizm prawa rynku finansowego, które dzieli się na część publiczną i prywatną.

Przekonanie o możliwości i potrzebie tworzenia części ogólnej prawa rynku finansowego podyktowane jest przede wszystkim analizą rozporządzeń o Europejskich Organach Nadzoru Finansowego, czyli rozporządzeń o ESA (ang. *ESA, European Supervisory Authorities*)¹³, jako pewnego szkieletu normatywnego, który wspólny jest dla wszystkich segmentów prawa rynku finansowego UE (bankowego, kapitałowego i ubezpieczeniowego) przy prezentowanym i postulowanym podejściu nadzorczym, a następnie pozwala zespolić w jedną całość materie szczegółowe na rynku finansowym UE oraz dokonać ich oceny, z punktu widzenia zasad prawa UE, czy zasad właściwych dla prawa rynku finansowego. Swoiste „wyciągnięcie” przed normatywny nawias wszystkich wspólnych dla ESA postanowień z rozporządzeń o ESA pozwala właśnie na stworzenie rdzenia, czy trzonu zawierającego część ogólną prawa rynku finansowego, co może być osiągnięte właśnie dzięki podejściu nadzorczemu.

Część ogólna prawa rynku finansowego może się właśnie zasadzać na komponentach stanowiących elementy konstrukcji struktury, treści i procedur, a także

¹³ Rozporządzenia o ESA: rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylecia decyzji Komisji 2009/78/WE, Dz. Urz. L 331 z 15.12.2010, s. 12 ze zm., zwane dalej rozporządzeniem o EBA (EBA, ang. *European Banking Authority*); rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1094/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/79/WE, Dz. Urz. UE L 331 z 15.12.2010, s. 48 ze zm., zwane dalej rozporządzeniem o EIOPA (EIOPA, ang. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*); rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/77/WE, Dz. Urz. UE L 331 z 15.12.2010, s. 84 ze zm., zwane dalej rozporządzeniem o ESMA (ESMA, ang. *European Securities and Markets Authority*). Treść i artykuły postanowień rozporządzeń powołujących ESA są w przeważającym stopniu analogiczne, dlatego w opracowaniu stosuje się technikę analizowania regulacji wspólnie dla wszystkich ESA.

zasad istotnych dla prawa rynku finansowego. W ten sposób zostanie osiągnięty cel konstruowania części wspólnej prawa rynku finansowego w aspekcie instytucjonalnym (podobieństwa struktur), merytorycznym (podobieństwa w zakresie zawartości regulacji) oraz proceduralnym (typowych dla rynku finansowego procedur odróżniających je od innych procedur). Oczywiście powstaje fundamentalne pytanie, jak należy i czy w ogóle da się nakreślić granice dla kształtującej się teorii prawa rynku finansowego, gdyż, jak słusznie wskazywano wcześniej w odniesieniu do ówczesnych problemów, z którymi borykała się nauka finansów, że „nauka nasza czasem za dużo pragnie wziąć na swe barki, a nie zawsze ciężar ten zdolna jest unieść”, gdyż „kto za dużo obejmuje, ten źle trzyma”¹⁴. Wskazanie na granice regulacyjne rynku finansowego jest problematyczne z uwagi na fakt, że oprócz granic normatywnych, pojawiają się granice uzasadnionej ekonomicznie lub nie ingerencji i granice aksjologiczne, skoro stabilność i bezpieczeństwo na rynku jest wartością, a coraz częściej podejmowane są również dyskusje o potrzebie wykorzystania dobrodziejstw nauki o prawach człowieka na rynku finansowym, zwłaszcza w aspekcie socjalnym. Zakreślenie granic normatywnych tym bardziej natrafia współcześnie na trudności, że prawo rynku finansowego zawiera w sobie pewne materie poruszane również przez prawo administracyjne, cywilne czy publiczne gospodarcze. Można jednak argumentować, że specyfika prawa rynku finansowego jest na tyle odmienna, że ze względu na jej szczególne: treść, procedury, instytucje, zasady, cele, a także sposób wykładni – zmusza do podjęcia próby propozycji jej teoretycznego porządkowania.

Część instytucjonalna prawa rynku finansowego jest niezwykle rozbudowana i z uwagi na niedokończoną jeszcze reformę stabilnościowej UGiW znajduje się niejako *in statu nascendi*. W tej grupie rozważań należy zwrócić przede wszystkim uwagę na utworzenie Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego, ESNF (ang. ESFS, *European System of Financial Supervision*) z Europejskimi Organami Nadzoru Finansowego i Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego, ERRS (ang. ESRB, *European Systemic Risk Board*) oraz dalej stanowiącego jego szczególny fundament – Europejskiej Unii Bankowej z EBC w SSM na czele oraz z Jednolitą Radą ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji w SRM.

Zakres podmiotowy i przedmiotowy prawa rynku finansowego można rekonstruować zwłaszcza z rozporządzeń o ESA, które każdorazowo w art. 1 wymieniają przykładowe katalogi aktów prawa UE (rozporządzeń i dyrektyw), a z art. 4 rozporządzeń o ESA w związku z art. 1 można rekonstruować zakres podmiotowy. W postanowieniach tych słusznie przewiduje się otwarty katalog aktów prawa UE, podkreślając również znaczenie regulacyjnych i wykonawczych standardów technicznych (BTS-ów) jako aktów wykonawczych rozporządzeń i dyrektyw.

¹⁴ J. Zdzitowiecki, *Parę uwag wokół teorii finansów*, „Ruch Prawniczy, Socjologiczny i Ekonomiczny”, 1972, nr 2, nadbitka, s. 98.

Część proceduralna prawa rynku finansowego dotyczy niezwykle istotnych zagadnień odnoszących się do sądowej kontroli działania lub zaniechania organów i instytucji unijnych (czy krajowych) oraz dochodzenia odpowiedzialności za te działania i zaniechania. Wyróżnianie części proceduralnej jest o tyle istotne, że przenoszeniu na szczebel UE materii do realizacji towarzyszyć musi rozbudowana możliwość sądowej kontroli, jak i dochodzenia odpowiedzialności za podejmowane działania i zaniechania. W Europejskim Systemie Nadzoru Finansowego utworzono np. Wspólną Komisję Odwoławczą dla wszystkich ESA. Komisja ta rozpatruje odwołania od decyzji wydawanych przez ESA, a następnie od decyzji podjętej przez Komisję Odwoławczą przysługuje skarga do TSUE. Sądowa kontrola nadzorczej działalności EBC występuje także w EUB¹⁵. Z kolei analogiczną, jak w ESNEF, strukturę przewidziano w filarze SRM Europejskiej Unii Bankowej, co zasadniczo oznacza, że prawodawca UE skorzystał z wzorca normatywnego uregulowanego w art. 58–61 rozporządzeń o ESA.

Tym samym do części ogólnej prawa rynku finansowego, rekonstruowanej z prawa traktatowego i zwłaszcza z rozporządzeń o ESA, należałyby po pierwsze, zagadnienia źródeł i zasad prawa rynku finansowego, spajające wszystkie segmenty rynku finansowego, które to zasady i źródła, sposób ich tworzenia i interpretacji, jak należy podkreślić, wydają się szczególne na rynku finansowym, choć są nie tylko dlań właściwe. Mianowicie chodzi tu o często stosowaną podstawę z art. 114 TofUE jako podstawę traktatową, akty prawa pochodnego wyróżniane w art. 1 rozporządzeń o ESA, jak i *soft law* nowej generacji wydawane przez ESA, ERRS i EBC, a także często stosowane na rynku finansowym UE BTS-y, których uregulowanie znajduje się w artykułach 290 i 291 TofUE. Podobnie zasady prawa rynku finansowego, które wyróżniane być mogą na gruncie unijnego prawa konstytucyjnego i doprecyzowywane w prawodawstwie pochodnym rynku finansowego UE. Drugim zagadnieniem, ważnym dla możliwości wyróżniania części ogólnej prawa rynku finansowego, jest wyodrębnienie zakresu podmiotowego i przedmiotowego prawa rynku finansowego, wyróżnienie wspólnych dla wszystkich segmentów

¹⁵ Choć w tym przypadku, w Eurosystemie, sprawa wydaje się niezwykle skomplikowana z uwagi na możliwość stosowania przez EBC, po pierwsze, krajowego prawa implementującego akty prawa UE. Z kolei krajowi nadzorcy stosują prawo nadzorcze SSM, dysponując pewnym uznaniem lub też nie, co może mieć wpływ na precyzyjne ujęcie drogi oraz mechanizmu weryfikacji sądowej kontroli rozstrzygnięć w sprawach nadzorczych. Na ten temat zob. E. Peuker, *Die Anwendung nationaler Rechtsvorschriften durch Unionsorgane – ein Konstruktionsfehler der europäischen Bankenaufsicht*, „Juristenzeitung” 2014, nr 15/16, s. 764 i n.; G.T. Kuile, L. Wisink, W. Bovenschein, *Tailor-made Accountability within the Single Supervision Mechanism*, „Common Market Law Review” 2015, nr 1, Vol. 52, s. 186 i n.; A. Witte, *The application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel modes of executing EU law?*, 21 „Maastricht Journal of European and Comparative Law” 2014, nr 1, *passim*; T. Voland, B. Wolfers, *Level the playing field: The new supervision of credit institutions by the European Central Bank*, teza nr 1 i 2, „Common Market Law Review” 2014, No. 5, Vol. 51, s. 1463–1495.

rynku finansowego UE instrumentów oddziaływania na rynek finansowy (które przy stosowanym podejściu nadzorczym są podobne, a wręcz analogiczne w ramach poszczególnych segmentów rynku) takie jak niewiążące *soft law*, BTS-y, decyzje ESA. Trzecim komponentem istotnym w analizie podobieństw między poszczególnymi segmentami rynku finansowego UE jest zagadnienie sądowej kontroli decyzji ESA czy EBC (w EUB) lub rozstrzygnięcie Jednolitej Rady ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (w ramach SRM). Skoro przedmiotem rozważań jest możliwość wyodrębniania teorii i części ogólnej prawa rynku finansowego UE, rozumianego jako suma rynków finansowych w państwach UE, to uprawnione wydaje się z uwagi na obowiązywanie aktów prawa rynku finansowego w państwach członkowskich (w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych i EUB tylko w ramach państw wspólnej waluty *euro*), włączenie do ogólnych rozważań również dwóch dalszych zagadnień: po pierwsze, rozdziału materii między prawodawcę i nadzorcę unijnego oraz krajowego oraz, po drugie, weryfikację przeprowadzonego podziału opartego na zasadzie proporcjonalności, szczególnie istotnej dla rynku finansowego, gdyż jej właściwe stosowanie może pomóc w uwzględnieniu lokalnego interesu nadzorczego i prawodawczego¹⁶.

Część ogólna prawa rynku finansowego potrzebna jest do generalnego omawiania różnych zagadnień, w tym jednak przypadku służy m.in. możliwości podobnego traktowania (stosowania i interpretacji) jednolitych w dodatku instrumentów nadzorczych w poszczególnych segmentach rynku finansowego UE, a także analogicznych mechanizmów kontrolnych, przewidzianych na szczeblu UE, czy jednakowego we wszystkich segmentach rynku finansowego UE i jednolitego podejścia do źródeł tego prawa. Nawet bowiem wówczas, gdy rezultatem dokonanej analizy będzie stwierdzenie istnienia różnic czy pewnej specyfiki w porównaniu do ustaleń części ogólnej, to można wówczas łatwiej zauważyć ewentualną wadliwość czy też potwierdzić i lepiej zapamiętać faktycznie specyficzny charakter badanego zagadnienia.

2. KSZTAŁTOWANIE SIĘ TEORII PRAWA RYNKU FINANSOWEGO

Kolejnym krokiem dla stworzenia stabilnej platformy naukowej, ale również naukowo-dydaktycznej, dzięki której ułatwiony i bardziej transparentny stanie się odbiór regulacji prawnorynkowych jest wypracowanie schematów postępowania, reguł czy wzorców normatywnych pewnych zachowań istotnych i – co ważne – powtarzalnych na rynku finansowym UE, które to zadanie wydaje się należeć do przedstawicieli doktryny szeroko pojętego prawa finansowego, w tym i prawa rynku finansowego. Owa teoretyczna refleksja nad prawem rynku finansowego wy-

¹⁶ Na temat tej zasady szeroko zob. S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, Warszawa 2014, *passim*.

daje się ze wszech miar potrzebna, skoro teoria prawa zajmuje się rzeczywistością prawną i zwłaszcza rezultatami działań prawodawcy, tworząc i analizując pewne konstrukcje pomocne następnie w rekonstrukcji i ujęciu specyfiki badanych zagadnień na bardziej abstrakcyjnym czy ogólnym poziomie rozważań. W odniesieniu do prawa rynku finansowego chodzi zatem zwłaszcza o tworzenie wzorców postępowania: wzorowej instytucji finansowej, wzorowego nadzorca krajowego i unijnego, a także wzorca świadomego i bezpiecznego klienta na rynku usług finansowych UE, a także racjonalnego prawodawcy, jak i wyróżnianie, ustalanie hierarchii oraz analizowanie treści zasad istotnych dla funkcjonowania rynku finansowego UE.

Wyodrębniana zatem, głównie, choć nie wyłącznie, poprzez treści normatywne rozporządzeń o ESA, część ogólna podlega opisowi i można, jak się wydaje, nadać jej interpretację uwzględniającą odpowiedzi na pytania: dlaczego wyróżnia się wzorce i na czym polega specyfika regulacji prawa rynku finansowego UE. Można już dziś, jak powyżej zaznaczono, wskazywać na określone podejścia w analizie zagadnień prawa rynku finansowego UE, nadzorcze (prezentowane w niniejszym opracowaniu), następnie akcentujące ochronę klienta rynku usług finansowych (co koncentruje się wokół podejścia behawioralnego), czy również wpisujące się w koncepcję Europejskiej Sieci Stabilności Finansowej, jak i hołdujące prądom *law&economics*. Stanowi to już o kształtującym się dorobku teorii prawa rynku finansowego, który okazuje się szczególnie przydatny w trakcie reform czy realizacji postulatów naprawy prawa rynku finansowego UE, a także kształtowania ogólnych pojęć teoretycznych, właściwych dla prawa rynku finansowego (np. nadzór makroostrożnościowy, stabilność finansowa, wielopłaszczyznowy nadzór nad rynkiem finansowym UE) czy konstrukcji instytucjonalnych, wykorzystujących możliwości prawa UE (powołanie ESA – agencji w rozumieniu prawa UE jako nadzorców nad rynkiem finansowym UE). Wszystko to może stanowić również znaczną pomoc dla nauki prawa rynku finansowego i jego legislatorów. Zwłaszcza w obliczu obserwowanej nadaktywności legislacyjnej prawodawcy teoretyczne podejście może być pomocne, gdyż, jak dawniej zauważano w odniesieniu do teorii finansów, polega ono na „poznaniu prawdy, odkryciu kierujących daną dziedziną sił i prawideł, na objaśnieniu zjawiska oraz rozpoznaniu jego przyczyn i prawdopodobnych następstw”¹⁷, co doskonale wpisuje się we współczesne potrzeby regulacji prawnorynkowych i może pomóc także w tworzeniu bardziej transparentnego prawa.

3. PERSPEKTYWA ROZWOJU PRAWA I TEORII PRAWA RYNKU FINANSOWEGO UE

Ostatnie zmiany w płaszczyźnie prawa UE w odniesieniu do regulacji rynku finansowego UE pozwalają na wskazanie potrzebnych modyfikacji w obowiązują-

¹⁷ J. Zdzitowiecki, *Parę uwag...*, *op. cit.*, s. 104.

cym stanie prawa, jak i określenie tendencji rozwojowych obserwowanych procesów również w warstwie teoretycznej. Skoro prawo rynku finansowego cechują swoje (choć BTS-y nie są zarezerwowane wyłącznie dla rynku finansowego, zgodnie z art. 290 i 291 TofUE) źródła prawa, wiążące i niewiążące instrumentarium prawnego oddziaływania bezpośrednio ze szczebla UE na uczestników rynku finansowego, modyfikacje w zasadach prawnych istotnych dla tego rynku (m.in. paszportu europejskiego, swobody działalności gospodarczej, realizacji nadzoru ostrożnościowego nad instytucją finansową przez organ nadzoru państwa macierzystego, *double separation*, współpracy nadzorczej), to zasadne wydaje się prowadzenie badań nad teoretycznym, konstrukcyjnym ujęciem elementów prawnych istotnych dla analizy zespołu regulacji rynku finansowego UE. Co więcej, orzeczenie w sprawie C-270/12 pozwala już na twierdzenia o wykształcaniu się również właściwej rynkowi finansowemu dynamicznej wykładni prawa rynku finansowego, w ramach której próbuje się pogodzić zasady istotne w procesie wykładni przepisów sektorowych: stabilności finansowej UE i subsydiarności, urzeczywistniania idei rynku wewnętrznego i harmonizacji prawa rynku finansowego, ważnych w tym przypadku z punktu widzenia stosowania przez ESA (tu ESMA) decyzji nadzorczych¹⁸. Zaproponowana dynamiczna wykładnia TSUE w sprawie C-270/12, wzmacniająca integrację nadzorczą w ESNF i tym samym finansową w UE, stanowi, jak można uznać, o bardziej unifikującym i centralizującym podejściu w procesie wykładni w sprawach rynku finansowego UE.

Modyfikacje w prawie rynku finansowego UE związane z ESNF i EUB powodują, że nieodzowne wydają się zmiany w teoretycznym i praktycznym ujęciu źródeł prawa rynku finansowego, zarówno na szczeblu UE, jak i krajowym. Chodzi tu o analizowanie decyzji wydawanych przez ESA w świetle odpowiednich traktatowych podstaw prawnych (art. 114 TofUE). Zwłaszcza na rynku finansowym UE można obserwować w ostatnim czasie proces centralizacji i unifikacji regulacji oraz instytucji prawa materialnego i proceduralnego za pomocą BTS-ów. Ten

¹⁸ W orzeczeniu w sprawie C-270/12 TSUE orzekł o ważności art. 28 rozporządzenia 236/2012/UE w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego z prawem, w szczególności w odniesieniu do postanowień art. 114 TofUE. Zgodnie z art. 28 rozporządzenia, ESMA może wydawać indywidualne wiążące decyzje interwencyjne nakładające zakaz lub ograniczenia dotyczące dokonywania przez osoby fizyczne lub prawne krótkiej sprzedaży lub innej transakcji w sytuacji, gdy krótka sprzedaż czy inne transakcje zagrażają prawidłowemu funkcjonowaniu i integralności rynków finansowych lub stabilności całego systemu finansowego w UE. Przy czym orzeczenie TSUE, z racji analogicznego ujęcia kompetencji wszystkich ESA, można odnosić również do uznania ram prawnych ESA i możliwości wydawania wiążących decyzji, adresowanych do krajowych nadzorców i instytucji finansowych i podkreślenia znaczenia decyzji ESA w procesie harmonizacji prawa rynku finansowego UE. Szerzej na temat tego orzeczenia zob. A. Nadolska, *O charakterze prawnym decyzji Europejskich Urzędów Nadzoru – rozważania w kontekście sprawy C-370/12 Pringle oraz sprawy C-270/12*, „Zeszyty Prawnicze Biura Analiz Sejmowych” 2014, nr 1, s. 19 i 20.

nowy, szybki sposób oddziaływania na uczestników rynku finansowego za pomocą BTS-ów, stosowanie klauzul otwierających i poszerzających możliwość stosowania instrumentarium prawnego na rynku finansowym UE, na podstawie art. 1 ust. 2 rozporządzeń o ESA, stanowi o regulacyjnej i interpretacyjnej zmianie w prawie rynku finansowego, a zjawisko „utwardzania” *soft law* rynku finansowego w dyrektywach, rozporządzeniach i BTS świadczy o powstawaniu *soft law* nowej generacji, wymuszającego swoje stosowanie i – po zapisie w BTS-ach – obowiązywanie. Rozporządzenia i dyrektywy sektorowe doprecyzowane są obecnie przez BTS, niepozostawiające znacznej możliwości interpretacyjnej uczestnikom rynku finansowego, w tym zwłaszcza krajowym nadzorcom.

Tendencje rozwojowe prawa rynku finansowego UE, zwłaszcza w segmencie bankowym, w szczególności w EUB, koncentrują się – jak się wydaje – wokół zagadnień dotyczących polityki nadzorczej, jej relacji do polityki pieniężnej czy przełożenia na politykę budżetową oraz działalność pomocową oraz na dyskusji o współczesnym ujęciu zasady *double separation*. W rozporządzeniu wyposażającym EBC w uprawnienia nadzorcze przewidziano formalnoprawne rozdzielanie funkcji związanej z polityką pieniężną od funkcji nadzorczej przez stworzenie m.in. Rady ds. Nadzoru jako gremium wewnętrznego w EBC. W tym kontekście analiza zasady *double separation* może stać się przedmiotem interesującej wieloaspektowej prawnorynkowej refleksji¹⁹. Wyzwaniem wydaje się również sprawowanie nadzoru makroostrożnościowego i implementowanie unijnych przepisów buforowych z regulacji CRR/CRD IV²⁰, tak w skali państw członkowskich, jak i całej UE.

Proces wyodrębniania się prawa i teorii prawa rynku finansowego nie został jeszcze ukończony. Obecnie w obliczu aktywności legislacyjnej unijnych regulatorów, korzystając z nadzorczo ujęcia, można jednak próbować tak w teorii, jak i następnie w praktyce wyodrębnić i porządkować prawo rynku finansowego w oparciu o powtarzalne i w dużym stopniu podobne sektorowe nadzorcze elementy konstrukcyjne, a w niektórych wypadkach powtarzalne i podobne również treściowo czy powiązane między segmentami normy nadzorcze w regulacjach rządzących rynkiem finansowym UE. Swoista, bo umiejscowiona w prawie UE i recypowana do prawa krajowe-

¹⁹ Chodzi przede wszystkim o refleksję nad: po pierwsze, potrzebą, a po drugie, istnieniem i funkcjonowaniem optymalnych gwarancji przed łączeniem czy przenikaniem się dwóch polityk: nadzorczej i pieniężnej (zob. art. 25 i 26 rozporządzenia o powierzeniu EBC niektórych uprawnień nadzorczych).

²⁰ Dyrektywa CRD IV: dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L 176 z dnia 27.06.2013, s. 338 ze zm. oraz rozporządzenie CRR: rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 176 z dnia 27 czerwca 2013, s. 1 ze zm.

go państw członkowskich część ogólna prawa rynku finansowego wydaje się pomocna dla opisu i analizy regulacji rynku finansowego. Do części ogólnej teorii prawa rynku finansowego należałoby, wzorem innych nauk prawnych, zaliczyć zwłaszcza uporządkowanie źródeł prawa rynku finansowego (BTS, *soft law* ESA), czy opracowanie siatki pojęciowej, z definicjami pojęć istotnych dla prawa rynku finansowego.

Zmiany w prawie rynku finansowego można również obserwować w odniesieniu do zasad prawnych rządzących wydarzeniami na tym rynku. Chodzi tu w szczególności o modyfikacje: zasady paszportu europejskiego, zasady nadzoru krajowej władzy państwa macierzystego nad oddziałami instytucji finansowych w odniesieniu do poszerzających się na szerokość i głębokość uprawnień nadzorczych ESA czy EBC w SSM oraz zmian treściowych w zasadzie *double separation* w odniesieniu do SSM. Podczas kiedy w początkach kształtowania się prawa rynku finansowego nacisk normatywny i harmonizacyjny kładziono na wdrożenie i realizację w państwach członkowskich zasady paszportu europejskiego i koordynację wymiany informacji, to obecnie nacisk normatywny położony jest na unifikację w związku z wdrożeniem SSM, ale również stosowaniem reguł z rozporządzenia CRR.

Warto także odnotować, że w istocie większość materii regulowanej dyrektywami i rozporządzeniami sektorowymi należy do materii nadzorczej, a materia ta, szerzej niż dotychczas, jest regulowana właśnie za pomocą rozporządzeń unijnych. Taki wniosek płynie po uporządkowaniu uprawnień kontrolnych, regulacyjnych, *stricte* nadzorczych i licencyjnych ESA rekonstruowanych z fundamentalnych dla rynku finansowego UE obowiązujących dyrektyw i rozporządzeń²¹. Zmiany w zakresie sektora bankowego polegają zatem na konieczności dostosowania się do wymagań dyrektywy CRD IV i rozporządzenia CRR, nastawionych, w większym stopniu niż dotychczas, na osiąganie stabilności w ujęciu makroostrożnościowym i zawierającym bezpośrednio podstawy prawne dla stosowania środków nadzorczych przez EBA. Ewidentne wzmocnienie i zaostrzenie wymogów kapitałowych i w odniesieniu do różnych rodzajów ryzyka, a także zaostrzenie regulacji dotyczącej *corporate governance*, ma stanowić legislacyjną zaporę przed powtórką kryzysu i wspomagać stabilność finansową.

Celem regulacji rynku kapitałowego w ostatnim czasie w części prawnopublicznej jest z kolei zwiększenie spójności i przejrzystości działań firm inwestycyjnych na tym rynku. Jest to skutek nałożenia dodatkowych i rozrostu dotychczasowych obowiązków informacyjnych i współpracy między krajowymi organami nadzoru i ESMA.

Nowe podejście regulacyjne do rynku finansowego UE w sektorze kapitałowym i ubezpieczeniowym oraz pracowniczych programów emerytalnych przejawia się w tym, że od czasu ostatniego kryzysu finansowego wzmocniono regulacje i debatę nad zagadnieniem stabilności finansowej również w tych sektorach, a nie jak to było wcześniej, głównie w sektorze bankowym. W odniesieniu do ERRS i pełnio-

²¹ Szerzej M. Fedorowicz, *Nadzór...*, *op. cit.*, s. 359 i n.

nego przez nią nadzoru makroostrożnościowego, wpływ ten na wskazane sektory będzie przybierał na znaczeniu. Po rynku bankowym, również na rynku kapitałowym i ubezpieczeniowym oraz pracowniczych programów emerytalnych można obserwować wzmocnienie nadzorcze, którego przejawem jest możliwość stosowania horyzontalnych i wertykalnych decyzji nadzorczych oraz wyodrębnianie się przekazywanej do ostatecznego nadzorczego rozstrzygnięcia materii, podległej szczególnej ochronie odpowiednich ESA.

Obecny i postulowany kształt rynku finansowego ma przyczynić się do regulacyjnego ujednoczenia poszczególnych sektorów rynku finansowego, w ramach których stosowane są przez organy ESNF analogicznie rozumiane instrumenty prawne wiążące i niewiążące oddziaływania, dla których sądową kontrolę sprawuje TSUE (decyzje nadzorcze i BTS).

W wyłaniającej się nowej wizji UGiW, nazywanej również – jak to często określa się w literaturze - stabilnościową UGiW, uwagę zwracają w większym niż dotychczas stopniu połączenia między unią walutową a nadzorem (EUB z SSM) i gospodarczą (nowe podejście do spraw gospodarczych i kryteriów fiskalnych w Pakcie Fiskalnym i tzw. regulacji „Sześciopak”) z jednej strony, a z drugiej, stosowanie podobnych do ESBC konstrukcji normatywnych dla regulacji spraw nadzoru nad rynkiem finansowym UE w ESNF czy w ramach SSM. Chodzi tu o powoływanie unijnych organów (ESA) i przekazywanie na szczebel unijny określonych kompetencji do wykonywania dla realizacji celu stabilności finansowej UE z ograniczeniem samodzielności nadzorczej krajowych nadzorców, działających na zasadzie ogniw wykonawczych, podobnie jak NBC w ESBC w Eurosystemie. Taka działalność regulacyjna powoduje, że w niedalekiej przyszłości niezbędna wydaje się dyskusja wokół zmiany TofUE.

PODSUMOWANIE

Rola i zadania tworzenia części ogólnej prawa rynku finansowego i prowadzenia badań teoretycznoprawnych nad rynkiem finansowym UE wyrażają się w ułtwieniach interpretacyjnych, tworzeniu wykładni uwzględniającej odrębności prawa rynku finansowego, zwróceniu uwagi na specyfikę prawa rynku finansowego, ale także oczywiście na specyfikę pomiędzy sektorami tworzącymi rynek finansowy UE.

Zadania związane z wyodrębnieniem części ogólnej i jej opisem oraz analizą (tworzenie i objaśnianie szczególnych konstrukcji stosowanych na rynku finansowym) są pomocne nie tylko w procesie stosowania prawa, w tym zwłaszcza jego ujednoczonej interpretacji, ale mogą się stać również pomocne w mozolnym procesie tworzenia prawa rynku finansowego. Z procesami legislacyjnymi prowadzonymi na szczeblu UE nierozdzielnie związane jest zjawisko inflacji prawa rynku finansowego.

wego. Wypracowanie pewnych konstrukcji myślowych i wprowadzenie ich do nauki prawa rynku finansowego może przyczynić się w przyszłości do złagodzenia rozmiarów inflacyjnego kryzysu legislacyjnego w dziedzinie prawa rynku finansowego.

Cechami współczesnego prawa rynku finansowego, głównie w jego warstwie publicznej, są zatem: centralizacja regulacji na szczeblu UE, ujednoczenie wykładni prawa rynku finansowego UE za pomocą wiążących standardów technicznych²² (*Binding Technical Standards*, BTS²³), unifikacja regulacji rynkowych za pomocą rozporządzeń unijnych we wszystkich segmentach rynku finansowego kosztem dyrektyw i niewiążących aktów, zmiana i poszerzenie priorytetów uwzględnianych w działalności regulacyjnej unijnych nadzorców i prawodawcy, wiązanych z zasadami i standardami ochrony klienta na rynku usług finansowych oraz transparentnej instytucji finansowej, działającej na rynku finansowym. I dla odbiorcy usług finansowych i nadzorców unijnych czy krajowych oraz samych instytucji finansowych na rynku istotne jest z jednej strony normatywne korelowanie i upodabnianie regulacji między sektorami, jak i relacji między nadzorcą unijnym a krajowymi. Może to pozwolić w niedalekiej perspektywie na tworzenie ogólnounijnych wzorców bezpiecznego postępowania z klientami i wzorców transparentnej instytucji finansowej na każdym etapie jej działalności na rynku od momentu powstawania (rozpoczęcia i prowadzenia działalności) po jej likwidację czy restrukturyzację.

Nasuwają się jednak pytania, czy dokonane już i nadal proponowane przez prawodawcę unijnego zestandaryzowanie zachowań instytucji finansowych, tworzenie standardów *corporate governance*, wzorców normatywnych bezpiecznego odbiorcy usług finansowych stanowiąc mają i wyznaczać kierunki badań nad prawem rynku finansowego, czy dokonujące się już i dalsze przewidywane „preregulowanie” wskazanych obszarów nie wprowadzi chaosu w dziedzinie prawa rynku finansowego. Można mieć w tym względzie uzasadnione wątpliwości, tym bardziej że niezbędne jest pozostawienie elastyczności i swobody interpretacyjnej uczestnikom rynku finansowego z uwagi na konieczność szybkiego reagowania na procesy ekonomiczne zachodzące na rynku finansowym i natychmiastowego stosowania instrumentów antykryzysowych. Z drugiej jednak strony, z punktu widzenia uczestników rynku finansowego UE, cecha przewidywalności zachowań instytucji finansowych w relacjach z klientami czy w przyszłości również być może przewidywane wzmocnienie systemu gwarantowania depozytów, pomaga w zapewnieniu większej stabilności, co szczególnie na rynku finansowym, na który wpływają zbiorowe zachowania i postawy odbiorców, jest wartością bardzo pożądaną.

Naczelnym zadaniem dla badaczy teorii i praktyki rynku finansowego staje się również konieczność dookreślenia czy wręcz definiowania pojęć i zwrotów zawar-

²² Regulacyjnym wsparciem dla rynku bankowego są właśnie BTS-y, których apogeum legislacyjne przypada na lata 2014–2016.

²³ Traktatową podstawę ich przyjmowania stanowią art. 290 i 291 TofUE.

tych w regulacjach sektorowych. Najdonioślejszym z tych pojęć wydaje się „stabilność finansowa” słowo–klucz używane najczęściej w okresie kryzysu i pokryzysowym. I jakkolwiek zrozumiałe jest pozostawienie w tym pojęciu pewnej dozy elastyczności dla realizacji uprawnień przez nadzorców, to jednak warto podejmować debatę nad możliwym rozumieniem tego zwrotu w prawie rynku finansowego. Propozycje w tym zakresie mogłyby być podstawą do dalszej pogłębionej dyskusji w zmieniających się warunkach normatywnych²⁴. W przybierającej na sile i znaczeniu dyskusji o regulacjach prawnych dotyczących stabilności normatywny punkt ciężkości przesuwa się na rozumienie stabilności finansowej i jej znaczenie dla rynku finansowego UE²⁵. Źródłem modyfikacji w prawie rynku finansowego jest nie tylko niedopuszczenie do ponownych kryzysów finansowych, stanowiące ochronę stabilności całego systemu finansowego UE, ale jest to bardziej niż w minionych latach ochrona konsumenta i odbiorcy usług na rynku finansowym, co tłumaczy możliwość zróżnicowanego podejścia do analizy prawa rynku finansowego.

Punkt ciężkości i akcent normatywny przeobrażeń w prawie rynku finansowego UE, który wyznacza zarazem dalszy już pogłębiony przedmiot badań teorii prawa rynku finansowego ostatnich lat, można wyznaczyć na trzech polach w zakresie:

po pierwsze, większego upodmiotowienia konsumenta (klienta) usług rynku finansowych, zwiększenia zakresu jego ochrony przez przyznanie instytucjom finansowym i kredytowym znacznego zakresu obowiązków informacyjnych;

po drugie, poszerzenia m.in. zakresu zasady paszportu europejskiego i modyfikacji dotychczasowych zasad rządzących prawem rynku finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem zasady nadzoru organu państwa macierzystego nad oddziałem instytucji finansowej (kredytowej); czy zasady *double separation* w działalności EBC jako organu jednolitego mikroostrożnościowego i czasami makroostrożnościowego nadzoru bankowego w EUB. Zmiany te związane są nie tylko z rozrostem uprawnień licencyjnych na rynku bankowym (EBA w EUB) i kapitałowym (m.in. ESMA w zakresie agencji ratingowych oraz uprawnień ESMA odnoszących się np. do repozytoriów transakcji), ale także pozostałych: *stricte* nadzorczych należących do ESA i znacząco poszerzonych uprawnień kontrolnych we wszystkich segmentach rynku finansowego UE. To właśnie rozrost obowiązków informacyjnych instytucji finansowych, będących prawnym refleksem uprawnień kontrolnych ESA, powoduje, że faktem staje się tworzenie wspólnych wykazów na szczeblu UE (instytucji kredytowych i finansowych, a także agencji ratingowych) przyczyniających się z jednej strony do powstawania wspólnych instytucji w prawie rynku finansowego UE, tak jak było to wcześniej, w wybranych fragmentach regulacyjnych, postu-

²⁴ M. Fedorowicz, *Nadzór...*, *op. cit.*, s. 364 i n.

²⁵ Zob. m.in. S. Borgioli, A. Gouveia, C. Labanca, Raport EBC z no. 140/January 2013, Financial Stability Analysis. Insight gained from consolidated banking data for the EU, s. 6 i n. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp140.pdf> (dostęp: 16.01.2014).

lowane w literaturze, a z drugiej, do osiągnięcia wzorca transparentnej instytucji finansowej w skali UE²⁶;

po trzecie, ujednolicenia i upodabniania regulacji o rynku finansowym UE. Zbliżanie przepisów z tego zakresu w celu osiągnięcia jak najpełniejszego zrównania regulacji krajowych w państwach członkowskich stanowi o coraz większej centralizacji regulacyjnej i wspólnianiu standardów normatywnych wiążących w całej UE: wzorca bezpiecznej instytucji kredytowej i finansowej, wzorca bezpiecznego i świadomego klienta, wzorca rzetelnych procedur na wypadek naruszenia praw klientów instytucji finansowych. Cechą współczesnego rynku finansowego UE ma stać się zatem jednolitość działania i procedur funkcjonowania instytucji finansowych w UE, co tworzyć ma wspólną kulturę nadzoru;

po czwarte, wykształcania się nowych pojęć z zakresu prawa rynku finansowego, które nie do końca można rekonstruować posługując się wyłącznie normami prawnymi. Bardzo często dla rzetelnego wyniku procesu wykładni przepisów prawa rynku finansowego trzeba sięgać do wiedzy ekonomicznej. Należy podjąć dyskusję, czy wszystkie terminy należy „unormatywiać” dla lepszego rozumienia i stosowania treści norm prawa rynku finansowego, gdyż generować to może tendencje inflacji prawa.

Zmiany na rynku finansowym UE nie odbywają się jednakowo we wszystkich segmentach rynku, bowiem najwięcej modyfikacji o najbardziej rozległym czy wręcz rewolucyjnym charakterze i największych tendencjach centralizacyjno-unifikujących regulacje na szczeblu UE można zaobserwować w sektorze bankowym, co jest podyktowane szczególnie rolą tego sektora jako zasilającego szeroko pojęty system finansowy w pieniądź.

Pytanie o skuteczność i trwałość wprowadzanych zmian jest zawsze najtrudniejszym zadaniem dla obserwatorów, badaczy i regulatorów rynku finansowego. Dla prawnika istnieje możliwość przewidywania, oceny racjonalności, kompletności, spójności i zupełności uregulowań składających się na ewidentne nowe podejście do prawa i kształtowanie teorii prawa rynku finansowego. Wskazane nowe podejście polega m.in. na dokonywaniu analiz i prowadzeniu refleksji nad specyficznymi źródłami tego prawa (BTS), nad ich tworzeniem oraz sposobem interpretacji przez or-

²⁶ Zob. i por. np. na gruncie prawa spółek w odniesieniu do tworzenia jednolitych rejestrów spółek w ramach UE, szerzej: A. Gawrysiak-Zawłocka, *Rejestry spółek w państwach członkowskich Unii Europejskiej-quo vadunt?*, [w:] M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe XXI w. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga Jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010, s. 164–165; zob również J. Pisuliński, *O możliwości stworzenia zasad europejskiego prawa zobowiązań umownych*, [w:] A. Brzozowski, W. Kocot, K. Michałowska (red.), *W kierunku europeizacji prawa prywatnego. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Jerzemu Rajskiemu*, Warszawa 2007, s. 137 i n.; M. Woźniak, *Administracja publiczna wobec prawa wspólnotowego*, [w:] J. Boć, A. Chajbówic (red.), *Nowe problemy badawcze w teorii prawa administracyjnego*, Wrocław 2009, s. 513.

gany krajowe, w szczególności krajowe organy nadzoru nad rynkiem finansowym. Instrumenty prawnego oddziaływania organów ESNF ingerują w krajowe prawo publiczne (decyzje ESA), jak i w prawo prywatne (BTS, wytyczne i zalecenia), podczas gdy *soft law* ESA staje niezwykle istotne w procesie konkretyzacji norm prawa rynku finansowego i w procesie wykładni.

Do nowych zadań badawczych należy zaliczyć ponadto refleksję naukową w części szczegółowych regulacji prawa rynku finansowego, obejmującą dwa obszary: część publiczną i część prywatnoprawną. Ciekawe z naukowego i praktycznego punktu widzenia wydaje się również zagadnienie granic między regulacjami publicznoprawnymi a prywatnoprawnymi, które określane są w dyrektywach i rozporządzeniach o ESA i sektorowych. Warto również odnotować i pogłębiać badania nad odwrotną zależnością, obserwowaną na gruncie regulacji prywatnoprawnych z zakresu prawa rynku finansowego, a polegającą na swoistym „wymuszaniu” powstawania w perspektywie czasowej norm publicznoprawnych. Przykładem takiej zależności wydaje się określanie sytuacji prawnej odbiorców usług finansowych na rynku, dla których przez lata rozwinęto i wzmocniono zakres obowiązków informacyjnych w podstawowych aktach dotyczących poszczególnych segmentów rynku finansowego (dyrektywy MIFID, ang. *Market in Financial Instruments Directive*, rynków instrumentów finansowych)²⁷ i CRD IV, ZAFI²⁸ oraz rozporządzenie CRR i MIFIR²⁹).

Przyszłą dyskusję nad wyzwaniem i oceną regulacji na rynku finansowym wyznaczać też będzie refleksja nad normatywnymi i ekonomicznymi granicami polityki finansowej UE³⁰.

Warto przy tym wskazać, że stosowanie podejścia nadzorczego nie dotyczy tylko rynku finansowego UE, ale również systemu finansowego UE, a zwłaszcza finansowych systemów pomocowych UE (Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego) oraz prawa budżetowego (tzw. regulacja „Sześciopak” i Pakt Fiskalny), co tworzy szansę na likwidację regulacyjnej asymetrii w odniesieniu do UGiW. Trzeba zwrócić uwagę, że elementy nadzorcze i kontrolne występujące w regulacjach ESNF, Paktu Fiskalnego, tzw. Sześciopaku i Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego, są ze sobą sprzężone dla zwiększenia skuteczności wprowadzonych zmian (np. skorzystanie z EMS jest uzależnione od wdrożenia Paktu Fiskalnego).

²⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona).

²⁸ Dyrektywa ZAFI o zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi: dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, Dz. Urz. UE L 174 z 1.7.2011, s. 1 ze zm.

²⁹ Rozporządzenie 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 (rozporządzenie MiFIR, ang. *Markets in Financial Instruments Regulation*).

³⁰ Na ten temat zob. C. Kosikowski, *Problem granic...*, *op. cit.*, s. 101 i n.

Większa centralizacja spraw z zakresu prawa rynku finansowego na szczeblu UE powinna intensyfikować urzeczywistnienie zasady subsydiarności i proporcjonalności w legislacji unijnej, istotnych dla określania granic nadzorczej ingerencji ESA czy EBC w działania organów i instytucji krajowych.

Trzeba zauważyć, że w początkach funkcjonowania rynku finansowego UE stosowano raczej harmonizację minimalną, a wykładnia przepisów prawa z zakresu prawa rynku finansowego cechowała się znaczną swobodą interpretacyjną i pozostawiona była państwom członkowskich. W regulacjach przepisów prawa UE nie można było odnaleźć zbyt wielu unifikujących prawo krajowe rozporządzeń, czy w związku z tym odnaleźć ujednoczonych instytucji, wspólnych dla UE, których cel byłby zdefiniowany makroostrożnościowo, nadzór bankowy należał do szczebla krajowego w państwach UE. W kolejnym etapie regulacje prawa rynku finansowego cechowało pogłębienie harmonizacji, ożywiona dyskusja nad optymalnym kształtem nadzorów krajowych i rolą komitetów Lamfalussy'ego. Z kolei w trzecim, trwającym aktualnie okresie ewolucji regulacji prawnorynkowych, obserwować można zmianę sposobu regulacji i podejścia do rynku finansowego, co wyraża się zwłaszcza w ujednocniającej roli rozporządzeń unijnych, wydawaniu ujednocniających BTS-ów, które dodatkowo ograniczają opcyjność i swobodę interpretacyjną w procesie wykładni oraz co widoczne jest również w dalszym pogłębieniu i ujednoczeniu nadzoru nad bankami, zwłaszcza w strefie *euro*, jak i wprowadzeniu unijnych wiążących instrumentów nadzoru – europejskiej decyzji stosowania prawa przez unijne organy nadzoru.

Powstała i nadal kształtująca się koncepcja regulacji rynku finansowego UE wpisuje się w dualistyczną naturę rynku bankowego (którą można i trzeba odwzorować na pozostałe segmenty jednolitego rynku) w podziale na duże, globalne instytucje finansowe i mniejsze, lokalne³¹. Tendencje centralizacyjne i unifikujące regulacje sektorowe UE dotyczą tym samym funkcjonowania na rynku UE globalnych, wielkich instytucji finansowych, co należy ocenić pozytywnie, trzeba jednak wykazywać dbałość o rzetelne pełnienie bieżącej kontroli i nadzoru przez nadzorców krajowych³². Można przypuszczać, że proces kształtowania się materii rynku finansowego UE, a zwłaszcza nadzoru nad rynkiem finansowym UE, nie został jeszcze ukończony i, jak pokazują ostatnie konsultacje w UE, będzie obejmował coraz to nowe obszary regulacyjne, a EUB z SSM i z SRM jest tego najświeższym

³¹ C. Kosikowski, *Swoboda i ograniczenia świadczenia usług w europejskim prawie gospodarczym*, [w:] K. Sobczak (red.), *Europejskie prawo gospodarcze w działalności przedsiębiorstw*, Warszawa 2002, s. 150–152. Zob. również D. Schoenmaker, *Banking Supervision and Resolution: The European Dimension*, „Law and Financial Market Review” 2012, Vol. 6, s. 52–60.

³² Aprobująco o potrzebie nadzoru nad transgranicznymi i systemowo ważnymi instytucjami finansowymi również A.M. Jurkowska-Zeidler, *Nowe europejskie ramy ochrony stabilności wewnętrzny rynku finansowego*, [w:] A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński (red.), *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, Warszawa 2010, s. 202.

przykładem. Dla wszystkich tych obszarów pomocne wydaje się korzystanie z do-
brodziejstw teoretycznego ujęcia prawa rynku finansowego.

Streszczenie

Celem opracowania jest uzasadnienie konieczności wyodrębnienia oraz wska-
zania istotnych elementów teorii prawa rynku finansowego, pomocnych w anali-
zie i zrozumieniu niełatwej, obszernej i ciągle podlegającej zmianom jego materii.
Obowiązujące przepisy z zakresu prawa rynku finansowego UE dają możliwość
wyodrębnienia jego części ogólnej, która tworzy podwaliny dla budowy teorii pra-
wa rynku finansowego. Kształtowanie normatywnego, teoretycznego szkieletu po-
jęć, instytucji, instrumentów władczego i niewładczego oddziaływania na rynku
finansowym w obliczu „nadprodukcji” aktów prawa dotyczących poszczególnych
segmentów tego rynku jest szczególnie potrzebne dla szybkiego reagowania na
wydarzenia na rynkach finansowych, a budowanie teorii prawa rynku finansowego
i wyodrębnianie części ogólnej tego prawa, głównie przy zastosowaniu podejścia
nadzorczego, odgrywać może rolę porządkującą i upraszczającą rozumienie prze-
pisów.

Słowa kluczowe: teoria prawa rynku finansowego UE, część ogólna prawa rynku
finansowego, prawo rynku finansowego

Abstract

The aim of the present paper is to justify the necessity of singling out and
identifying relevant aspects of financial market law theory, which is useful in
analyzing and understanding its challenging, extensive and constantly changing
substance. This is an important contribution to the discussion about the changes
in financial market law, caused in particular by the financial crisis and to underline
the development of financial market law, also in its theoretical aspects, which is
helpful in understanding modification of the financial market and in future might
also help to avoid the inflation of law on the EU financial market.

The questions discussed in this paper help to develop and strengthen the theory
of financial market law in its supervisory aspects, especially to distinguish the
general part of financial market law reconstructed from ESA regulations and order
those provisions that have an adaptational impact on the financial market.

Key words: the theory of the EU – financial market law, financial market law,
general part of the EU – financial market law

Bibliografia

- Alexander K., *Bank resolution and recovery in the EU: enhancing banking union?*, „ERA-Forum: scripta iuris europaei” 2013, nr 1.
- Borgioli S., Gouveia A., Labanca C., Raport EBC z no. 140/January 2013, Financial Stability Analysis. Insight gained from consolidated banking data for the EU, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp140.pdf> (dostęp: 16.01.2014).
- Fedorowicz M., *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013.
- Fedorowicz M., *Nowe podejście do problemu równowagi makroekonomicznej oraz deficytu i długu publicznego państw członkowskich UE w świetle modyfikacji Paktu Stabilności i Wzrostu oraz Paktu Fiskalnego*, [w:] C. Kosikowski (red.), *Przyszłość Unii Europejskiej w świetle jej ustroju walutowego i finansowego*, Białystok 2013.
- Fedorowicz M., *Rola bankowego nadzoru stabilnościowego w architekturze finansowej Unii Europejskiej*, [w:] K. Opolski, J. Górski (red.), *Perspektywy integracji gospodarczej i walutowej w Unii Europejskiej w czasach kryzysu*, Warszawa 2013.
- Fojcik-Mastalska E., *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.), *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016.
- Gawrysiak-Zawłocka A., *Rejestry spółek w państwach członkowskich Unii Europejskiej – quo vadunt?*, [w:] M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe XXI w. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga Jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010.
- Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008.
- Jurkowska-Zeidler A., *Nowe organy i instytucje bezpieczeństwa rynku finansowego Unii Europejskiej*, [w:] C. Kosikowski (red.), *Przyszłość Unii Europejskiej w świetle jej ustroju walutowego i finansowego*, Białystok 2013.
- Jurkowska-Zeidler A., *Prawo rynku finansowego: Istota, tworzenie i zasady działania rynku finansowego*, [w:] A. Drwiłło (red.), *Podstawy finansów i prawa finansowego*, Warszawa 2011.
- Jurkowska-Zeidler A., *Rozważania o prawie rynku finansowego w wymiarze europejskim*, [w:] I. Czaja-Hliniak (red.), *Nauka prawa finansowego po I dekadzie XXI wieku. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Apoloniuszowi Kosteckiemu*, Kraków 2012.
- Jurkowska-Zeidler A., *Nowe europejskie ramy ochrony stabilności wewnętrznego rynku finansowego*, [w:] A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński (red.), *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, Warszawa 2010.
- Kasiewicz S., Kurkliński L., Szpringer W., *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, Warszawa 2014.
- Kosikowski C., *Nowe prawo rynku finansowego Unii Europejskiej*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.), *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016.

- Kosikowski C., *Problem granic i form interwencjonizmu UE w dziedzinie waluty i finansów publicznych państw członkowskich*, [w:] C. Kosikowski (red.), *Przyszłość Unii Europejskiej w świetle jej ustroju walutowego i finansowego*, Białystok 2013.
- Kosikowski C., *Swoboda i ograniczenia świadczenia usług w europejskim prawie gospodarczym*, [w:] K. Sobczak (red.), *Europejskie prawo gospodarcze w działalności przedsiębiorstw*, Warszawa 2002.
- Kuile G.T., Wissink L., Bovenschein W., *Tailor-made Accountability within the Single Supervision Mechanism*, „Common Market Law Review” 2015, nr 1, Vol. 52.
- Nadolska A., *O charakterze prawnym decyzji Europejskich Urzędów Nadzoru – rozważania w kontekście sprawy C-370/12 Pringle oraz sprawy C-270/12*, „Zeszyty Prawnicze Biura Analiz Sejmowych” 2014, nr 1.
- Nieborak T., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008.
- Nieborak T., *Behawioralna koncepcja prawa jako nurt Law&Economics*, „Ekonomia i Prawo”, tom VIII, Toruń 2012.
- Peuker E., *Die Anwendung nationaler Rechtsvorschriften durch Unionsorgane – ein Konstruktionsfehler der europäischen Bankenaufsicht*, „Juristenzeitung” 2014, nr 15/16.
- Pisuliński J., *O możliwości stworzenia zasad europejskiego prawa zobowiązań umownych*, [w:] A. Brzozowski, W. Kocot, K. Michałowska (red.), *W kierunku europeizacji prawa prywatnego. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Jerzemu Rajskiemu*, Warszawa 2007.
- Rutkowska-Tomaszewska E., *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013.
- Schoenmaker D., *Banking Supervision and Resolution: The European Dimension*, „Law and Financial Market Review” 2012, Vol. 6.
- Smaga P., *Paneuropejski system gwarantowania depozytów – część I (wnioski z kryzysu)*, „Bezpieczny Bank” 2013, nr 2/3.
- Voland T., Wolfers B., *Level the playing field: The new supervision of credit institutions by the European Central Bank*, „Common Market Law Review” 2014, No. 5, Vol. 51.
- Witte A., *The application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel modes of executing EU law?*, 21 „Maastricht Journal of European and Comparative Law” 2014, nr 1.
- Woźniak M., *Administracja publiczna wobec prawa wspólnotowego*, [w:] J. Boć, A. Chajbrowicz (red.), *Nowe problemy badawcze w teorii prawa administracyjnego*, Wrocław 2009.
- Zdzitowiecki J., *Parę uwag wokół teorii finansów*, „Ruch Prawniczy, Socjologiczny i Ekonomiczny” 1972, nr 2, nadbitka, s. 98.