

Michał MARIĄŃSKI*

RYNEK FINANSOWY JAKO MIEJSCE PRZENIKANIA SIĘ NORM PRAWA PRYWATNEGO I PRAWA PUBLICZNEGO

(Streszczenie)

Przedmiotem niniejszego artykułu jest analiza prawa rynku finansowego, jako specyficznej gałęzi prawa, w ramach której normy prawa prywatnego koegzystują z normami prawa publicznego. Autor, analizując przepisy kodeksu cywilnego oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi odnoszące się do przedmiotu obrotu na rynku finansowym, odpowiada na pytanie o charakter stosunku regulacji publicznoprawnych do regulacji prywatnoprawnych w tym zakresie. Stosując metodę opisową oraz metodę prawnoporównawczą, autor formułuje tezę o subsydiarnym charakterze norm publicznoprawnych, poddając jednocześnie w wątpliwość zasadność Ulpianowskiego podziału na prawo publiczne i prawo prywatne co najmniej w zakresie odnoszącym się do prawa rynków finansowych.

Słowa kluczowe: papier wartościowy; instrument finansowy; prawo rynku finansowego; rynek regulowany; prawa pochodne

1. Wstęp

Rozwój rynku finansowego oraz specyfika regulacji prawnych do niego się odnoszących niejednokrotnie skutkuje postulatami wyodrębnienia prawa rynku finansowego jako odrębnej gałęzi prawa. Prawo to stanowi bowiem nie tylko miejsce współdziałania prawa i ekonomii, ale również specyficzne środowisko, w którym przenikają się normy prawa publicznego i prawa prywatnego. Powyższe odnosi się tak do ochrony konsumenta na tym rynku¹, kwalifikacji prawnej i wymogów

* Dr, adiunkt, Katedra Prawa Finansowego, Wydział Prawa i Administracji, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie; e-mail: michal.marianski@uwm.edu.

¹ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013, s. 197 i n.

formalnych wielu umów na tym rynku zawieranych², czy wreszcie do regulacji przedmiotu obrotu na tym rynku. W ramach niniejszego opracowania autor skoncentruje się jednak na ostatnim z przywoływanych aspektów obrazujących koegzystencję norm prawa prywatnego i publicznego na rynku finansowym.

Jak już nadmieniono, sama regulacja przedmiotu obrotu na rynku finansowym zawarta została w prawie polskim zarówno w akcie z zakresu prawa prywatnego – kodeksie cywilnym³, jak i w publicznoprawnej ustawie o obrocie instrumentami finansowymi⁴. Rozważania odnoszące się do związków instytucji prawa publicznego i prywatnego na rynku finansowym mogą zatem inspirować do dyskusji nad zasadnością Ulpianowskiego podziału na prawo publiczne i prawo prywatne w znacznie szerszej perspektywie. Analiza wyżej wymienionych przepisów może stanowić również asumpt do refleksji nad hierarchią stosunków regulacji publicznoprawnych do swoich prywatnoprawnych odpowiedników. Innymi słowy autor w ramach niniejszej pracy będzie się starał udzielić odpowiedzi na pytanie, czy instytucje prawa prywatnego pozostają w służbie prawa publicznego, czy też może to prawo publiczne pełni względem prawa prywatnego rolę subsydiarnej i uzupełniającej regulacji. Ponadto, przedmiotem refleksji uczyniony zostanie również charakter opisanego wyżej przenikania się tych norm poprzez określenie, czy ów proces jest wynikiem nadużycia ze strony ustawodawcy, czy też może koniecznością wynikającą pośrednio ze specyfiki prawa rynku finansowego jako nowej odrębnej gałęzi prawa⁵.

2. Prawo prywatne a rynek finansowy

Z uwagi na początkowy brak uregulowań odnoszących się do przedmiotu obrotu na rynku finansowym, wraz z wprowadzeniem tego typu regulacji po 1989 r. do kodeksu cywilnego, polski ustawodawca przejął wiele koncepcji doktrynalnych opisujących istotę tych dokumentów. Nowelizacja Kodeksu cywilnego z 28 lipca 1990 r. wprowadzająca dział przekaz i papiery wartościowe była, wyłączając

² Szerzej w zakresie umowy o pośrednictwo giełdowe zob.: **K. Zacharzewski**, *Prawo giełdowe*, C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 302 i n.; w zakresie umowy opcji walutowej zob.: **A. Jakubiec**, *O zasadności kodyfikacji niektórych umów zawieranych na rynku kapitałowym*, w: **T. Mróz**, **M. Stec** (red.), *Instytucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 479 i n.

³ Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93 ze zm.

⁴ Dz.U. z 2005 r., nr 183, poz. 1538 ze zm. – dalej jako u.o.i.f.

⁵ **E. Fojcik-Mastalska**, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, w: **A. Jurkowska-Zeidler**, **M. Olszak** (red.), *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016, s. 19 i n.

prawo wekslowe i czekowe, pierwszą regulacją prywatnoprawną odnoszącą się do przedmiotu obrotu na rynku finansowym⁶. Podkreślenia wymaga zatem, iż odrodzenie polskiego rynku finansowego nastąpiło w pierwszej mierze na gruncie prywatnoprawnym, dając podstawę dla rozwoju giełdy oraz regulacji publicznych w omawianej materii – zawartych w ustawie z 22 marca 1991 r. – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych⁷.

Sposób redakcji przepisów kodeksu cywilnego zawartych w art. od 921⁶ do 921¹⁶ świadczyć może nie tylko o ogólnym i otwartym ich charakterze, ale również o świadomości braku konieczności uregulowania wszystkich aspektów obrotu papierami wartościowymi z uwagi na bogaty dorobek doktryny w tym zakresie, tak krajowej, jak i zagranicznej⁸. Z uwagi na fakt, iż polski ustawodawca w przepisach kodeksu cywilnego utożsamiał papiery wartościowe z posiadaniem określonego dokumentu, jako przesłance koniecznej do realizacji zawartego w tym dokumencie prawa⁹, regulacje prywatnoprawne w zakresie rynków finansowych wzorowane były głównie na doktrynie oraz koncepcjach wywodzących się z prawa niemieckiego¹⁰. Powyższe jest o tyle istotne, że regulacje publicznoprawne za punkt odniesienia przyjęły dorobek nauki i praktyki francuskiej, czemu autor poświęci następujący punkt niniejszej pracy¹¹.

Regulacje zawarte w kodeksie cywilnym cechuje zatem stworzenie podstawy normatywnej dla obrotu różnego rodzaju formami instrumentów finansowych, co z uwagi na brak enumeratywnej listy tych dokumentów w sposób znaczny ułatwia obrót instrumentami, które jedynie posiadają cechy papierów wartościowych. Z treści działu przekaz i papiery wartościowe można również wysnuć wniosek, iż polski ustawodawca upatruje momentu powstania ważnego zobowiązania w wystawieniu właściwego dokumentu zgodnie z przepisami prawa. Podejście to nawiązuje do niemieckiej teorii papierów wartościowych zwanej kreacyjną. Teoria ta, w przeciwieństwie do koncepcji francuskiej¹², sprowadza moment

⁶ **Z. Radwański, J. Panowicz-Lipska**, *Zobowiązania – część szczegółowa*, C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 330 i n.

⁷ Dz.U. z 1994 r., nr 58, poz. 239 ze zm.

⁸ **G. Bieniek**, *Komentarz do kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Zobowiązania*, LexisNexis, Warszawa 2007, s. 831.

⁹ **T. Komosa**, *Papiery wartościowe*, PPH 1995, s. 2.

¹⁰ zob. **K.-H. Gursky**, *Wertpapierrecht*, C.F. Muller, Heidelberg 2007, s. 1–3.

¹¹ Ów wpływ nauki francuskiej wynikał częściowo ze stworzenia w Polsce nowoczesnego obrotu giełdowego dzięki pomocy merytorycznej i finansowej Francji, a konkretnie Spółki Giełd Francuskich (*Société de Bourses Françaises*) i Centralnego Depozytu SICOVAM.

¹² Szerzej zob.: **M. Lemonnier, M. Mariański, J.J. Zięty**, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011/8, s. 48.

powstania zobowiązania z papieru wartościowego do jednostronnej czynności prawnej, przyznając jej czysto abstrakcyjny charakter¹³. Rozwinięciem tej koncepcji jest również popularna w nauce niemieckiej oraz polskiej teoria emisyjna, która zakłada, iż momentem potwierdzającym ważność zobowiązania z papieru wartościowego jest chwila jego wydania czy też emisji przez dłużnika osobie trzeciej. Niekiedy doktryna uzupełnia to stwierdzenie o analizę momentu, w którym dokument znalazł się w rękach osoby nabywającej go w dobrej wierze albo osoby, od której wystawca nie może skutecznie domagać się wydania tego dokumentu¹⁴.

W nawiązaniu do wywodzących się z doktryny niemieckiej teorii skupiających się na jednostronnym oświadczeniu woli, pojawiły się również w polskiej literaturze koncepcje przyjmujące podobny punkt widzenia. Z uwagi na ograniczone ramy niniejszego opracowania autor wyodrębni jedynie dwie z nich. Pierwsza, funkcjonalna koncepcja J. Jastrzębskiego proponuje takie uwzględnienie zjawiska dematerializacji, które nie zrywa z ciągłością klasycznych koncepcji doktrynalnych wzorowanych na nauce niemieckiej, lecz jedynie uwzględnia zmianę charakteru nośnika inkorporowanych praw. Ponadto, założenie odnoszące się do prywatnego charakteru przedmiotu obrotu na rynku finansowym nie stoi, zdaniem J. Jastrzębskiego, w sprzeczności z uznaniem za papiery wartościowe lub instrumenty finansowe dokumentów państwowych lub samorządowych, gdyż prawo w nich inkorporowane, zachowuje swój cywilnoprawny charakter¹⁵. Druga, typologiczna koncepcja autorstwa M. Romanowskiego, zakłada uznanie przedmiotu obrotu na rynku finansowym jako oryginalnej konstrukcji prawnej utworzonej w oparciu o ramowe uregulowania w kodeksie cywilnym¹⁶. Podstawę tej koncepcji autor upatruje w łacińskich premiach, z których wynika, iż od czasów rzymskich zdawano sobie sprawę z niedoskonałego charakteru każdej cywilistycznej definicji¹⁷, a ogólny charakter uregulowań prawnych stanowił jedynie asumpt do dalszego rozwoju danych instytucji. Koncepcja typologiczna legitymizuje brak szczegółowych regulacji odnoszących się do papierów warto-

¹³ Innymi słowy istnienie gospodarczej przyczyny i jej ważność nie wpływa na istnienie i ważność zobowiązania z instrumentu finansowego będącego papierem wartościowym.

¹⁴ Ten dodatkowy warunek przybiera postać zmodyfikowanej teorii emisyjnej zwanej teorią dobrej wiary.

¹⁵ **J. Jastrzębski**, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009, s. 96 i n.

¹⁶ **M. Romanowski**, *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych*, w: **A. Szumański** (red.), *Prawo papierów wartościowych*, t. 18, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 35 i n.

¹⁷ *Omnis definitio in iure civili periculosa est, parum est enim, ut non subverti potest.*

ściowych, przyznając prymat funkcji obiegowej tych dokumentów, uznawanej jako synonim zbywalności¹⁸.

Powyższe teorie, wzorowane na nauce niemieckiej, zdają się jednak w ostatnich latach tracić na znaczeniu na rzecz koncepcji nawiązujących do umownego charakteru przedmiotu obrotu na rynku finansowym. W świetle założeń wzorowanej na nauce francuskiej koncepcji umownej powstanie ważnego zobowiązania z instrumentu finansowego czy papieru wartościowego wymaga nie tylko czynności wystawienia samego dokumentu, ale również i zawarcia umowy między wystawcą a odbiorcą dokumentu. Co istotne, uznanie przedmiotu obrotu na rynku finansowym za kontrakty pozwoli nie tylko na stosowanie konstrukcji prawa zobowiązań do tego typu aktywów, ale również i korzystanie z wielu ogólnych zasad prawa cywilnego¹⁹. Powyższe jest tym bardziej istotne, im bardziej nowe formy trudnych do kwalifikacji prawnej instrumentów finansowych²⁰ wpływają na funkcjonowanie rynku finansowego na świecie. Pomimo wyżej opisanych zalet koncepcji umownej wielu przedstawicieli polskiej doktryny, w sytuacji pogłębiającej się krytyki²¹, skłania się, zwłaszcza w odniesieniu do publicznych papierów wartościowych, ku teorii emisyjnej²², co związane jest w szczególności ze sposobem redakcji art. 921¹³ k.c. Artykuł ten stanowi, iż dłużnik może powołać się względem wierzyciela na zarzuty, które dotyczą ważności dokumentu lub wynikają z jego treści albo służą mu osobiście przeciw wierzycielowi. Dłużnik może powołać się nadto na zarzuty, które służą mu względem poprzedniego wierzyciela, jeżeli nabywca dokumentu działał świadomie na szkodę dłużnika. W świetle przywiązanej do umownego charakteru przedmiotu obrotu na rynku finansowym doktryny francuskiej²³, różnorodność instrumentów rynku finansowego wręcz wymaga ich analizy przez pryzmat prawa zobowiązań i zasady swobody umów z prawem tym związanej.

Z punktu widzenia rozważań nad prywatnoprawnymi regulacjami w zakresie rynków finansowych, godnym uwagi jest również francuska koncepcja umowy zbywalnej – tzw. *contrat négociable*. Konstrukcja ta pozwoliła na opis przedmiotu

¹⁸ **M. Romanowski**, *op. cit.*, s. 27.

¹⁹ W szczególności można tu wskazać art. 58 k.c., art. 82 i n. k.c., art. 353¹ k.c., art. 388 k.c., klauzulę *rebus sic stantibus*, klauzule abuzywne art. 385¹ k.c. i n.

²⁰ Jak np. szeroko rozumiane prawa pochodne, których szczególnie niebezpieczną w dobie kryzysu formą były tzw. opcje walutowe.

²¹ **M. Lemonnier**, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 60 i n.

²² **T. Komosa**, *Papiery wartościowe*, PPH 1995/4, s. 3.

²³ **H. Causse**, *Les titres négociables, Essai sur le contrat négociable*, Litec, Paryż 1993, s. 25 i n.

obrotu na rynku finansowym przez pryzmat jej zasadniczej cechy, jaką niewątpliwie jest zbywalność, unikając tym samym skoncentrowanej na funkcji legitymacyjnej tych dokumentów teorii emisyjnej²⁴. Innym skutkiem wpływu cywilistyki na rynek finansowy nad Sekwaną było stosowanie określenia tytułu zbywalnego (fr. *titre négociable*) do wszelkiego rodzaju instrumentów będących przedmiotem obrotu w ramach tego specyficznego środowiska prawnego. Rezygnacja z koncepcji emisyjnej na rzecz jej kontraktowego odpowiednika zwolniła przedstawicieli nauki francuskiej z konieczności dalszego poprawiania, wzorem nauki niemieckiej, związku treści prawa zawartego w papierze wartościowym i dokumentu. Uznano, iż w dobie swobody przepływu kapitałów i płatności rozwijanie funkcji legitymacyjnej stanowić może czynnik hamujący rozwój nowych form tych instrumentów²⁵. Powyższe uzasadniane jest również faktem zaniku tradycyjnej materialnej formy dokumentów na rzecz zdematerializowanego zapisu na rachunku, będącego odpowiednikiem dokumentu na rynku finansowym²⁶. Na rzecz koncepcji umownej, poza dematerializacją obrotu²⁷, przemawia również fakt pojawiania się na rynku finansowym instrumentów pozbawionych klasycznego emitenta – jak np. krypto waluty. Przyjęcie emisyjnej teorii instrumentów finansowych wykluczałoby możliwość kwalifikacji tego typu aktywów jako formy instrumentu finansowego, co w opinii autora przyczyniłoby się jedynie do zwiększenia zagrożenia płynącego z ryzyka rozwoju tego segmentu rynku finansowego²⁸.

Reasumując, prawo prywatne odgrywa niezmiernie ważną rolę w procesie kształtowania się przedmiotu obrotu na rynku finansowym. Dostarcza ono bowiem nie tylko wielu regulacji oraz konstrukcji prawnych, ale również i licznych rozważań doktrynalnych, które mogą być zastosowane do wielu aspektów związanych z funkcjonowaniem rynków finansowych.

²⁴ *Ibidem*, s. 26.

²⁵ Założeniem dosyć radykalnej dematerializacji w tym kraju nie było jednak całkowite oderwanie się od tradycyjnego prawa papierów wartościowych, lecz dostosowanie go do współczesnych możliwości związanych z rozwojem techniki.

²⁶ **Y. Guyon**, *Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières*, Rev. soc., Paryż 1984, s. 451 i n.; **H. Causse**, *Valeurs mobilières : un concept positif*, P.A. Octobre 1994/126, s. 4.

²⁷ Dokonanej formalnie we Francji na początku lat 80. XX w. za pośrednictwem ustawy z 1981 r. (*loi de finance No 81-1160 z 30 grudnia 1981*) oraz dekretem z 1983 r. (*décret 83-359 z dnia 2 maja 1983*).

²⁸ Szerzej na temat wirtualnej waluty zob.: **W. Srokosz**, *Prawo a rozwój elektronicznych środków płatniczych w XXI wieku*, w: **Z. Ofiarski** (red.), *XXV lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym. Ocena dokonań i wnioski na przyszłość*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2014, s. 846 i n.

3. Prawo publiczne a rynek finansowy

Jak już nadmieniono we wstępie do niniejszego artykułu, zasadniczym aktem publicznoprawnym zawierającym dyspozycje odnoszące się do przedmiotu obrotu na rynku finansowym jest uchwalona 29 lipca 2005 r. ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Ustawa ta zastąpiła obowiązującą od 1997 r. ustawę Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi²⁹, wprowadzając do polskiego porządku prawnego pojęcie instrumentu finansowego jako nadrzędnej kategorii przedmiotu obrotu na rynku finansowym. Tym samym ugruntowano podział instrumentów finansowych na papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe niebędących papierami wartościowymi.

Podkreślenia wymaga, iż w zakresie opisu przedmiotu obrotu na rynku finansowym regulacje publicznoprawne zostały wprowadzone niejako następczo w stosunku, chociażby, do przepisów kodeksu cywilnego. W opinii autora powyższe mogło pośrednio mieć wpływ na kształt tych regulacji. Przepisy prywatnoprawne, dosyć ogólne w swojej redakcji, wprowadzały raczej konstrukcje prawne mogące mieć zastosowanie do papierów wartościowych, nie wspominając przy tym nawet o przykładowej liście tych dokumentów. Publiczne regulacje u.o.i.f., w przeciwieństwie do kodeksu cywilnego, nie zawierają żadnych przepisów o charakterze koncepcyjnym, lecz jedynie listę przykładowych instrumentów finansowych, będących i niebędących papierami wartościowymi. Można zatem z tego faktu wyprowadzić tezę o subsydiarnym i uzupełniającym charakterze regulacji publicznoprawnych w omawianym zakresie.

W opinii autora, jako że instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi zostały zdefiniowane negatywnie w stosunku do cywilistycznego pojęcia papierów wartościowych, ustawodawca uprawniony był do wyliczenia jedynie elementów wchodzących w skład tego drugiego zbioru³⁰. Ustawa o obrocie zawiera enumeratywną listę tak papierów wartościowych (art. 3 ust. 1 u.o.i.f.), jak i instrumentów niebędących papierami wartościowymi (art. 2 ust. 1 pkt. 2 u.o.i.f.). Na uwagę zasługuje fakt, iż w ramach tej enumeratywnej listy nad wyraz często powtarzane jest sformułowanie „opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne”. Można zatem stwierdzić, iż prawa pochodne, doprecyzowane dodatkową listą przez ustawodaw-

²⁹ Dz.U. z 1997 r., nr 118, poz. 754 ze zm.

³⁰ Tak **M. Mariański**, *Wpływ prawa międzynarodowego na ewolucję koncepcji instrumentu finansowego w wybranych państwach Unii Europejskiej*, UWM, Olsztyn 2014, s. 72.

cę w art. 3 pkt 28a u.o.o.if, stanowią najważniejszą, obok tradycyjnych papierów wartościowych, grupę w ramach zbioru instrumentów finansowych.

Podkreślenia wymaga zatem to, iż zasadniczy komponent pojęcia instrumentu finansowego – prawa pochodne³¹ charakteryzują się kontaktowym charakterem, co umożliwia stosowanie do nich, wzorowanej na doktrynie francuskiej, umownej koncepcji papierów wartościowych. W literaturze często podkreśla się, iż synonimem praw pochodnych jest pojęcie derywatów bądź terminowych operacji finansowych, gdyż między zawarciem danej umowy kreującej prawo a chwilą jej realizacji upływa pewien oznaczony termin³². Ponadto, w przypadku tych aktywów wartość ich zależy od ceny lub wskaźnika instrumentu bazowego, od którego są uzależnione, amortyzując tym samym ryzyko z tego bazowego instrumentu wynikające. Z uwagi na fakt, iż bardzo często instrumentem bazowym są właśnie papiery wartościowe oraz mając na względzie brak szczegółowych uregulowań w tym zakresie w prawie publicznym³³, zasadnym może być odwoływanie się nie tylko do przepisów kodeksu cywilnego, ale również do koncepcji doktrynalnych związanych z jego dyspozycjami.

W doktrynie prawa cywilnego instrumenty pochodne najczęściej określane są jako specyficzne umowy nienazwane³⁴, przyrównywane niejednokrotnie do umowy sprzedaży³⁵, umowy przedwstępnej³⁶ czy nawet umowy losowej³⁷. Określane są one również jako czynność prawna, w drodze której jedna ze stron przyznaje drugiej stronie prawo do powołania w drodze przyszłego, jednostronnego oświadczenia woli, stosunku prawnego wiążącego obie strony³⁸. Powyższe może prowadzić do pytania, czy regulacje publicznoprawne z u.o.o.if. spełniałyby swoją rolę bez możliwości odwoływania się do instytucji z zakresu prawa zobowiązań. W opinii autora, charakter publicznoprawnych regulacji, przybierający postać jedynie przykładowych list instrumentów finansowych, wręcz wymaga zastosowania do nich cywilistycznych konstrukcji. Przykładowo, w doktrynie francuskiej, nad wyraz przywiązanej do podziału na prawo publiczne (fr. *droit public*) i prawo prywatne

³¹ Szerzej: **A. Chłopecki**, *Prawo Papierów Wartościowych*, w: **A. Szumański** (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. XIX, C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 832 i n.

³² **Z. Ofiarski**, *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 279.

³³ W prawie publicznym wiele istotnych informacji, odnoszących się do praw pochodnych, zawartych jest w ramach tzw. *soft law* przyjmujących często postać regulaminów giełdowych lub rekomendacji organów nadzoru.

³⁴ **M. Gutowski**, *Umowa opcji*, Zakamycze, Kraków 2003, s. 223 i n.

³⁵ **T. Nieborak**, *Pochodne instrumenty finansowe*, Difin, Warszawa 2004, s. 180.

³⁶ **A. Chłopecki**, *Opcje i transakcje terminowe w prawie polskim*, Glosa nr 6/1996, s. 1 i n.

³⁷ **A. Jakubiec**, *Problem losowego charakteru umowy opcji*, PPH 2010/7, s. 12 i n.

³⁸ **M. Gutowski**, *op. cit.*, s. 110 i n.

(fr. *droit privé*), prawo rynku finansowego zaliczane jest do regulacji prywatno-prawnych, które jedynie „temperowane” są publicznoprawnymi przepisami³⁹. Powyższe przejawia się w szczególności w braku przywiązania ustawodawcy francuskiego do wszelkiego rodzaju list instrumentów finansowych⁴⁰ oraz w rozwoju wzorowanych na doktrynie francuskiej koncepcji tzw. klauzul dokumentowych⁴¹.

4. Zakończenie

Rynek finansowy XXI w. stanowi już nie tylko miejsce wymiany kapitału między jego uczestnikami, ale przede wszystkim specyficzne środowisko prawne, w ramach którego normy prawa prywatnego przenikają się z normami prawa publicznego. Analiza regulacji odnoszących się do przedmiotu obrotu na tym rynku, pozwalająca na nadanie owej wymianie prawnego charakteru, podaje w wątpliwość zasadność Ulpianowskiego podziału na prawo prywatne oraz prawo publiczne. W ramach rynku finansowego regulacje publicznoprawne pełnią subsydiarną i pomocniczą rolę względem swoich prywatnoprawnych odpowiedników, niejednokrotnie je uzupełniając bądź też ograniczając poprzez ustanowienie pewnych ram czy też granic ich zastosowania. Dynamiczny rozwój rynków finansowych oraz ich globalizacja sprawiły, iż wiele konstrukcji cywilnoprawnych wykorzystywanych jest do analizy charakteru prawnego nowych form przedmiotu obrotu na rynku finansowym, niejednokrotnie z uwzględnieniem ich publicznoprawnego charakteru. W opinii autora, proces uzupełniania i odwoływania się w szczególności do prawa zobowiązań przez regulacje publicznoprawne jest doskonałym przykładem braku zasadności dla rozdzielania tych norm, których konieczność współdziałania stanowi o specyfice nowej gałęzi prawa, za jaką może być uznane prawo rynku finansowego.

Bibliografia

Opracowania:

Bieniek Gerard, *Komentarz do kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Zobowiązania*, LexisNexis, Warszawa 2007.

Causse Hervé, *Les titres négociables, Essai sur le contrat négociable*, Litec, Paryż 1993.

Causse Hervé, *Valeurs mobilières : un concept positif*, P.A. Octobre 1994/126, s. 4–14.

³⁹ **J. Méadel**, *Le marché financier et ordre public*, LGDJ, Paryż 2007, s. 22 i n.

⁴⁰ Szerzej **M. Lemonnier**, *op. cit.*, s. 38 i n.

⁴¹ Zob. **F. Zoll**, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem prawa papierów wartościowych*, C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 37 i n.

- Chłopecki Aleksander**, *Opcje i transakcje terminowe w prawie polskim*, Glosa nr 6/1996, s. 1–6.
- Chłopecki Aleksander**, *Prawo Papierów Wartościowych*, w: Andrzej Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. XIX, C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 745–1030.
- Fojcik-Mastalska Eugenia**, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, w: Anna Jurkowska-Zeidler, Marcin Olszak (red.), *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016, s. 19–26.
- Gursky Karl Heinz**, *Wertpapierrecht*, C.F. Muller, Heidelberg 2007.
- Gutowski Maciej**, *Umowa opcji*, Zakamycze, Kraków 2003.
- Guyon Yves**, *Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières*, Rev. soc., Paryż 1984.
- Jakubiec Andrzej**, *Problem losowego charakteru umowy opcji*, PPH 2010/7, s. 12–19.
- Jakubiec Andrzej**, *O zasadności kodyfikacji niektórych umów zawieranych na rynku kapitałowym*, w: Teresa Mróz, Mirosław Stec (red.), *Instytucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 470–480.
- Jastrzębski Jacek**, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009.
- Komosa Tadeusz**, *Papiery wartościowe*, PPH 1995/4, s. 1–23.
- Lemonnier Mariola**, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Lemonnier Mariola, Mariański Michał, Zięty Jakub J.**, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011/8, s. 43–52.
- Mariański Michał**, *Wpływ prawa międzynarodowego na ewolucję koncepcji instrumentu finansowego w wybranych państwach Unii Europejskiej*, UWM, Olsztyn 2014.
- Méadel Juliette**, *Le marché financier et ordre public*, LGDJ, Paryż 2007.
- Nieborak Tomasz**, *Pochodne instrumenty finansowe*, Diffin, Warszawa 2004, s. 180.
- Ofiarski Zbigniew**, *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Radwański Zbigniew, Panowicz-Lipska Janina**, *Zobowiązania – część szczegółowa*, C.H. Beck, Warszawa 2005.
- Romanowski Michał**, *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych*, w: Andrzej Szumański (red.), *Prawo papierów wartościowych*, t. 18, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Rutkowska-Tomaszewska Edyta**, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013.
- Srokosz Witold**, *Prawo a rozwój elektronicznych środków płatniczych w XXI wieku*, w: Zbigniew Ofiarski (red.), *XXV lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym. Ocena dokonania i wnioski na przyszłość*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2014, s. 841–850.
- Zacharzewski Konrad**, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012.
- Zoll Fryderyk**, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem prawa papierów wartościowych*, C.H. Beck, Warszawa 2004.

Michał MARIĄŃSKI

**FINANCIAL MARKET AS A PLACE OF INTERCONNECTION
OF THE RULES OF PRIVATE AND PUBLIC LAW**

(Summary)

The present article constitutes an analyze of the law of financial market, as a specific branch of law in which the norms of private law co-exist with the norms of public law. The author is describing the provisions of the Civil Code and the Act on Financial Instruments Trade related to the object of trade on the financial market, responds to the question of the nature of the relations between the private and public law regulations in this area. Using descriptive and comparative method the author formulates the thesis of the subsidiary nature of public regulations, submitting in the same time the legitimacy of Ulpian's division into public law and private law at least in the field of the law of financial market.

Keywords: securities; financial instrument; law of the financial market; regulated market; derivatives