

TWORZENIE I STOSOWANIE
PRAWA RYNKU FINANSOWEGO
A PROCES EKONOMIZACJI PRAWA

UNIwersytet IM. ADAMA MICKIEWICZA W POZNANIU
SERIA PRAWO NR 192

Tomasz Nieborak

TWORZENIE I STOSOWANIE PRAWA RYNKU FINANSOWEGO A PROCES EKONOMIZACJI PRAWA



POZNAŃ 2016

ABSTRACT. Nieborak Tomasz, *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomizacji prawa* [*Creation and enforcement of financial market law in the light of the economization of law*]. Poznań 2016. Adam Mickiewicz University Press. Seria Prawo nr 192. Pp. 288. ISBN 978-83-232-3036-6. ISSN 0083-4262. Text in Polish with a summary in English.

This book raises some topical issues around the creation and enforcement of financial market law through the prism of the economization of law. Its topicality arises from the fact that today when everyday life is becoming financialized, i.e. when the financial sphere is gradually taking it over, the role of the legislator in shaping market relationships must be redefined. In other words, the specificity of the matter regulated (the financial market) must be taken into account because this market constitutes an element of a greater whole which, apart from the financial and the economic system, consists of the social system as well. This thesis has been confirmed in recent years when the crises in financial markets have shaken the foundations of global society. Thus the legislator as an architect of the surrounding reality must take into account other factors as well, such as economic or psychological, and not just legal ones. This thesis can be found in earlier publications as well, for example in the work of Leon Petrażycki, but there has been no attempt as yet to transfer them to laws regulating the functioning of a financial market which the behavioral concept of law would help us to understand. This concept may in the near future be regarded as a new paradigm of financial market law.

Tomasz Nieborak, Uniwersytet im. Adama Mickiewicza, Wydział Prawa i Administracji UAM, al. Niepodległości 53, 61-714 Poznań, Poland

Recenzent: dr hab. Anna Zalcewicz, prof. PW

Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki w ramach projektu badawczego nr N N110 1252 40

© Tomasz Nieborak 2016

This edition © Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 2016

Projekt okładki: Ewa Wąsowska
Redakcja: Renata Madeño-Filipowicz
Korekta: Monika Simińska
Redakcja techniczna: Elżbieta Rygielska
Łamanie komputerowe: Reginaldo Cammarano

ISBN 978-83-232-3036-6

ISSN 0083-4262

WYDAWNICTWO NAUKOWE UNIwersYTETU IM. ADAMA MICKIEWICZA W POZNANIU
61-701 POZNAŃ, UL. FREDRY 10
www.press.amu.edu.pl
Sekretariat: tel. 61 829 46 46, faks 61 829 46 47, e-mail: wyd nauk@amu.edu.pl
Dział sprzedaży: tel. 61 829 46 40, e-mail: press@amu.edu.pl

Wydanie I. Ark. wyd. 22,00. Ark. druk. 18,00.

DRUK I OPRAWA: EXPOL, WŁOCŁAWEK, UL. BRZESKA 4

*Ani, Tosi i Frankowi,
w podziękowaniu za radość życia,
którą dzięki Nim odkrywam każdego dnia*

Spis treści

Podziękowania	11
Acknowledgements	13
Wstęp	15
Introduction	23
Rozdział I	
Prawo rynku finansowego jako przykład złożonego zjawiska społecznego – o potrzebie instrumentalnego postrzegania prawa	31
1. Wprowadzenie	31
2. Prawo jako instrument regulacji stosunków społecznych – o potrzebie sięgania do źródeł	33
2.1. O instrumentalnym rozumieniu prawa	38
2.2. Psychologiczne myślenie o prawie	52
2.3. Ekonomia a prawo – symbioza czy konkurencja?	57
2.3.1. Ekonomiczna analiza prawa – pojęcie	58
2.3.2. Ekonomiczna analiza prawa a prawo ujmowane instrumentalnie	63
3. Prawo rynku finansowego jako odpowiedź na proces ekonomizacji prawa	75
3.1. Prawo rynku finansowego – pojęcie	75
3.2. Prawo rynku finansowego (<i>sensu stricto</i>) jako część prawa finansowego	80
4. Podsumowanie	94
Rozdział II	
Regulacja rynku finansowego w dobie globalizacji	96
1. Wprowadzenie	96
2. Rynek finansowy – pojęcie i znaczenie	99
3. Rynek finansowy jako element systemu społecznego	107
3.1. Zaufanie jako podstawowa wartość rynku finansowego	111
3.2. Stabilność i bezpieczeństwo rynku finansowego jako dobra chronione	116
3.2.1. Ryzyko	118
3.2.2. Stabilność	121
3.3. Informacja jako gwarancja wartości i dóbr rynku finansowego	126
4. O potrzebie regulacji rynku finansowego	136

4.1. Regulacja – istota	138
4.1.1. Regulacja – ujęcie szerokie	140
4.1.2. Regulacja – ujęcie wąskie	142
4.2. Regulacja rynku finansowego – uzasadnienie	146
5. Rynek finansowy Unii Europejskiej jako przykład współczesnych trendów w regulacji rynku finansowego – synteza problemu	151
5.1. Konsensus bazylejski jako element nowego paradygmatu regulacyjno-nadzorczego (Unii Europejskiej)	152
5.2. Rynek finansowy Unii Europejskiej – ujęcie strukturalno-historyczne ..	156
6. Podsumowanie	170
 Rozdział III	
Behawioralna koncepcja prawa jako nowy paradygmat prawa rynku finansowego?	174
1. Wprowadzenie	174
2. Finanse behawioralne – początki drogi ku behawioralnemu myśleniu o prawie	177
3. Konsument na rynku finansowym – rozsądny czy racjonalny?	192
3.1. Model ochrony konsumenta rozsądnego jako model optymalny?	195
3.2. Konsument na rynku finansowym	200
4. Behawioralna koncepcja prawa – analiza	217
5. Podsumowanie	226
 Zakończenie	229
Final remarks	238
 Bibliografia	247
Akty prawne	280
Orzecznictwo	283
Inne	284
Indeks rzeczowy	286

Table of Contents

Acknowledgements	13
Introduction	23
Chapter I	
Financial market law as an example of a complex social phenomenon – on the need to treat law instrumentally	31
1. Introduction	31
2. Law as an instrument regulating social relationships – on the need to reach to sources	33
2.1. On instrumental construction of law	38
2.2. Psychological thinking of law	52
2.3. Economics and law – a symbiosis or competition?	57
2.3.1. Economic analysis of law – a concept	58
2.3.2. Economic analysis of law and law treated instrumentally	63
3. Financial market law as an answer to the process of the economization of law	75
3.1. Financial market law – a concept	75
3.2. Financial market law sensu stricto as a part of financial law	80
4. Summary	94
Chapter II	
Regulation of the financial market in the times of globalization	96
1. Introduction	96
2. Financial market – the concept and its meaning	99
3. Financial market as an element of the social system	107
3.1. Trust as a fundamental value of the financial market	111
3.2. Safety and stability of the financial market as protected goods	116
3.2.1. Risk	118
3.2.2. Stability	121
3.3. Information as a guarantee of the values and goods of the financial market	126
4. On the need to regulate the financial market	136
4.1. Regulation and its essence	138

4.1.1. Regulation – a broad perspective	140
4.1.2. Regulation – a narrow perspective	142
4.2. Regulation of the financial market – rationale	146
5. The European Union financial market as an example of contemporary trends in the regulation of the financial market	151
5.1. The Basel consensus as an element of the new regulatory-supervisory paradigm (of the European Union)	152
5.2. The European Union’s financial market – a historic and structural ap- proach	156
6. Summary	170
Chapter III	
Behavioural concepts of law as a new paradigm of financial market law?	174
1. Introduction	174
2. Behavioural finance – the beginning of the road towards a behavioural think- ing of law	177
3. A consumer at the financial market – rational or reasonable?	192
3.1. The model of a reasonable consumer as an optimal model	195
3.2. A consumer on the financial market	200
4. A behavioural concept of law – an analysis	217
5. Summary	226
Final remarks	238
Bibliography	247
Legislative acts	280
Cases	283
Other	284
Index	286

Podziękowania

Podczas pracy nad niniejszą książką doświadczyłem wsparcia i życzliwości wielu osób oraz instytucji, którym pragnę wyrazić moją szczerą wdzięczność.

Panu Profesorowi Andrzejowi Gomułowiczowi dziękuję serdecznie za życzliwe wsparcie podczas powstawania tej publikacji, utwierdzające mnie w przekonaniu o ważkości podjętego tematu. Dziękuję za liczne rozmowy, wskazówki, a także stworzenie warunków do prowadzenia badań.

Swoje podziękowania kieruję również do Pani Profesor Magdaleny Fedorowicz, z którą dane mi było przeprowadzić inspirujące dyskusje na temat problemów poruszanych w niniejszej publikacji.

Przy ostatecznej redakcji nieocenione okazały się także wskazówki Pani Profesor Anny Zalcewicz, która podjęła się zadania zrecenzowania książki, za co jestem niezmiernie wdzięczny Pani Profesor.

Uzyskanie wniosków przedstawionych w książce było możliwe dzięki analizie dziesiątek publikacji, z których dużą część stanowiły artykuły i monografie zagraniczne. Dostęp do nich możliwy był dzięki licznym kwerendum i stażom zagranicznym, a także nieocenionemu wsparciu udzielonemu mi na miejscu. Dlatego słowa podziękowania kieruję do Pani Theresy Kaiser (*Washington College of Law, American University*); Pana Dr. Rolfa Friedewalda z *Institut for Law and Finance, (Goethe-Universität Frankfurt am Main)*, gdzie dane mi było prowadzić liczne konsultacje z wybitnymi przedstawicielami niemieckiej doktryny prawa; Pana Prof. Thomasa Egera (*Institute of Law and Economics, Universität Hamburg, Fakultät für Rechtswissenschaft*), jednego z największych autorytetów ekonomicznej analizy prawa; a także pracownikom *Institut für Weltwirtschaft* w Kilonii i tamtejszej *Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften*.

Niniejsza praca zawdzięcza swe powstanie w znacznej mierze także bogatym zbiorom biblioteki Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu. Za okazaną pomoc w trakcie prac nad publikacją bardzo dziękuję Pani Kustosz Beacie Ciesielskiej oraz pracownikom biblioteki.

Realizacja projektu badawczego możliwa była dzięki finansowemu wsparciu Narodowego Centrum Nauki, za które pozostaję niezmiernie wdzięczny.

Praca naukowa będąca moją pasją, to także pojawiające się niekiedy momenty zmęczenia i rozterek. W takich chwilach bezcenne okazuje się wsparcie osób najbliższych. Także to pozwalające na prowadzenie badań w spokojnej atmosferze. Z całą pewnością napisanie niniejszej książki nie byłoby możliwe bez wsparcia mojej Żony, która stworzyła mi wymarzone warunki do pracy i niejednokrotnie była pierwszą recenzentką formułowanych przeze mnie tez. Dziękuję Tobie Aniu!

Acknowledgements

I am very grateful to many people and institutions for their kindness and support shown to me while I was working on this book.

First, I wish to thank Professor Andrzej Gomułowicz for his support and encouragement which convinced me of the importance of the subject I was writing on. I thank him for our numerous conversations on the topic and his guiding remarks as well as for making it possible for me to carry out my research.

I also thank Professor Magdalena Fedorowicz for many inspiring discussions concerning some of the issues discussed in the book.

I am also very grateful to Professor Anna Zalcewicz who agreed to review the book for her work and valuable guidelines.

It was possible to formulate the conclusions presented in the book thanks to the analysis of dozens of publications of which a great number were foreign papers and monographs. They were made available to me during my foreign visits to other institutions and thanks to a lot of support which I frequently received there. I express my gratitude to Ms Theresa Kaiser (*Washington College of Law, American University*); Dr Rolf Friedewald from the *Institute for Law and Finance, (Goethe-Universität Frankfurt am Main)* where I had a chance to talk to many eminent representatives of German doctrine of law; or Professor Thomas Eger (*Institute of Law and Economics, Universität Hamburg, Fakultät für Rechtswissenschaft*), one of the greatest authorities on the economic analysis of law. I also thank the employees of the *Institut für Weltwirtschaft* in Kiel and its *Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften*.

It has been possible to complete this work thanks to the rich resources of the library of the Faculty of Law and Administration of the Adam Mickiewicz University in Poznan and here I would like to express my gratitude to its head, Ms Beata Ciesielska and the library staff for their help.

The research projects was possible also owing to financial support received from the National Centre of Science for which I am also very grateful.

Research work is my real passion and yet it is not completely devoid of dilemmas and moments of tiredness, when the support of close family members is

invaluable. A favourable supportive atmosphere enabling the research is essential. Without the support of my wife who has created perfect conditions for me to continue the work and has frequently been the first reviewer of some theses I have formulated, it would have not been possible to write this book. Ania, thank you so much!

Wstęp

Analizując otaczającą nas rzeczywistość, widzimy jej różnorodność i wielopłaszczyznowość. Współczesny świat różni się od tego znanego jeszcze kilkadziesiąt lat temu. Postępująca globalizacja, rozwój i innowacje zmieniają życie, niosąc ze sobą wiele pozytywów, ale także i zagrożeń. Tendencją powszechnie zauważalną jest wzrastające znaczenie czynnika ekonomicznego w sferze realnej, tj. codziennej aktywności człowieka. Towarzyszy temu niekiedy refleksja, iż wobec obiektywnego charakteru zjawisk ekonomicznych, mierzalnych i logicznych, mają one prawo wyznaczać trendy życia codziennego. W rezultacie postępuje proces jego ekonomizacji, także w obszarze prawa. Przemyslenia na ten temat stanowiły impuls do podjęcia przez autora badań na temat zależności jakie istnieją pomiędzy tymi dwoma światami: prawa i ekonomii, ujmowanymi w realiach funkcjonujących rynków finansowych. Ich efektem jest niniejsza publikacja, zatytułowana *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomizacji prawa*. Tytuł ten być może dla niektórych nieco teoretyczny, sformułowany został nieprzypadkowo i nawiązuje do kilku problemów, które – zdaniem autora – stanowią współcześnie o najważniejszych sprawach związanych z funkcjonowaniem rynku finansowego. Rynku, który prezentowany jest w tym miejscu w liczbie pojedynczej i traktowany w tytule raczej jako symbol obecnej nam rzeczywistości. Silnie zekonomizowanej i nastawionej na pomnażanie zysków, które przynajmniej w założeniu, przyczyniać mają się do zwiększania dobrobytu globalnej społeczności.

Przenikanie owej sfery ekonomicznej do sfery realnej określane jest terminem „finansjalizacji” życia, która skutkuje niespotykanymi dotychczas zmianami w wielu aspektach codziennego życia¹. Zmianie ulegają relacje międzyludzkie,

¹ Zob. na ten temat P.H. Dembinski, *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Warszawa 2011; M. Wrzesiński, *Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity?*, w: K. Ostaszewski, E. Kosycarz [red. nauk.], *Rozwój nauk o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jego ewolucji*, Warszawa 2011, s. 293-305; G. Ritzer, „Hyperconsumption” and „Hyperdebt”: A „Hypercritical” Analysis, w: R. Brubaker, R.M. Lawless, C. J. Tabb [red.], *A Debtor World. Interdisciplinary Perspective on Debt*, Oxford 2012, s. 60-86.

zasady prowadzenia działalności gospodarczej, sposób kształcenia, spędzania wolnego czasu, a ich wyznacznikiem staje się nowy fetysz naszych czasów – pieniądź². I choć od momentu jego narodzin był on zawsze ważnym elementem ludzkiego życia, to jednak poprzez wskazany proces finansjalizacji odnieść można wrażenie, iż stał się obecnie dobrem numer jeden, w rezultacie wymuszając skierowanie na nowe tory sposób myślenia o architekturze otaczającego nas świata, w której kreacji niebagatelną rolę odgrywa prawo. Prawo postrzegane instrumentalnie, rozpatrywane jest jako złożony proces społeczny będący ważnym elementem utrzymania homeostazy społecznej, a więc czerpiąc z nauki biologii, powiedzielibyśmy stanu równowagi (stałości) pomiędzy elementami określonego systemu. W przypadku rynku finansowego i prawa normującego jego funkcjonowanie, zwraca uwagę nie zawsze dostrzegana zależność polegająca na relacji, jaka istnieje pomiędzy rynkiem finansowym a systemem społecznym. Pierwszy z wymienionych jest bowiem częścią większej całości, a więc systemu finansowego, który z kolei uczestniczy w tworzeniu systemu gospodarczego, będącego natomiast częścią system społecznego. Oznacza to tym samym, iż jakiegokolwiek zakłócenia na rynku finansowym, prędzej czy później będą miały swoje konsekwencje w systemie społecznym. Potwierdzenia tej tezy, która szczegółowo omówiona zostanie w dalszej części książki, nie trzeba szukać daleko. A jest nim ostatni kryzys finansowy, zapoczątkowany spektakularnym upadkiem ikon amerykańskiej bankowości, które dotychczas traktowane były jako tzw. podmioty *too-big-to fall* (zbyt duże aby upaść), co, jak się okazało, nie do końca było prawdą. Źródłem ich upadku dopatrywano się w pierwszym rządzie w nieegzekwowaniu odpowiednich przepisów przez wyznaczone do tego organy, przy jednoczesnym istnieniu w obrocie wadliwych rozwiązań prawnych dotyczących określonych aspektów funkcjonowania rynku. Jednak wskazać tu należy na jeszcze jeden istotny czynnik. **Upadek wartości i kryzys humanizmu, który doprowadził do tego, iż chciwość wygrała ze zdrowym rozsądkiem, godząc przy tym w autorytet prawa.** Zapomniano, iż jest też tak, że sfera gospodarcza nie jest wyznaczana tylko obiektywnymi prawami, lecz zależy także od stanu świadomości tych, którzy mają wpływ na podejmowane decyzje prawne, ale także i tych którzy są ich adresatami. Zgodzić należy się z tezą M. Szyszkowskiej, iż „dzisiejsze procesy globalizacji ekonomicznej wyprzedziły przemiany w świadomości jednostek. Nastąpiły one wcześniej niż przeobrażenia w hierarchii wartości (...) Sprawą o nadrzędnym znaczeniu jest obecnie określenie hierarchii wartości i stosowne do tego wydawanie przepisów prawnych. Jest oczywiste, że u podstaw prawa pozytywnego

² C. Nagel, *Money as a fetish. The financial market crisis from a psychodynamic perspective*, w: S. Long, B. Sievers [red.], *Towards a Socioanalysis of Money, Finance and Capitalism. Beneath the surface of the financial industry*, London 2012, s. 43-57.

powinny leżeć określone wartości, które w danym czasie, w danym państwie mają być wcielane w życie”³.

Dlatego też konstruując koncepcję książki, autor uznał, iż konieczne jest dokonanie analizy procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego w inny niż czyniono to dotychczas sposób. A mianowicie poprzez osadzenie jej nie tylko w mechanicznej egzegezie przepisów prawa, ale przede wszystkim w szerszej perspektywie humanistyczno-aksjologicznej. Ów zwrot spowodowany jest faktem, iż dotychczasowe analizy rozwiązań prawnych rynku finansowego dotyczyły poszczególnych, szczegółowo omawianych rozwiązań, którym nie zawsze towarzyszyła głębsza refleksja nad zasadnością ich przyjmowania. Choć w wielu doskonałych pracach tworzonego nowego nurtu prawa rynku finansowego⁴ prezentowane były tendencje, których połączenie pozwalało na stworzenie określonej koncepcji, której celem mogłaby być charakterystyka regulacji mających za swój przedmiot funkcjonowanie rynku finansowego.

Powyzsza refleksja doprowadziła autora do opracowania koncepcji publikacji, w której badaniu poddany zostanie proces tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, charakteryzujący się silną ekonomizacją. Przejawem jej jest powsta-

³ M. Szyszkowska, *Zależność zjawisk ekonomicznych od świadomości jednostek i kształtującej ją edukacji*, w: J. Oniszczuk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010, s. 454-455.

⁴ Zob. przykładowo E. Fojcik-Mastalska, *Ocena stanu prawa bankowego*, w: A. Kostecki [red.], *Prawo finansowe i nauki prawa finansowego na przełomie wieków*, Kraków 2000, s. 281-282; E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, s. 19-26; C. Kosikowski, *Nowe prawo rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego*, op. cit., s. 27-38; C. Kosikowski, M. Olszak, *Od prawa bankowego do prawa rynku finansowego*, w: J. Głuchowski [red.], *System prawa finansowego*, Tom IV, Warszawa 2010, s. 224-250; Z. Ofiarski, *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego*, op. cit., Warszawa 2016, s. 137-160; M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013; A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008; R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011; M. Olszak, *Bankowe normy ostrożnościowe*, Białystok 2011; W. Srokosz, *Instytucje parabankowe w Polsce*, Warszawa 2011; D. Wojtczak, *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012; A. Zalcewicz, *Bank lokalny. Studium prawne*, Warszawa 2013; M. Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011; D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, Warszawa 2013; E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013; A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Warszawa 2014; P. Zawadzka, *Instrumenty finansowe w gospodarce gminy*, Warszawa 2015; A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009; P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011; L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, Warszawa 2011; P. Stanisławiszyn, *Status Komisji Nadzoru Finansowego w polskim systemie bankowym*, w: W. Góralczyk [red. nauk.], *Problemy współczesnej bankowości. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2014, s. 296 i nast.

wanie na rynku kolejnych innowacyjnych rozwiązań (instrumentów finansowych), które, ze względu na swój strategiczny charakter, powinny być objęte ramami prawnymi. Procesowi temu nieobca jest tzw. dialektyka regulacyjna, polegająca na nieustannej konkurencji pomiędzy prawodawcą a rynkiem. Skutkiem bowiem nowych form inwestycji jest tworzenie nowych rozwiązań prawnych, których chęć uniknięcia prowadzi z kolei do opracowywania przez rynek kolejnych innowacji. Z tego też między innymi powodu trwa nieustanna próba sił, która przybiera do tego charakter globalny, co spowodowane jest ponadnarodowym charakterem współczesnych rynków finansowych. Takowy ma także europejski rynek finansowy, obejmowany kolejnymi regulacjami prawnymi tworzonymi przez prawodawcę europejskiego, który w ostatnim czasie wykazuje niespotykaną dotychczas (nad)aktywność w tym względzie.

Jej efekty wykorzystane zostaną w pracy dla zilustrowania określonych założeń. Ze względu na ilość i szczegółowość rozwiązań prawnych dotyczących funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej niemożliwe i niecelowe jest ich szczegółowe opisywanie. Dylemat jaki towarzyszy ich wykorzystaniu, związany jest także z faktem istnienia niekiedy w obrocie dwóch rodzajów źródeł prawa. Po pierwsze tych, które wkrótce przestaną obowiązywać, a po drugie tych, które uchwalone i opublikowane będą stopniowo zajmować (albo już zajmują) miejsce tych pierwszych. W tej sytuacji zdecydowano o wyborze drugich z nich, jako aktów prawnych mających stanowić tło dla prowadzonych rozważań.

Rozważań, które, jak zostało to wskazane, mają uwzględniać w znacznej mierze wątek społeczno-aksjologiczny przyjmowanych rozwiązań prawnych i dążyć do wykazania następującego twierdzenia. **Dogłębna analiza natury rynku finansowego (jego funkcji i znaczenia), uzupełnionych o dotychczasowe działania prawodawcy w odniesieniu do tego rynku (przede wszystkim europejskiego) pozwala przyjąć, iż naczelną wartością, na której oparte musi zostać jego funkcjonowanie jest zaufanie.** Pojęcie to jest obecnie nadużywane zarówno w dyskusjach o prawie, jak i w nim samym. Można odnieść wręcz wrażenie, iż dążymy do stworzenia nowego, pięknego świata, opartego na fundamencie o nazwie „zaufanie”. Tymczasem rzadko towarzyszy temu głębsza refleksja nad jego naturą. Dlatego nie sposób nie wskazać w tym miejscu na wyjątek w tym względzie, za który uznać należy rozważania T. Staweckiego, który pisząc o relacji prawo – zaufanie, wskazuje na cztery, jakże ważne, typy powiązań pomiędzy ludzką relacją zaufania a porządkiem prawnym (rozumianym przez autora w tradycyjny pozytywistyczny sposób). Wyróżnia on⁵:

- 1) sytuację, w której zaufanie stanowi warunek *sine qua non* funkcjonowania określonej instytucji prawnej;
- 2) sytuację, w której zaufanie postrzegane jest jako przedmiot ochrony, uznana wartość prawna, bez której można żyć, jednak bez której ist-

⁵ T. Stawecki, *Prawo i zaufanie. Refleksja czasu kryzysu*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys*, op. cit., s. 122 i 125.

nienia prędkiej czy później następuje delegitymizacja określonych instytucji prawnych, a nawet, jak uważa autor prezentowanej koncepcji, odrzucenie całego porządku prawnego;

- 3) sytuację, w której prawo jest substytutem zaufania w pewnej relacji społecznej;
- 4) sytuację, w której prawo jest traktowane jako alternatywa zaufania.

Poczynione zaznaczenie ma na celu ukazanie relacji, która najbliższa jest rozważaniom w niniejszej książce, a której autor uznaje, iż **w osiągnięciu opisywanego zaufania niezbędna jest ochrona określonych dóbr, charakteryzowanych niekiedy jako globalne, takich jak: stabilność i bezpieczeństwo rynku.** Celowi temu wydają się być podporządkowane działania współczesnego prawodawcy, który coraz częściej sięga do regulacji o charakterze publiczno-prawnym, poprzez które jednak w zauważalny sposób ingeruje także w sferę prywatnoprawną. Mamy więc do czynienia z aktywnością prawodawcy zarówno w wymiarze wertykalnym, jak i horyzontalnym. Co więcej, jego aktywność pozostaje pod silnym wpływem procesu ekonomizacji i finansjalizacji prawa. Rodzi to prawdziwe wyzwania i **konieczność nowego spojrzenia na proces tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego.** W opinii autora owa nowość musi przejawiać się **w uwzględnieniu wątku ludzkiego w tym procesie. Człowiek jest bowiem źródłem podstawowych wartości rynku, z których za najważniejsze uznane zostało wspomniane zaufanie.** Zgodzić należy się więc z twierdzeniem, iż „prawo, jako niezmiernie dziś rozbudowane zbiory reguł i zasad postępowania, reguł przyznających kompetencje do podjęcia określonych działań, a także reguł wyznaczających konsekwencje wcześniejszych zachowań, jest niezwykle silnie związane ze wspomnianą relacją między ludźmi nazywaną zaufaniem. Mam przy tym wrażenie, że ten aspekt prawa był niezmiernie rzadko dostrzegany przez prawników analizujących i kształtujących praktykę tworzenia i stosowania prawa, jak i tych, którzy próbowali taką praktykę opisać, wyjaśnić, zrozumieć i w jakiś sposób zaprojektować”⁶. Myśl ta zyskuje na znaczeniu obecnie, w czasach kiedy, jak pisze A. Giddens, wśród gwałtownych zmian wyczerpują się tradycyjne formy zaufania. W czasach przeszłych jego fundamentem była bowiem wspólnota lokalna. Dziś w zglobalizowanym świecie coraz częściej uzależnieni jesteśmy od ludzi funkcjonujących niejednokrotnie na drugim końcu świata, podejmujących na przykład decyzje globalne, oddziałujące jednak lokalnie⁷.

Ze względu na zmieniający się charakter współczesnych rynków finansowych, które opisać należy jako złożone, skomplikowane, dynamiczne i abstrakcyjne, **konieczne jest więc zastosowanie nowych form regulacji**, np. miękkiego prawa czy też wykorzystanie klauzul generalnych. Powinny one uwzględniać specyfikę

⁶ Ibidem, s. 117.

⁷ A. Giddens, *Socjologia*, Warszawa 2008, s. 698.

regulowanej materii, dla której funkcjonowania istotne są elementy trudne do zdefiniowania, jak przykładowo: ryzyko, zaufanie, pokusa nadużycia, efektywność itp.

W procesie tworzenia i stosowania prawa **należy uwzględnić specyfikę regulowanej materii**, jaką jest rynek finansowy. Problemem jest przy tym określenie optymalnego obszaru regulacji, to znaczy takiego, który mieścić się będzie w zakresie wyznaczonym przez niedoregulowanie z jednej strony i przeregulowanie z drugiej strony. Wątpliwości, które w związku z tym się pojawiają, dotyczą między innymi możliwości zakazania oferowania określonych form inwestycji (instrumentów finansowych).

Mając powyższe na uwadze, niemożliwe jest więc obecnie bezrefleksyjne działanie prawodawcy, który musi sięgnąć do źródeł. Odnajdujemy je w określonych koncepcjach prawa, odwołując się do których jesteśmy w stanie znaleźć odpowiedzi na nurtujące nas dziś pytania, pojawiające się w procesie tworzenia i stosowania prawa. Wspomnieć należy w tym miejscu o koncepcjach L. Petrażyckiego czy też realizmu prawniczego, a także zyskujących ostatnio na popularności koncepcjach behawioralnych (wyrastających po części z nurtu ekonomicznej analizy prawa, określanego także jako *Law&Economics*). Ważne jest przy tym, jak ma zostać to wykazane, niewyidealizowane postrzeganie adresata norm, który posiada swoje pozytywne cechy, ale i wady, które wpływają na sposób odbioru przez niego prawa (rynku finansowego) w czasach, kiedy to widoczny staje się wzrost znaczenia i roli rynków finansowych w jego życiu. Wspomniany aspekt behawioralny ma przy tym niebagatelne znaczenie. „Świadomość człowieka warunkuje treść i kierunek ludzkich działań. Nie jest trafny pogląd, w myśl którego zmiana okoliczności zewnętrznych prowadzi automatycznie do zmian świadomości. Odwrotnie. W świadomości człowieka należy szukać powodów, dla których rzeczywistość podlega przeobrażeniom”⁸.

Mechanizmy rynkowe (finansowe) zaczynają wywierać silny wpływ na codzienne życie odbiorców usług finansowych, wśród których wyróżnić można dwie grupy: odbiorców profesjonalnych oraz nieprofesjonalnych – ujmowanych najczęściej w kategorii konsumentów usług finansowych. Pierwsza z wymienionych grup z racji posiadania odpowiedniego zaplecza intelektualno-finansowego z całą pewnością w mniejszym stopniu narażona jest na negatywne aspekty omawianego wpływu, takie jak przykładowo: wykorzystywanie słabszej pozycji strony, narzucanie niekorzystnych warunków umów, wprowadzanie w błąd, „granie na emocjach” itp. Mimo tego funkcjonowanie zarówno podmiotów profesjonalnych, jak i nieprofesjonalnych oparte jest na elemencie ludzkim – bowiem zawsze to właśnie człowiek podejmuje ostateczne decyzje inwestycyjne, których skutki oddziałują nie tylko na jego codzienne życie, ale także i na inne osoby tworzące daną grupę społeczną.

⁸ M. Szyszkowska, *Zależność zjawisk ekonomicznych od świadomości jednostek i kształtującej ją edukacji*, op. cit., s. 458.

W konsekwencji powstawać zaczęły nowe regulacje, których cechami charakterystycznymi są złożoność i wieloaspektowość, ale także i obszerność, szczegółowość, niezrozumienie. Analiza najważniejszych rozwiązań europejskiego rynku finansowego wskazuje na chęć uregulowania przez prawodawcę unijnego wszystkich elementów tego rynku. W procesie tym widoczna jest jego determinacja i konsekwencja. Co ważne, towarzyszą mu także cele, wyrażane najczęściej w preambułach do poszczególnych aktów prawnych. Prawodawca europejski, usprawiedliwiając w nich swą ingerencję w funkcjonowanie rynku finansowego, podkreśla między innymi konieczność zapewnienia mu bezpieczeństwa i stabilności oraz przejrzystości funkcjonowania, a także ochronę konsumenta usług finansowych, przy jednoczesnym wykorzystaniu tradycyjnych i nowych technik regulacji rynku finansowego. Do tych ostatnich zaliczyć należy przede wszystkim tzw. *soft law*, a więc miękkie prawo, niemieszczące się niejednokrotnie w katalogach tradycyjnych źródeł prawa. W opinii autora wykorzystywanie licznych pojęć niedookreślonych (klauzul generalnych) w połączeniu z nowymi instrumentami regulacji rynku finansowego, stanowi o istocie współczesnego procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego. Prawa, które z całą pewnością uznać należy za nową dziedzinę prawa finansowego, a być może nawet już i osobną gałąź prawa, obejmującą poza tradycyjnymi finansowymi elementami badań, także kwestie administracyjne, cywilne i karne oraz te będące domeną innych nauk, tj. ekonomii, psychologii oraz socjologii. Bowiem tylko interdyscyplinarne ujęcie rynków finansowych daje możliwość zrozumienia mechanizmów jego funkcjonowania i stanowi podstawę racjonalnego procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego.

Jednym z centralnych podmiotów, które decydują o istocie rynku finansowego, ale także jego regulacjach, co należy jeszcze raz podkreślić – jest człowiek. To bowiem on, jak zostało to już wspomniane, podejmuje określone decyzje inwestycyjne. To on jest potencjalnym odbiorcą poszczególnych, niekiedy niezwykle wyszukanych (i niezrozumiałych) produktów finansowych. Dlatego jedną z tez pracy jest **konieczność spojrzenia na proces tworzenia i stosowania prawa rynku finansowanego z uwzględnieniem aspektów behawioralnych**, odnoszących się do uczestników rynku, których zachowania wpływają na ten proces. Jednocześnie zachowania te są niejako sterowane poprzez istniejące regulacje prawne. Fundamentem, na którym opierają się omawiane zależności jest z kolei prawo, którego istotą jest ochrona określonych wartości, w tym wspomnianych bezpieczeństwa i stabilności rynku finansowego.

Wybór „optymalnego” sposobu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego jest trudny, gdyż wymusza wybór pomiędzy interesem państwa (jego stabilnością i bezpieczeństwem) oraz społeczeństwa z jednej strony, a z drugiej strony interesem instytucji finansowych, opierających swoje funkcjonowanie na idei wolności gospodarczej, tak ważnej dla zrównoważonego rozwoju gospodarczego

państwa. Instytucje te jednak powinny w swej działalności dostrzegać czynnik ludzki i korzystać z dorobku nurtu *business and human rights*. Zarówno w pierwszym, jak i w drugim przypadku ostatecznym odbiorcą korzyści jest społeczeństwo. Dlatego w ocenie autora **dążyć należy do stworzenia systemu opartego na zabezpieczeniu praw konsumentów usług finansowych** (obejmującego wsparcie ich edukacji i świadomości finansowej) **przy jednoczesnym zapewnieniu nieskrępowanego funkcjonowania rynku finansowego** (poddanego jednak nadzorowi), **uwzględniającemu w swych działaniach czynnik ludzki i zaufanie**. „Prawnicy powinni więc zrezygnować z przyjemnego stanu satysfakcji, iż ich wytwory i instrumenty automatycznie służą wzmacnianiu zaufania społecznego. Powinni zadać sobie pytanie, czy rzeczywiście jest tak, iż przepisy, instytucje, sankcje i temu podobne rozwiązania omawianą relację między ludźmi umacniają. Być może musimy również zmieniać nasze myślenie o prawie, aby nie godziło ono w zaufanie – fundament społeczeństwa – abyśmy nie musieli ograniczyć się do nadziei na uniknięcie coraz poważniejszych zaburzeń społecznych”⁹. Prawo jako narzędzie polityki musi dążyć do prakseologicznego kierunkowania określenia relacji pomiędzy regulacją a stanem rzeczywistości, do której owa regulacja ma się odnosić¹⁰. Dlatego tak ważne jest właściwe rozeznanie przez architekta wyborów, jak w pracy nazwany zostanie prawodawca, regulowanej materii. Znajomość przez niego jej specyfiki, niuansów, a przede wszystkim, co po raz kolejny należy zaznaczyć, wyznaczenie wartości, które poprzez jego działania mają być chronione. „Podmioty tworzące prawo [ale i je stosujące – T.N.] działają racjonalnie wówczas, jeżeli ich decyzje podejmowane są na gruncie najlepszej w danych warunkach wiedzy o okolicznościach działania oraz w sposób odpowiadający przyjmowanym preferencjom i przyjmowanej taktyce podejmowania decyzji. Inaczej prawo jest tworzone racjonalnie, jeżeli ustanowienie jakiś norm prawnych jest, na gruncie najlepszej w danych okolicznościach wiedzy, środkiem dla realizacji wyznaczonych i akceptowalnych celów”¹¹. Zadaniem autora jest natomiast uczestniczenie w tym procesie poprzez analizę wybranego obszaru wiedzy dotyczącego natury i istoty procesu tworzenia oraz stosowania prawa rynku finansowego.

⁹ T. Stawecki, *Prawo i zaufanie. Refleksja czasu kryzysu*, op. cit., s. 131.

¹⁰ A. Nowak-Far, *Wątroba Prometeusza. Kryzys jako czynnik wyzwalamy prometeizm prawa*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, op. cit., s. 242.

¹¹ A. Michalska, S. Wronkowska, *Zasady tworzenia prawa*, Poznań 1980, s. 27.

Introduction

When analyzed from a closer perspective, the reality around us looks quite diverse and complex. The world today differs greatly from what it was decades ago. Globalisation, development and innovations – all these bring about substantial changes to our lives. And although these changes are generally positive, at times they pose certain risks and threats. A commonly noticed tendency is the growing significance of economic factors present in the real sphere, i.e. in human everyday activity.

Because economic phenomena are objective, measurable and logical, they may appear to have a right to determine trends in everyday life. Life becomes economized, as does the sphere of legal regulations. Hence the idea of researching the interdependencies between the world of the law and the world of the economy in the context of today's financial markets. This book, entitled "Creation and enforcement of financial market law in the light of the economization of law" is the result of research undertaken. Its title, though it may seem rather theoretical, is not accidental and refers to many issues which in the author's opinion are major determinants of the financial market and its functioning today. The reference to a market rather than markets has been made deliberately. In the deliberations presented in this book, the financial market symbolizes the world as it is today: highly economized and profit focused, where the gains are meant, at least theoretically, to increase the well-being and welfare of the global community.

This permeation of the real sphere by the economic sphere is defined as the „financialization” of life and results in changes in many aspects of everyday life to an extent never before encountered.¹ Changes occur in human relationships, business relations, education, or ways of spending free time, all becoming determined by a new fetish – money.² Since the time it was created, money has always been

¹ See: P.H. Dembinski, *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Warszawa 2011; M. Wrzesiński, *Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity?*, in: K. Ostaszewski, E. Kosycarz [eds], *Rozwój nauk o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jego ewolucji*, Warszawa 2011, p. 293-305; G. Ritzer, „Hyperconsumption” and „Hyperdebt”: A „Hypercritical” Analysis, in: R. Brubaker, R.M. Lawless, Ch. J. Tabb [eds], *A Debtor World. Interdisciplinary Perspective on Debt*, Oxford 2012, pp. 60-86.

² C. Nagel, *Money as a fetish. The financial market crisis from a psychodynamic perspective*, in: S. Long, B. Sievers [ed.], *Towards a Socioanalysis of Money, Finance and Capitalism. Beneath the surface of the financial industry*, London 2012, pp. 43-57.

an important element in human life, but it was only through financialization that it seems to have become the number one good, enforcing a new way of thinking about the architecture of the world around us, and in which law plays a substantial role. Law treated instrumentally is considered as a complex social process as one of the major elements necessary to maintain social homeostasis, or, to take an example from biology, to maintain an equilibrium between different elements of a given social system. In the case of the financial market and the law regulating its functioning, there is a certain dependence, which frequently passes unnoticed, arising from the relationship between the financial market and the social system, the former being a part of a greater whole – the financial system participating in the creation of the economic system, the latter being in turn a part of the social system. This means that any disturbance in the financial market will sooner or later have consequences in the social system. We do not need to go far to confirm this thesis which will anyway be discussed in detail in this book. The recent financial crisis began with the spectacular fall of the icons of American banking, until then treated as too big to fail. The reality, however, proved different. It was originally claimed that the first and foremost reason for the fall was a failure to enforce certain regulations by bodies specifically appointed to do so, combined with some defective legal solutions governing certain aspects of the functioning of the financial market. There was another factor to it as well. It was **the decline of values and the crisis of humanism which led to a situation in which greed defeated common sense, and was an insult to the authority of law**. It was also forgotten that the economic sphere is not only determined by objective laws but also depends on the level of awareness among those who influence certain legal decisions made as well as those to whom these decisions are addressed. Thus one should agree with the thesis proposed by Maria Szyszkowska that “today’s processes of economic globalisation occurred ahead of the changes in the awareness of individuals. They happened before transformations took place in the hierarchy of values (...). Currently, of higher priority is to establish the hierarchy of values and the relevant creation of legal regulations. It is obvious that what should lie at the foundations of positive law are those values which a state wishes to enforce at a given time”.³

Therefore, when developing the concept of this book, the author decided to analyze the process of creating and enforcing the laws governing the financial market differently from how it has been done so far. In this approach, he will not only base his analysis on a mechanical exegesis of legal regulations, but first and foremost on a wider humanistic and axiological perspective. Having said that it must also be said that there have been many publications in which tendencies characteristic

³ M. Szyszkowska, *Zależność zjawisk ekonomicznych od świadomości jednostek i kształtującej ją edukacji*, in: J. Oniszczyk [ed.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010, pp. 454-455.

of the new trend emerging in the financial market law⁴ have been described and which, combined, were meant to identify regulations of financial markets. However, many tended to focus on individual solutions adopted, explain them in detail and discuss them in-depth, and were seldom accompanied by a deeper reflexion on the purpose of their adoption.

Hence the concept of a book whose focus will be on the examination of how law is created and applied, or made and enforced, in a highly economized financial market. One of the characteristics of such a market are financial instruments developed as a result of innovative solutions, and which, due to their strategic character, should fall under certain legal norms. Another characteristic of an economized market are the regulatory dialectics in it – a continuous competition between a legislator and a market in which new forms of investments enforce the adoption of new legal solutions the market then attempts to avoid, leading in consequence to more innovations. Hence the never-ending test of strength between the two even becoming global when supranational financial markets are involved. The European Union financial market is global too as it is subject to an array of legal regulations adopted by the EU's legislator, recently rather hyperactive (read: over-productive).

The effects of EU legislation will be referred to later in the book and be used to illustrate certain assumptions. The provisions and nuances regulating the financial

⁴ See for example E. Fojcik-Mastalska, *Ocena stanu prawa bankowego*, in: A. Kostecki [ed.], *Prawo finansowe i nauki prawa finansowego na przełomie wieków*, Kraków 2000, pp. 281-282; E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, in: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [eds], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, pp. 19-26; C. Kosikowski, *Nowe prawo rynku finansowego Unii Europejskiej*, in: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [eds], *Prawo rynku finansowego*, op. cit., pp. 27-38; C. Kosikowski, M. Olszak, *Od prawa bankowego do prawa rynku finansowego*, in: J. Głuchowski [ed.], *System prawa finansowego*, Volume IV, Warszawa 2010, pp. 224-250; Z. Ofiarski, *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego*, in: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [eds], *Prawo rynku finansowego*, op. cit., Warszawa 2016, pp. 137-160; M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013; A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008; R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011; M. Olszak, *Bankowe normy ostrożnościowe*, Białystok 2011; W. Srokosz, *Instytucje parabankowe w Polsce*, Warszawa 2011; D. Wojtczak, *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012; A. Zalcewicz, *Bank lokalny. Studium prawne*, Warszawa 2013; M. Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011; D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, Warszawa 2013; E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013; A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Warszawa 2014; P. Zawadzka, *Instrumenty finansowe w gospodarce gminy*, Warszawa 2015; A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009; P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011; L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, Warszawa 2011; P. Stanisławiszyn, *Status Komisji Nadzoru Finansowego w polskim systemie bankowym*, in: W. Góralczyk [ed.], *Problemy współczesnej bankowości. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2014, p. 296 et seq.

market in the EU are so detailed and numerous that it would be pointless to try to describe them all in detail in this book. The dilemmas accompanying their application are also due to the fact that sometimes we have to deal with two sources of law: one, consisting of laws that will soon stop being applicable and binding and one made of laws just made and published, and which will gradually be replacing, or have already replaced, the former. For the purpose of the research and deliberations presented in this book, it was decided to review the latter.

The social and axiological aspect of legal regulations has been taken into account in order to arrive at the following thesis: **A thorough and detailed analysis of the nature of a financial market (its functions and importance), complemented with the legislator's activities undertaken in this market (mainly the EU market) so far, allows us to state that the supreme value upon which the functioning of a financial market should be based is trust.** The word "trust" has recently been abused in discussions about law and in the law itself to the extent that we might even get the impression that soon the world will transform itself into a wonderful place founded on nothing but "trust". And yet, those who use the word "trust" rarely give it more profound thought or reflect on the nature of trust. Of course notable exceptions to the rule do exist, as for example the deliberations of Tomasz Stawecki on the law–trust relationship. Stawecki identified four extremely important types of relations between trust and legal order (understood in the traditional positivist way) and distinguished between:⁵

1. A situation in which trust is a *sine qua non* condition for the functioning of a given legal institution,
2. **A situation where trust is perceived as a subject to protection, a recognised value whose absence, although living without it is still possible, will sooner or later result in the delegitimation of certain legal institutions, or even the rejection of the whole legal order,**
3. A situation in which, in a certain social relationship, law is a substitute of trust,
4. A situation where law is treated as an alternative to trust.

The bold type above indicates the relationship which is the closest to the deliberations presented in the book. In the author's opinion in order **to secure trust as described above, the protection of certain goods such as stability and security of the market is indispensable and these goods are sometimes characterized as global.** The activity of today's legislator seems to have been submitted to achieving this goal as well. Current legislators tend to reach out for legal regulations available in public law even more often, despite the fact that by doing this they may interfere in the private sphere as well. Thus their activity is vertical as well as horizontal, and still much influenced by the process of the economiza-

⁵ T. Stawecki, *Prawo i zaufanie. Refleksja czasu kryzysu*, in: J. Oniszczyk [ed.], *Normalność i kryzys*, op. cit., p. 122 and 125.

tion and financialization of law. Hence real challenges and **the need for a fresh look at the process of the creation and enforcement of financial market law**, which in the author's opinion **should take the human factor into account. After all, it is man who is the source of the fundamental main market values, of which trust has been considered the most important one.** We must agree with the statement that "law as it is today, made up of extensively elaborated sets of rules and principles of behaviour, rules of granting competences to act, or determining the consequences of certain behaviours, is very strongly tied to the relationship between people and this relationship is called trust. It seems to me that this aspect of law passed largely unnoticed by lawyers who analyzed and shaped the practice of the creation and enforcement of law as well as those who have attempted to describe, explain, understand or design such practice."⁶ This becomes even more topical today, as Anthony Giddens writes, in times when rapid changes are eroding traditional forms of trust. In the past trust was founded upon a local community. Today, in the globalized world, we depend more and more often on others who frequently operate from a completely different part of the world, and whose global decisions have local repercussions.⁷

The changing character of contemporary financial markets, which are complex, dynamic and abstract, requires new forms of regulation, such as, for example, soft law or general clauses. These ought to account for the specificity of the issues regulated, whose functioning is contingent upon elements that are hard to define such as risk, trust, temptation to abuse, efficiency and the like.

In creating and enforcing law, the specificity of the matter to be regulated (here, the financial market) must be taken into account. Determining the optimal scope of regulation so that it would fit within an area marked by under-regulation on the one hand and over-regulation on the other may also pose a problem. An example may for instance be a potential ban on certain forms of investment (or financial instruments).

With the above in mind, a legislator cannot act lightly, but must refer to the sources. These are embedded in different concepts of law which provide answers to many questions that emerge in the process of law making and its later application. Leon Petrażycki's concepts of law, or legal realism are worthy of note here, and so are behavioural concepts that have recently gained in popularity (originating, partly, from the economic analysis of trends in the law, also termed *Law&Economics*). It is important to ensure that when doing so, a legislator will not idealise the addressee of a norm (a human being with all his virtues but vices as well), and all these determine his reaction to market laws in times when the role and importance of financial markets is beginning to play an important role in his life. The behavioural aspect is of capital importance. "Human consciousness is responsible for the content and direction of man's actions. It is not that a change

⁶ *Ibidem*, s. 117.

⁷ A. Giddens, *Socjologia*, Warszawa 2008, p. 698.

of external conditions automatically results in a change of consciousness. On the contrary. The reasons why reality is undergoing transformations must be looked for in human consciousness.”⁸

Market mechanisms (financial) are beginning to have an increasing influence on the everyday lives of recipients of financial services. Among the latter the following two groups may be distinguished: professional and non-professional recipients, more commonly referred to as consumers of financial services. Professional recipients possess knowledge and financial resources and are therefore better safeguarded against the negative impact of market mechanisms, such as for example taking advantage of the weaker side of the other party, enforcing unfavourable terms and conditions of contracts, misleading or misrepresentation, playing on emotions, and the like. And yet, in the operations of both, professional and non-professional entities alike, there is a human element present. After all, at the end of the day it is always a man who makes the final investment decision the effects of which do not only affect his everyday life but also the lives of other people in a given social community.

In the reality as described above, many of the recent regulations have been drafted in such a way as to cover many aspects and account for many possibilities; they are also elaborate, extensive and complex, too detailed and thus (frequently) incomprehensible. An analysis of the main regulations of the European financial market shows the real determination and consistency of the EU’s legislator to regulate all the elements present in this market. The purpose of the legal provision expressed in these regulations is usually stated in the preamble to individual legislative acts. The rationale for such an intervention in the financial market stated in the preamble includes, among other things, the necessity to ensure the safety and security, stability and transparency of the functioning of a financial market, and the protection of consumers of financial services. Both traditional and new techniques of financial market regulation are being used to achieve this goal, among the latter are soft law regulations. The author of this book is of the opinion that general clauses used in combination with new regulatory instruments are the core of the contemporary process of creating and enforcing financial market law. This law must be recognized as a new area of financial law, or perhaps even a separate branch of law that covers, apart from the traditional financial elements, also the administrative, civil and penal law issues, alongside matters traditionally in the domain of other sciences, i.e. economics, psychology and sociology. Only such an interdisciplinary approach to financial markets will allow an understanding of the mechanisms of its functioning and constitute the basis of a rational law-making process and subsequent enforcement of the laws in the financial market.

⁸ M. Szyszkowska, *Zależność zjawisk ekonomicznych od świadomości jednostek i kształtującej ją edukacji*, op. cit., p. 458.

One of the central entities deciding about the essence of a financial market and its regulations is the human being. This fact must be emphasized here again. It is a man who undertakes investment decisions. It is a man who is a potential recipient of various, sometimes quite complex or complicated (or incomprehensible) financial products. This is why – and this is one of the theses of this book – **the process of creating and enforcing financial market law must be examined with behavioural aspects in mind** as by and large it is the behaviour of market participants which influences this process. What must be remembered though is that the behaviour of market participants is determined, or directed so to say, by the legal regulations governing that market. This dependency is laid on law which seeks to safeguard certain values, of which the above mentioned security and stability of the financial market are but a few.

The choice of an “optimal” way of creating and enforcing financial market law is a difficult one because it requires choosing between the interest of the state (its stability and security) and the society on the one hand, and the interest of financial institutions on the other hand. Financial institutions operate on the basis of economic freedom which plays an important role in a country’s sustainable economic development. And yet, these institutions ought not to oversee the human factor in their operations but draw from the heritage of business and human rights. After all, in both cases it is the society which is the ultimate recipient of the resulting advantages. Therefore, as the author sees it, **efforts should be made to create a system that would ensure the rights of the recipients (buyers) of financial services** (including supporting their financial education and consciousness) **while securing at the same time the untrammelled** (although still supervised) **functioning of a financial market in which the human factor and trust will be accounted for.** “Lawyers should abandon the agreeable state of self-satisfaction and belief that their products and instruments will automatically serve to enhance social confidence. They should ask themselves whether it is really the case that the regulations, institutions, sanctions or similar solutions strengthen relations between people. We may well have to alter our thinking about law so that it does not injure trust which is the foundation of society, and so that we do not need to limit ourselves to hopes that major social disorders can be avoided”.⁹ Law as an instrument of politics must strive to prexeologically direct the relationship between a regulation and the real state of affairs to which this regulation is to apply.¹⁰ Thus the importance of a proper recognition by the ‘architect of choices’ – a name given in this book to a legislator – of the matter regulated. The awareness of the specificity of the matter, the nuances, and, which must be stressed once again, the determination of the values that are to be protected are therefore of the utmost

⁹ T. Stawecki, *Prawo i zaufanie. Refleksja czasu kryzysu*, op. cit., p. 131.

¹⁰ A. Nowak-Far, *Wątroba Prometeusza. Kryzys jako czynnik wyzwajający prometeizm prawa*, in: J. Oniszczyk [ed.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, op. cit., p. 242.

importance. "Entities which make law [and also apply it – T.N.] act rationally when their decisions are made on the basis of the best knowledge of the circumstances of operations and in a manner complying with the adopted preferences and tactics of decision-making. In other words, law is created rationally if the making of a norm, based on the best knowledge available under the given circumstances, is a means to achieve pre-determined and acceptable goals."¹¹ The author's task here is to take part in the process by way of examining a selected area or research related to the nature and essence of the process of creating and enforcing financial market law.

¹¹ A. Michalska, S. Wronkowska, *Zasady tworzenia prawa*, Poznań 1980, p. 27.

PRAWO RYNKU FINANSOWEGO JAKO PRZYKŁAD ZŁOŻONEGO ZJAWISKA SPOŁECZNEGO – O POTRZEBIE INSTRUMENTALNEGO POSTRZEGANIA PRAWA

Im dokładniej zatem staramy się zrozumieć świat społeczny, tym bardziej komplikuje się struktura naszych analiz, tym mniej potrafimy sformułować prostych zależności mówiących nam o tym, jak prawo kształtuje otaczający nas świat społeczny¹.

K. Frieske

1. Wprowadzenie

Analiza procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego wymaga przyjęcia określonych założeń na podstawie których będzie ona prowadzona. Jej istota oraz zakres zawierają się w badanej materii, tj. prawie rynku finansowego, uznawanym obecnie za jedną z ważniejszych dziedzin prawa finansowego. Wynika to oczywiście z roli, jaką współcześnie pełnią w codziennym życiu rynki finansowe. To one bowiem dostarczają „życiodajnego” kapitału gospodarce, zapewniając jej nieustanny wzrost i przyczyniając się tym samym do zwiększenia dobrobytu społeczeństw. Dobrobytu, dzięki któremu stajemy się bogatsi. Stać nas na więcej, co w konsekwencji owocować powinno naszym szczęściem i zadowoleniem. Czy jednak tak jest? Czy ów dobrobyt nie jest jedynie iluzoryczny i dotyczy jedynie „wybranych” spośród żyjących dziś na Ziemi społeczeństw? Jaką cenę należy ponieść, aby go osiągnąć? Odpowiedzi na powyższe pytania poszukują przedstawiciele rozmaitych nauk społecznych, w tym psychologii, socjologii, filozofii, ale także prawa i ekonomii. Owa interdyscyplinarność jest niezbędną. Bez niej bowiem niemożliwe jest formułowanie obiektywnych ocen, które mogą stać się następnie podstawą do wprowadzania zmian, mających na celu kreację otaczającej nas rzeczywistości, w której rynek finansowy jako najważniejszy element gospodarki, realizując swe funkcje i zadania, uwzględnić będzie nie tylko rachunek ekonomiczny. I choć praca

¹ K. Frieske, *Socjologia prawa*, Warszawa-Poznań 2001, s. 110-111.

ta z całą pewnością nie ma aspiracji do bycia uznaną za filozoficzną, to jednak wieloletnia fascynacja autora rynkami finansowymi zmusza go do sięgnięcia do „źródeł”, elementów aksjologicznych – wartości, które prawodawca musi wziąć pod uwagę tworząc prawo rynku finansowego. Proces ten należy utożsamiać z całokształtem czynności, opartych na racjonalnym modelu tworzenia prawa, który ma za zadanie opracowywanie przepisów prawa niezbędnych do właściwego funkcjonowania rynku finansowego, względnie uchylanie przepisów wadliwych lub nieaktualnych. Będzie ono niezakłócone, w sytuacji gdy przepisy prawne go regulujące „rozumieć” będą normowaną materię. Jest to tym bardziej istotne współcześnie, albowiem wydarzenia roku 2008 (ale i te po nim następujące) dowiodły, iż mimo istnienia szeregu rozwiązań prawnych w zakresie rynków finansowych, nie udało się ich uchronić przed globalnym kryzysem. Co ciekawe, jego źródłem stały się „proste” w swej konstrukcji instrumenty finansowe (derywaty, instrumenty sekurytyzacyjne itp.), z których część funkcjonowała poza jakimikolwiek ramami prawnymi. Z kolei te regulowane prawem, okazały się tak konstruowane i wykorzystywane, aby zachować zgodność z intencją (duchem) prawodawcy, jednakże osiągnąć inny od zamierzonego przez niego skutek. W konsekwencji działanie to umożliwiło podmiotom je stosującym realizować ponadprzeciętne zyski, rodząc przy tym niespotykane dotychczas ryzyko. Ryzyko, które zaowocowało kryzysem finansowym, który stał się z kolei wyzwaniem dla stosujących prawo (rządów, nadzorców, sądów).

Doświadczenia ostatnich lat wymuszają więc podjęcie badań na temat natury procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, który powinien zostać osadzony w szerszej perspektywie prawnej. Oznacza to wymóg zastanowienia się nad istotą prawa, jego celami i wartościami, którym ma służyć². Jako że prawo regulujące funkcjonowanie rynków finansowych w sposób oczywisty powiązane jest z ekonomią, w analizie tej rozważyć należy także możliwość zastosowania w niej elementów ekonomicznej analizy prawa, niedostosowywanej dotychczas na potrzeby prawa finansowego, w ramach której w ostatnich latach rozwijana jest między innymi tzw. behawioralna koncepcja prawa. W opinii autora dostarcza ona argumentów za twierdzeniem, iż **w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego należy respektować prawa i prawidłowości ekonomiczne, ale także i inne wartości (zasady)**, które służą ochronie podmiotów korzystających z dobrodziejstw rynków finansowych. Wartości te, jak się okazuje, od dawna pojawiają się w dyskursie prawniczym na temat istoty i roli prawa. Pamiętać przy tym jednak należy, iż wielopłaszczyznowe prowadzenie badań nad prawem, ujmowanym jako pewna wypowiedź normatywna, zjawisko społeczne czy też przeżycie psychiczne, z jednoczesnym włączeniem elementów aksjologicznych, wymaga nieustannej kontroli, uwzględniającej odrębność i wyjątkowość nauk prawnych³.

² J. Wróblewski, *Teoria racjonalnego tworzenia prawa*, Wrocław 1985, s. 243-247.

³ K. Opalek, *Swoistość prawoznawstwa a problem integracji*, w: Państwo i Prawo, nr 4-5 1966, s. 628 i nast.

2. Prawo jako instrument regulacji stosunków społecznych – o potrzebie sięgania do źródeł

Ważnym elementem towarzyszącym procesowi globalizacji jest prawo, które nieustannie ewoluuje, dostosowując się do zmieniającej się rzeczywistości⁴. Towarzyszy ono nam na każdym etapie naszego życia, regulując rozmaite stosunki społeczne. I choć intuicyjnie odczuwamy jego obecność w naszym życiu, to nieczęsto zdarza się, iż zastanawiamy się nad jego istotą. Oczywiście można w tym miejscu stwierdzić, iż nie jest to konieczne, albowiem ważniejsze jest dostosowywanie swoich zachowań do funkcjonujących w danej społeczności norm. Jednakże w przypadku poszukiwań charakteru określonych regulacji (w szczególności rynku finansowego) z uwzględnieniem procesu ich tworzenia i stosowania, konieczne jest sięgnięcie „do głębi problemu”. Tym bardziej, iż owa „zagadka normatywności”, jak nazywa ją B. Brożek od wieków towarzyszy nauce prawa⁵. Analizując poszczególne teorie prawa (wspierane filozofią prawa), czy to pozytywistyczne, czy też naturalistyczne, zauważalna jest chęć wyjaśnienia natury, istoty prawa. Za przykład niech posłużą wypowiedzi dwóch ważnych przedstawicieli nauki prawa, którzy choć reprezentują zgoła odmienne podejście do omawianej kwestii, to także ważne dla omawianej problematyki. Mam w tym miejscu na myśli L. Petrażyckiego oraz R.A. Posnera. Wywarli oni olbrzymi wpływ na naukę o prawie, a ich myśli cały czas stanowią inspirację dla współczesnych badaczy.

Jak zostanie to wykazane w dalszej części pracy, część z ich twierdzeń z powodzeniem zastosowana może zostać w analizie procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, stanowiącego element systemu prawnego⁶. L. Petrażycki, twórca psychologicznej teorii prawa, pisząc o istocie prawa stwierdzał, iż:

⁴ Globalizacja nie jest także obojętna wobec prawa. Stanowi ona bowiem inspirację do rozwijania nowych koncepcji, w tym „nowego prawa globalnego” (*the New Global Law*), które zdaniem M. Dybowskiego i M. Romanowskiego, jako zespół regulacji (a współcześnie raczej jego załączki) wytwarza się jako efekt przemian w rzeczywistości społecznej. Zob. M. Dybowski, M. Romanowski, *Próba interpretacji koncepcji prawa globalnego*, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 4 2014, s. 51; A. Bator, *Globalizacja jako perspektywa postrzegania prawa*, w: J. Helios [red.], *Autonomia prawa ze stanowiska teorii i filozofii prawa*, Wrocław 2003, s. 19-40; R. Domingo, *The New Global Law*, Cambridge 2011.

⁵ B. Brożek, *Normatywność prawa*, Warszawa 2012, s. 11. Autor w swym studium poszukuje znaczenia pojęcia „normatywności prawa”. Czyni to odpowiadając na sformułowane we wstępie swej pracy cztery kluczowe pytania, które określa jako ontologiczne, epistemologiczne, o normatywność *sensu stricto* oraz psychologiczne. Zadawane są one w dwóch wersjach – pierwszej odnoszącej się do norm prawnych, oraz drugiej dotyczącej wszelkich reguł. Pytania w pierwszej z zaprezentowanej wersji brzmią: Czym są normy prawne? (pytanie ontologiczne), W jaki sposób poznamy normy prawne? (pytanie epistemologiczne), Co to znaczy, że normy prawne są racjami działania? (pytanie o normatywność) oraz W jaki sposób normy prawne stają się motywami działania? (pytanie psychologiczne).

⁶ Pod pojęciem „systemu prawa” rozumieć należy „pewien, względnie dobrze uporządkowany, zbiór norm prawnych”. Zob. R. Sarkowicz, J. Stelmach, *Teoria prawa*, Kraków 1998, s. 109.

Fakt, że po dzień dzisiejszy nie dało się rozwiązać (...) zadania zdefiniowania prawa, choć włożono w nie mnóstwo wysiłków i nagromadzono z biegiem czasu niezliczone, mniej lub więcej pomysłowe i gruntowne próby określenia istoty prawa, sprawił nawet, że w czasach nowszych zaczęto wątpić w samą możliwość rozstrzygnięcia, zadowalać się definicjami oczywiście niedostatecznymi lub dążyć do omijania zagadnienia o istocie prawa, byle w ten czy inny sposób ominąć spokój⁷.

Zgoła odmienne stanowisko w tej kwestii prezentuje R.A. Posner, jeden z najwybitniejszych przedstawicieli ekonomicznej analizy prawa, który wskazuje, iż w rozważaniach o prawie, nie tyle istotna jest jego natura, ale jego „otoczenie”, a więc efekty jego działania. Ten sposób rozumowania jest zresztą zgodny z jego innymi poglądami na prawo i interpretacji jego norm w duchu oceny pozytywnej i normatywnej. Pisząc o prawie, R.A. Posner wskazywał:

Mamy tendencję myśleć o prawie tak, jak gdyby wyprzedzało ono rozwiązanie kwestii prawnej, ale czyniąc to popełniamy błąd, wynikający z postrzegania prawa jako pojęcia, a nie aktywności. Myślimy, że prawo istnieje niezależnie od procesów nakładania prawnych zobowiązań i wymierzania sankcji. Bardziej interesująca jest sekwencja odwrotna⁸.

Czy w rzeczywistości jest tak, iż prawo postrzegane jest jedynie jako pojęcie, a nie aktywność? Czy w swych analizach, jak pisał L. Petrażycki, prawnicy unikają poszukiwania odpowiedzi na pytanie o jego istotę? Udzielając wstępnej odpowiedzi na te pytania i odnosząc je do regulacji rynku finansowego, stwierdzić należy, iż procesowi temu rzeczywiście nie zawsze towarzyszy pogłębiona dyskusja na temat chociażby wartości, jakie stoją u jego podstaw. I choć jak zostanie to wykazane, prawodawca, dbając o zachowanie stabilności i bezpieczeństwa rynku między innymi poprzez ochronę konsumenta, wskazuje na nie w aktach prawnych jako na dobra chronione, to jednak w praktyce przyjmowane są one za coś oczywistego, istniejącego. Tego rodzaju rozpowszechnione myślenie potwierdza z kolei tezę o prawie jako pojęciu, a nie aktywności, zjawisku, które implikuje w sobie konieczność zadawania pytań o jego istotę i zadania. W przypadku prawa rynku finansowego jest to szczególnie istotne, gdyż regulowana nim materia w sposób znaczący wpływa na codzienne życie poszczególnych jednostek. Prawo bowiem to przede wszystkim narzędzie kształtowania ludzkich zachowań, a proces jego tworzenia i stosowania musi uwzględniać i badać także dostrzegalne zachowania człowieka, na które wpływ ma prawo⁹. Tylko tego rodzaju dialektyka

⁷ L. Petrażycki, *Wstęp do nauki o prawie i moralności. Podstawy psychologii emocjonalnej*, Warszawa 1959, s. 25.

⁸ R.A. Posner, *The Problems of Jurisprudence*, Cambridge 1990, s. 232. Tłum. za B. Brożek, *Normatywność prawa*, op. cit., s. 12.

⁹ Wątek ten został rozwinięty w artykule T. Nieboraka, *Behawioralna koncepcja prawa jako element Law&Economics*, w: *Ekonomia i Prawo*, Tom VIII, nr 1 2012, s. 27-36.

prawna¹⁰, biorąca pod uwagę także filozoficzne refleksje nad prawem, przybliży nas do prawa efektywnego, skutecznego i sprawiedliwego. Oczywiście w tym miejscu rodzą się kolejne pytania. Czy tego rodzaju prawo w ogóle może istnieć? Co oznaczają i jak powinny być rozumiane, jakże często odnoszone w odniesieniu do prawa, pojęcia „skuteczności”, „efektywności” czy też „sprawiedliwości”? Poszukiwanie odpowiedzi na te, jak i wiele innych bardziej szczegółowych pytań, rozpocząć należy od kilku ogólnych stwierdzeń.

Przede wszystkim podkreślenia wymaga fakt, iż powstawanie prawa jest niezwykle złożonym procesem społecznym, w wyniku którego kształtują się albo zostają ukształtowane normy prawne o określonej treści, obowiązujące w określonej grupie społecznej np. podmiotów funkcjonujących na rynku finansowym¹¹. Samo pojęcie „prawa” nie jest jednoznaczne, a jego definicja zależy chociażby od tego, czy ujmowane jest ono w aspekcie przedmiotowym, czy też podmiotowym, lub też czy definiowane jest na podstawie koncepcji prawa natury albo pozytywistycznej. Niemniej jednak ze względu na zaprezentowane powyżej dynamiczne ujęcie prawa (o które pyta R.A. Posner) jako procesu społecznego, warto w tym miejscu wskazać na nie, jako na zbiór norm generalnych i abstrakcyjnych ustanowionych albo uznanych w stosownej formie przez kompetentne organy państwowe, których przestrzeganie i realizacja zabezpieczana jest przymusem państwa (ujęcie przedmiotowe)¹². Proces ten rozpatrywany jest przez naukę bądź to jako proces kształtowania się prawa¹³, bądź też jako proces jego tworzenia¹⁴. Z pierwszym mamy do czynienia w sytuacji, gdy normy prawne kształtowane są w toku współpracy (walki) określonych grup społecznych, które w ten sposób włączają do prawa określone mechanizmy społeczne czy też gospodarcze. Proces tworzenia prawa to z kolei proces odpowiednio zorganizowany, dokonujący się w określonych zinstytucjonalizowanych formach¹⁵.

¹⁰ Na temat „dialektycznej interakcji normy i zachowania” według H.T. Klamiego zob. J. Wróblewski, *Problem ontologicznej złożoności prawa*, w: K. Opałek, J. Wróblewski [red.], *Prawo. Metodologia. Filozofia. Teoria prawa*, Warszawa 1991, s. 87 i nast.

¹¹ S. Wronkowska, *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, Poznań 2005, s. 21.

¹² A. Redelbach, *Wstęp do prawoznawstwa*, Poznań 1995, s. 59.

¹³ Na ten temat więcej zob. A. Michalska, S. Wronkowska, *Zasady tworzenia prawa*, Poznań 1980, s. 16-17.

¹⁴ S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, Poznań 1997, s. 128.

¹⁵ Ibidem; Pisząc o tworzeniu prawa, J. Wróblewski zwraca uwagę, iż termin ten może być rozumiany w trojaki sposób: Po pierwsze jako tworzenie systemu prawa. Po drugie jako system tworzenia prawa. I po trzecie jako tworzenie prawa rozpatrywane w kontekście systemowym czynników, które warunkują, oraz wykonywanych następstw. Ostatnie z wymienionych znaczeń jest zaliczane do teorii tworzenia prawa *sensu largo*, a więc koncentrującej się na systemowym kontekście czynników, które tworzenie prawa warunkują i są jego następstwem. Tego rodzaju tworzenie prawa stanowi element funkcjonowania społeczeństwa zorganizowanego w państwo. Do czynników wpływających na opisywany proces zalicza się przyrodę (jako czynnik obiektywnie warunkujący egzystencję człowieka), kulturę (jako czynnik wpływający na egzystencję człowieka). Prawo treściowo i formalnie obowiązuje, jak pisze J. Wróblewski, „jest wytworem tworzenia prawa i oddziałuje ono na zachowanie swych

Tworzenie prawa (ale i jego stosowanie) jest procesem niezwykle złożonym i wielowątkowym, na który wpływ mają rozmaite czynniki między innymi natury ekonomicznej, społecznej oraz psychologicznej¹⁶. Widoczne jest w nim swego rodzaju sprzężenie zwrotne polegające na tym, iż poprzez prawo prawodawca stara się ukształtować, kreować określone relacje, zachowania ludzkie niejako je uprzedzając. Jednakże w ostatnich latach zauważalna jest także tendencja odwrotna, polegająca na tym, iż działania prawodawcy mają charakter następczy, to znaczy wymuszane są zdarzeniami, działaniami, która kreują pewne sytuacje, a które następnie ze względu na konieczność zachowania stabilności w państwie, muszą zostać ujęte w ramy prawne.

Doskonałym w tym względzie przykładem jest rynek finansowy, będący jednym z najistotniejszych elementów współczesnej gospodarki, której elementem instytucjonalnym jest prawo¹⁷. Na rynku tym od kilkunastu lat widoczna jest tendencja do powstawania licznych innowacji finansowych¹⁸. U źródeł ich powstania leży chęć zapewnienia nowych źródeł zysków, ale także i poszukiwanie wyrafinowanych form zabezpieczenia finansowego. Wspomniane instrumenty finansowe, niezwykle wyszukane w swej formie i strukturze, stanowią prawdziwe wyzwanie dla prawodawcy. Są one jednocześnie doskonałym przykładem zależności, jakie istnieją pomiędzy prawem a ekonomią, a które w uproszczeniu sprzeczają się do konieczności unormowania konstrukcji ekonomicznych, o czym mowa będzie w dalszej części książki.

Zanim jednak to nastąpi, konieczne jest przybliżenie czytelnikowi istoty prawa, która stanowić będzie następnie bazę, ale także i źródło inspiracji przy

adresatów lub pośrednio na zachowanie innych podmiotów. Następstwa tych zachowań mogą być z kolei: zamierzone – a więc stanowiące cel czynności prawotwórczych, niezamierzone – jako efekty uboczne brane pod uwagę w czynnościach prawotwórczych oraz niezamierzone i nieznanne – stanowiące ryzyko prawotwórcze. Wymienione następstwa są zwrotnie sprzężone z tworzeniem prawa, co oznacza, iż racjonalny prawodawca uwzględni następstwa prawa już obowiązującego, jak i też tworzonych norm prawnych”. Opisana koncepcja potwierdza tezę o dynamicznej naturze prawa jako zjawisku społecznym i doskonale wpisuje się w regulację rynku finansowego, która uwzględniać musi zarówno elementy regulowanej natury, jak i konsekwencje związane z ingerencją w nią, w tym także te trudne do przewidzenia, które utożsamiać można z omówionym w kolejnym rozdziale zjawiskiem ryzyka finansowego. Analizowane ujęcie „tworzenia prawa” zostało zaprezentowane na podstawie artykułu J. Wróblewskiego, *Tworzenie prawa w ujęciu systemowym*, w: Państwo i Prawo, nr 5 1980, s. 48 i nast.

¹⁶ Za interesującą uznać należy koncepcję traktującą prawo jako inżynierię (ang. *law as engineering*), na którą to konstrukcję składają się: jego twórcy-inżynierzy, cele ich działań, proces kreacji, który opierać musi się na zasadach mających gwarantować jemu sukces. Ważnym jego elementem jest także człowiek (ang. *humans in engineering system*), bez którego system ten nie mógłby istnieć. Więcej na ten temat, w: D. Howarth, *Law as Engineering*, Cheltenham 2013, s. 51-96.

¹⁷ P. Kłosiewicz, W. Kozłowski, J. Paczocha, W. Rogowski, *Papierologia czy bezpieczeństwo depozytów? Koszty administracyjne w sektorze bankowym w Polsce na przykładzie przestrzegania wybranych regulacji bankowych*, w: Materiały i Studia, nr 153, NBP, Warszawa 2009, s. 8.

¹⁸ Jak na przykład handlu algorytmicznego. Zob. A. Chłopecki, Ł. Malanowski, *Handel algorytmiczny*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 7-8 2014, s. 65-71.

formułowania wniosków i propozycji. Przyjmując już w tym miejscu założenie o konieczności postrzegania prawa w aspekcie antropologicznym, a więc silnie eksponującym jego czynnik ludzki, dalszą jego analizę oprzeć należy na konstrukcji zaproponowanej przez W. Załuskiego, który zgłasza postulat oparcia jej na czterech pytaniach, których treść nawiązuje do możliwości ujmowania rozważań w kilku płaszczyznach, odnoszonych do określonych zakresów zjawisk (zob. tab. 1):¹⁹

- 1) Pytaniu ontologicznym: Czym jest prawo, tj. jaka jest natura prawa?
- 2) Pytaniu teleologiczno-aksjologicznym: Jakie są główne cele prawa i jak mogą być one osiągnięte?
- 3) Pytaniu o normatywność, konstruowanemu na podstawie dwóch aspektów:
 - a) aspekt normatywny: jakie są źródła normatywnego aspektu prawa, tj. faktu, że normy prawne stanowią racje działania?
 - b) aspekt motywacyjny: jakie jest wyjaśnienie faktu, że normy prawne stanowią motywy ludzkich działań, tj. że ludzie działają zgodnie z normami prawnymi?
- 4) Pytaniu metodologiczno-epistemologicznym: Jakie metody są szczególnie efektywne w analizie prawa?

Tabela 1. Systematyczna analiza poszczególnych refleksji nad prawem

PŁASZCZYZNA	CO TO JEST PRAWO? (ONTOLOGIA)	JAK PRAWO JEST POZNAWANE? (EPISTEMOLOGIA)	JAK PRAWO JEST BADANE? (METODOLOGIA)
LOGICZNO-JĘZYKOWA	NORMA (SYSTEM NORM)	ROZUMIENIE	METODY LOGIKI, NAUKI O JĘZYKU
SOCJOLOGICZNA	FAKT SPOŁECZNY	POSTRZEGANIE	METODY I TECHNIKI BADAŃ SPOŁECZNYCH
PSYCHOLOGICZNA	FAKT PSYCHICZNY	POSTRZEGANIE	METODY I TECHNIKI BADAŃ PSYCHOLOGICZNYCH
AKSJOLOGICZNA	WARTOŚĆ (POWINNOŚĆ)	POZNANIE WARTOŚCI (POWINNOŚCI)	RÓŻNE
WIELOPŁASZCZYZNOWOŚĆ	ZJAWISKO ZŁOŻONE	ZŁOŻONE	RÓŻNE

Źródło: W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki, *Teoria państwa i prawa*, Warszawa 1986, s. 38.

Wszystkie z postawionych pytań mają także w pełni zastosowanie w przypadku analizy prawa rynku finansowego, które jak zostało to już zaznaczone, musi być ujmowane jako część systemu prawnego danego państwa (czy też podmiotu publicznoprawnego, jakim jest Unia Europejska). W regulacjach rynku finan-

¹⁹ W. Załuski, *Ewolucyjna filozofia prawa*, Warszawa 2009, s. 12; Zob. także W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki, *Teoria państwa i prawa*, Warszawa 1986, s. 22.

sowego odnaleźć można esencję prawa. Ogniskują się w nich bowiem elementy ontologiczne, normatywne i, co ważne, aksjologiczne. Ich omówienie nie jest jednak możliwe bez przywołania najważniejszych wątków dotyczących dyskusji na temat istoty prawa.

Za J. Stelmachem należy powtórzyć, iż choć istnieje wiele metod interpretacji prawa, to jednak o użyciu jednej z nich decydować powinien zarówno charakter interpretowanego przypadku, jak i uprzednio przyjęta filozofia prawa, przesądzająca w szczególności o naszym rozumieniu prawa, a w konsekwencji również o jego poznaniu (interpretacji)²⁰. Mając powyższe na uwadze, można stwierdzić, iż celem poniższych rozważań o prawie jest możliwość odniesienia ich do analizy prawa rynku finansowego, w którego procesie tworzenia i stosowania należy uwzględnić również aspekt behawioralny (psychologiczny), eksponowany między innymi w koncepcjach funkcjonalizmu prawniczego²¹, ale przede wszystkim L. Petrażyckiego oraz przedstawicieli behawioralnej koncepcji prawa. Zachowania uczestników rynku wpływają na ten proces, a istniejące rozwiązania prawne ukierunkowują także owe zachowania.

2.1. O instrumentalnym rozumieniu prawa

Mimo tego, iż prawo stanowi przedmiot zainteresowania nauki od setek, a nawet tysięcy lat, nie ustaje dyskusja na temat tego, czym ono jest. Dla jednych jest ono utożsamiane ze zbiorem norm, które wyznaczają człowiekowi powinność takiego, a nie innego postępowania. Normy te ustanawiane są i uznawane przez władzę społeczną. Inni z kolei eksponują fakt, iż prawo to co prawda zbiór norm postępowania, których treść nie jest jednak zależna od człowieka, który ich nie tworzy, ale jest zobowiązany je respektować²².

Przyjmując za S. Wronkowską **rozumienie prawa** jako zbioru norm postępowania ustanowionych albo uznanych przez upoważnione organy państwa, możliwe jest wskazanie na najważniejsze elementy, które implikuje w sobie tego rodzaju definicja²³. Ich źródłem jest **norma postępowania**, którą umiejscawia się w szerszej kategorii tj. w wypowiedzi dyrektywalnej, należącej do grupy wypowiedzi pozaopisowych. Poprzez nomę postępowania określonym podmiotom (jej

²⁰ Por. J. Stelmach, B. Brożek, W. Załuski [red.], *Dziesięć wykładów o ekonomii prawa*, Warszawa 2007, s. 182.

²¹ Zob. J. Kowalski, *Funkcjonalizm w prawie amerykańskim*, Warszawa 1960.

²² S. Wronkowska, *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, op. cit., s. 11.

²³ Ibidem, s. 11. Dalsza analiza, mająca na celu odtworzenie najważniejszych elementów składających się na definiowanie prawa, oparta została na rozważaniach zawartych w cytowanej publikacji. Zob. także J. Mikołajewicz, *Pojmowanie prawa*, w: J. Mikołajewicz [red.], *Problematyka intertemporalna w prawie. Zagadnienia podstawowe. Rozstrzygnięcia intertemporalne. Geneza, funkcje, aksjologia*, Warszawa 2015, s. 79-110.

adresatom) nakazuje się albo zakazuje w danych okolicznościach określonego postępowania. Norma taka obowiązując bądź to ze względu na swoje uzasadnienie tetyczne (ze względu na posłuch jej twórcy) albo aksjologiczne, a więc określone wartości, które pozwalają podmiotowi się do tej normy stosującemu, uznać określone czyny za dobre albo złe. Wskazuje się także za obowiązywanie normy w sensie behawioralnym, utożsamianym z sytuacją, w której adresaci normy stosują się do normy, ze względu na potencjalną dolegliwość, która może pojawić się z chwilą niezrealizowania tejże normy. Trzy z wymienionych uzasadnień normy są ważne także w odniesieniu do norm postępowania na rynku finansowym, gdyż zachowania jego uczestników, choć mieszczą się w ramach stworzonych przez prawodawcę (normy tetyczne), to jednak o ich przestrzeganiu decydować będą także względy aksjologiczne i behawioralne. Pierwsze z nich kształtowane mogą być przez cele, najczęściej wyartykułowane w aktach prawnych (np. w preambułach dyrektyw, rozporządzeń unijnych). Mogą one być, co oczywiste, wyrazem przekonań, moralności²⁴, ale także efektem określonych działań edukacyjnych. Edukacja finansowa stanowi bowiem ważny element kształtowania postaw na rynku. Natomiast jeżeli chodzi o uzasadnienie behawioralne, to w rzeczy samej, zgodnie z teorią prawa, można je odnosić do zachowań mających chronić adresata normy przed negatywnymi sankcjami w przypadku niezrealizowania normy. Jednak podkreślić w tym miejscu należy także pozaprawne elementy psychologiczne, socjologiczne²⁵, ale także i ekonomiczne, które wpływają na takie a nie inne zachowanie podmiotu.

Omawiane normy postępowania „zyskują na znaczeniu”, z chwilą gdy zostają one ustanowione albo uznane przez upoważniony organ państwa. Stają się wtedy **normami prawnymi**, które powstają w drodze złożonego procesu społecznego powstawania prawa²⁶. Prawa, które postrzegane powinno być więc jako efekt procesu społecznego, w wyniku którego powstają normy postępowania, wpływające

²⁴ O moralności jako czynnika kształtującym treść prawa, w: Z. Ziemiński, *Etyczne problemy prawoznawstwa*, Wrocław 1972, s. 117-139.

²⁵ Szczególną rolę w tej mierze odgrywa socjologia prawa, która choć pierwotnie ujmowana jako dział socjologii, za sprawą licznych prac autorstwa przedstawicieli nauki prawa, wyodrębniła się także jako pewien dział nauk prawnych, swego rodzaju prawniczą wersję socjologii prawa. Por. Z. Ziemiński, *Socjologia prawa jako nauka prawna*, Warszawa-Poznań 1975, s. 7. Zob. także M. Borucka-Arctowa, *Socjologia prawa w Polsce powojennej. Ocena syntetyczna dorobku naukowego*, w: *Studia Socjologiczne*, nr 4 1973, s. 141; J. Wróblewski, *Socjologia prawa a prawoznawstwo*, w: *Państwo i Prawo*, nr 12 1967, s. 910-921.

²⁶ Pisząc o normach pamiętać należy także o „zasadach prawa”, które kwalifikowane są jako normy formułujące nakaz realizacji określonej wartości. Zob. M. Kordela, *Zasady prawa. Studium teoretycznoprawne*, Poznań 2012, s. 276; Bowiem aby system prawa mógł w sposób efektywny oddziaływać na życie społeczne, musi tworzyć spójną całość, a więc taki system norm, dla którego na podstawie odpowiednio spójnej wiedzy możliwe jest znalezienie odpowiedniego uzasadnienia aksjologicznego w uporządkowanym systemie wartości. Uporządkowaniu temu służą właśnie owe zasady prawa. Na ten temat, w: S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, op. cit., s. 186-187.

następnie na ludzkie zachowania, na które oddziałują także liczne czynniki pozaprawne (nazwijmy je behawioralnymi). W świetle powyższej definicji, w ocenie autora, o istocie prawa stanowią więc zachowania podmiotów, należących do danej społeczności, której istnienie opiera się na określonych wartościach²⁷, mających znaczenie w kształtowaniu się postaw wobec prawa i rezultacie stosowania się (albo nie) do norm postępowania to prawo tworzących. Normy te są rezultatem faktów tworzących prawo, takich jak: stanowienie prawa, umowa, prawo zwyczajowe oraz precedens prawotwórczy. Wszystkie one, jak zostanie to wykazane, obecne są na europejskim rynku finansowym, dla którego funkcjonowanie poza określonymi źródłami prawa (rozporządzenia, dyrektywy), ważne są także ustalenia pomiędzy stronami (pozwalające kreować np. pozagiełdowe instrumenty finansowe – OTC), dobry zwyczaj (praktyka rynkowa) oraz prawotwórcza rola Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej.

Pierwszy z wymienionych faktów prawotwórczych – stanowienie prawa jest podstawową formą jego **tworzenia**. Elementem go dopełniającym jest **stosowanie prawa**, utożsamiane z czynnością konwencjonalną organu państwa, poprzez którą to czynność rozstrzyga on daną sprawę indywidualną i konkretną, czyniąc to na podstawie obowiązującej normy prawnej. Tym samym zasadne jest używanie nie tyle powszechnie przyjętego pojęcia „stosowanie prawa”, ile „stosowanie normy prawnej”²⁸. Stosowanie prawa (podobnie jak jego tworzenie), jak już była o tym mowa, jest procesem złożonym i dynamicznym, na który w ujęciu modelowym składają się: ustalenie podstawy prawnej, stanu faktycz-

²⁷ Zwrócić przy tym należy uwagę, iż termin „wartość” łączony jest z całą rodziną innych pojęć, niekiedy do siebie zbliżonych, a niekiedy mających odmienne odniesienie. Dlatego prowadzenie dyskursu, którego celem jest między innymi ocena rozwiązań prawnych przez pryzmat realizacji przez nie określonych wartości, wymaga wskazania na rozumienie tego terminu. Za Z. Ziemińskim pod pojęciem „wartości” rozumieć należy określenie cechy przedmiotów przez kogoś dodatnio albo ujemnie ocenianych. Wartość w takim znaczeniu jest więc cechą relatywną, informującą o stosunku określonego podmiotu (podmiotów) do przedmiotu ich oceny. Używanie terminu „wartości” ogranicza się w takiej sytuacji do przypadków, gdy oceny w stosunku do danego przedmiotu są dostatecznie utrwalone lub szczególnie doniosłe z punktu widzenia danego podmiotu. Odnosząc takie rozumienie „wartości” do rynku finansowego, można uznać, iż zmaterializują się one w sytuacji, w której możliwa będzie identyfikacja ocen utrwalonych w danym społeczeństwie i związanych z funkcjonowaniem rynku finansowego. Zadaniem prawodawcy jest więc identyfikacja przy zachowaniu obiektywizmu owych wartości istotnych z punktu widzenia funkcjonowania danej społeczności. Obiektywizacja wartości stanowi kolejne wyzwanie, gdyż powstaje pytanie jakie wartości uznać należy za obiektywnie słuszne. Pojawia się bowiem ryzyko ich relatywizowania i narzucania społeczeństwu w imię określonych idei np. wzrostu dobrobytu, szczęścia itp. Rynki finansowe stanowią doskonałe podłoże dla tego rodzaju działań, gdyż ich poznanie wymaga doświadczenia i wiedzy, których z reguły nie posiadają podmioty (konsumenci usług finansowych), bez których istnienia nie byłoby możliwe funkcjonowanie samych rynków. Podmioty te bowiem nabywają oferowane przez rynek produkty, a także stanowią ważne zaplecze dla jego płynności. Zapewne dlatego rynki finansowe stanowią element tak dużego zainteresowania prawodawcy.; Więcej na temat pojęcia „wartości” zob. Z. Ziemiński, *Wstęp do aksjologii dla prawników*, Warszawa 1990, s. 58-67.

²⁸ S. Wronkowska, *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, op. cit., s. 140.

nego, dokonanie jego subsumcji pod określoną normę prawną oraz wydanie decyzji ostatecznej²⁹.

Proces **stosowania prawa** wymaga jego interpretowania, a co za tym idzie możliwości wyboru właściwej w tym celu metody. Z punktu widzenia prawa regulującego funkcjonowanie rynku finansowego niezbędne jest wykorzystanie także metod nawiązujących do ekonomicznych funkcji prawa. Możliwość i zakres ich zastosowania wynikać jednak musi z natury interpretowanego przypadku oraz tzw. kontekstu interpretacyjnego. Ten ostatni jest składową wielu pomniejszych, ale równie ważnych elementów, określanych kontekstami szczegółowymi, którymi w opinii J. Stelmacha, B. Brożka i W. Załuskiego są kontekst: dogmatyczno-prawny, ekonomiczny, społeczny, polityczny, historyczny, psychologiczny³⁰.

Uważa się, iż „z samej ontologicznej istoty prawa wynika, iż powinno zawsze realizować, co najmniej cztery **cele ekonomiczne**: zabezpieczać podstawowe prawa ekonomiczne podmiotów prawa; musi określić ekonomicznie efektywny system alokacji dóbr; musi umożliwić rozstrzygnięcie konfliktów ekonomicznych, które mogą powstać pomiędzy podmiotami prawnymi; wreszcie musi dążyć do powiększania dobrobytu indywidualnego i społecznego (zarówno materialnego, jak i niematerialnego), co oznacza, że prawo aby mogło »zadziałać«, musi spełnić wymóg pewnego przynajmniej »minimum ekonomicznej efektywności«³¹. Wymienione standardy zaliczane są do pierwotnych funkcji prawa.

W **interpretacji prawa** należy sięgać do innych niepozytywistycznych koncepcji (koncepcji realnych), które postrzegają prawo jako „przedmiot w sensie ontologicznym złożony”³², na który składa się element formalny oraz materialny (najczęściej empiryczny)³³. Zamykanie się bowiem w jedynie formalnych rozważaniach, bez odniesień do faktów ekonomicznych, społecznych, a nawet psychologicznych, sprawia, iż prawo staje się abstrakcyjnym systemem obowiązujących norm³⁴. Ważne jest jednak poszukiwanie złotego środka, a więc dążenie do prowadzenia analizy danych rozwiązań prawnych przy wykorzystaniu zarówno elementów empirycznych, jak i tych kwalifikowanych na prawie jako formalnym systemie norm³⁵.

²⁹ Należy mieć przy tym na uwadze, iż samo rozumienie procesu stosowania prawa zależy od kilku czynników, takich jak: filozofii prawa przyjmowanej w danej analizie, ontologicznego rozumienia prawa, a także ujmowania naukowości prawoznawstwa. W literaturze wyróżnia się co najmniej kilka modeli stosowania prawa (sądowy, administracyjny, kierowniczy, funkcjonalny, informacyjny, decyzyjny). Więcej na ten temat, w: R. Sarkowicz, J. Stelmach, *Teoria prawa*, op. cit., s. 93-96. Zob. także K. Opałek, J. Wróblewski [red.], *Zagadnienia teorii prawa*, Warszawa 1969, s. 284-285; A. Redelbach, S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii państwa i prawa*, Warszawa 1992, s. 250.

³⁰ J. Stelmach, B. Brożek, W. Załuski [red.], *Dziesięć wykładów o ekonomii prawa*, op. cit., s. 11.

³¹ Ibidem, s. 12.

³² O ontologicznej złożoności prawa więcej, w: R. Sarkowicz, J. Stelmach, *Teoria prawa*, op. cit., s. 23-28.

³³ J. Stelmach, B. Brożek, W. Załuski [red.], *Dziesięć wykładów o ekonomii prawa*, op. cit., s. 23.

³⁴ Ibidem, s. 23.

³⁵ Ibidem.

Analizując proces tworzenia i stosowania prawa, założyć należy, iż jest ono całościowo uporządkowaną strukturą, realizującą trzy zasadnicze postulaty kierowane pod jego adresem, którymi są: sprawiedliwość nakładanych praw i obowiązków, językowa jasność oraz wewnętrzne uporządkowanie, które pozwala określić konsekwencje obowiązywania norm oraz skuteczność prawa³⁶.

Omówione kompleksowe ujęcie prawa stało się podstawą do sformułowania tezy o możliwość ujmowania jego w kontekście **polityki prawa**, której prowadzenie zakłada wykorzystywanie prawa do osiągnięcia zamierzonych celów. Pojęciem „polityki prawa” obejmuje się w prawoznawstwie zarówno politykę tworzenia, jak i politykę jego stosowania³⁷. Zwraca się przy tym więc uwagę nie tylko na prawo jako zbiór generalnych i abstrakcyjnych norm prawnych, ale także i decyzji, które w określonych sytuacjach faktycznych wobec określonych podmiotów funkcjonują także jako „prawo”³⁸. Konsekwencją postrzegania prawa w ten sposób, a więc jako polityki, jest konieczność podziału jej na wskazane części bardziej szczegółowe, na które składają się:³⁹

1. Polityka tworzenia prawa – koncentrująca się na tworzeniu norm prawnych, których zadaniem jest realizacja założonych wcześniej celów.
2. Polityka stosowania prawa – a więc wydawania aktów stosowania prawa, w celu realizacji założonych celów. Ma ona znaczenie, gdy stosowane normy prawne zakładają, iż organ decyzyjny stosujący prawo będzie posiadał określony luz decyzyjny⁴⁰.
3. Polityka korzystania z przyznaných uprawnień i kompetencji.

W dyskusji nad znaczeniem omawianej polityki dominuje wątek dotyczący jej **zadań**, to znaczy, czy powinna ona obejmować wskazywanie celów prawodawstwa i środki służące ich realizacji (maksymalistyczna, zaangażowana aksjologicznie wersja polityki prawa), czy też jedynie ograniczać się do wskazywania tylko środków (minimalistyczna, neutralnie zaangażowana polityka prawa)⁴¹. Problemem widocznym w tym sporze jest kwestia możliwości realizacji celów, a przede wszystkim uzasadnienia (w sposób naukowy) ich wyborów. Niezwykle trudno jest bowiem wykazać zasadność wyboru takiego, a nie innego celu. W rzeczywistości prawodawca, realizując politykę prawa, wskazuje na **wartości**, które ważne są z punktu widzenia danego społeczeństwa. Przy ich wyborze, optymalne jest zajęcie umiarkowanego akognitywizmu, zakładającego, iż wartości i normy nie dają się poznać tak jak rzeczywistość empiryczna. Mogą być one jednak przedmiotem

³⁶ A. Bator, *Instrumentalizacja jako założenie ekonomicznej analizy prawa*, w: J. Stelmach, M. Soniewicka [red.], *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawniczych*, Warszawa 2007, s. 26.

³⁷ S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, op. cit., s. 125.

³⁸ J. Wróblewski, *Zasady tworzenia prawa*, Warszawa 1989, s. 39.

³⁹ Ibidem.

⁴⁰ W. Gromski, *Law and Economics jako teoria polityki prawa*, w: J. Stelmach, M. Soniewicka [red.], *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawniczych*, Warszawa 2007, s. 46.

⁴¹ S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, op. cit., s. 125.

naukowej analizie i dlatego polityka prawa może dokonywać analizy celów, na przykład w ujęciu historyczno-kulturowym⁴². W takim przypadku przedmiotem badań będą określone systemy wartości, ich struktura oraz ocena norm pod kątem, realizacji przez nie wyznaczonych celów⁴³. Wytworzone i stosowane w ten sposób prawo może „legitymować się uzasadnieniem odwołującym się do tradycyjnych, zbudowanych na porządku hierarchicznym wartości właściwych dla dyskursu prawniczego (sprawiedliwość, słuszność, bezpieczeństwo prawne itp.)”⁴⁴.

Prawo jako zjawisko kulturowe, budowane jest jednak na gruncie określonych **wartości**, czego celem jest ich realizacja i ochrona. Wartości z kolei są nierozłącznym elementem każdej kultury – moralnej, naukowej, politycznej itp.⁴⁵. Na temat natury wartości od wieków toczony są liczne spory, które koncentrują się wokół podejścia absolutyzmu aksjologicznego (wartości są niezmiennie, stanowiąc trwałe i pewny układ odniesienia), kogitywistycznego (wartości mogą być przedmiotem poznania ludzkiego) oraz akogitywistycznego (wartości nie mogą być przedmiotem poznania, ale mogą podlegać ludzkiej kreacji)⁴⁶. Za przekonujący uznać należy pośredni punkt widzenia, stanowiący, iż „pewne wartości mają charakter trwały lub niemal niezmienny i są dorobkiem całej ludzkości w toku jej dziejów, inne zaś są zrelatywizowane do czasu, miejsca i grupy społecznej (a nawet jednostki), która je wyznaje”⁴⁷. Co więcej, każde społeczeństwo przenika wspólnota podstawowych wartości, która stanowić musi fundament aksjologiczny prawa będącego przecież elementem tejże kultury. Promieniują one na poszczególne jednostki, będące częścią opisywanej wspólnoty wartości, wpływając na indywidualne wybory aksjologiczne, a więc oceny jakiegoś czynu, jako niezgodnego z ogólnie przyjmowanymi wartościami⁴⁸. Wybory te są oczywiście efektem wielu czynników wpływających na człowieka: wykształcenia, wychowania, zamożności, które mogą wpływać na jego postawę wobec wartości. Osoba wrażliwa i świadoma istnienia owych wartości, przynajmniej w założeniu, powinna brać je pod uwagę w przypadku podejmowania swych działań. Osobą tą może być zarówno

⁴² Ibidem, s. 126.

⁴³ Pod pojęciem „celu” rozumieć należy pewien postulowany stan rzeczy, który ma zostać osiągnięty dzięki podjęciu określonych czynności np. ustanowieniu norm. Cel prawa nie powinien być jednak utożsamiany z jego funkcjami. Zob. T. Stawecki, P. Winczorek, *Wstęp do prawoznawstwa*, Warszawa 2003, s. 12-13.

⁴⁴ A. Bator, *Instrumentalizacja jako założenie ekonomicznej analizy prawa*, op. cit., s. 33; W celu zachowania ochrony określonych wartości prawodawca posługuje się niejednokrotnie pojęciami nieostrymi, jak na przykład „interes ogólny”, „interes publiczny”. Jak uważa L. Góral wspólnym dla nich mianownikiem jest przekonanie o wartościach, które należy zachować za wszelką cenę, gdyż pozwoli to zapewnić rozwój społeczeństwa. Zob. L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, Warszawa 2011, s. 66.

⁴⁵ Na temat związków norm moralnych i norm prawnych w społeczeństwie Z. Ziemiński, *Normy moralne a normy prawne*, Poznań 1963.

⁴⁶ T. Stawecki, P. Winczorek, *Wstęp do prawoznawstwa*, op. cit., s. 26.

⁴⁷ Ibidem.

⁴⁸ Ibidem, s. 27.

sędzia stosujący prawo, jak i klient instytucji finansowej, a także jej pracownik zarządzający powierzonymi jemu środkami finansowymi. Wskazanie na te trzy podmioty w tym miejscu nie jest przypadkowe, gdyż wszystkie z nich łączy określona **świadomość finansowa** (ang. *financial literacy, financial capability*)⁴⁹, wpływająca na podejmowane przez nich decyzje. Ową świadomość utożsamiać należy ze stanem posiadania wiedzy na temat zasad funkcjonowania rynku finansowego, która niezbędna jest do podejmowania przez te podmioty określonych decyzji. Zazwyczaj podmiotem o najniższej tego rodzaju świadomości jest konsument i to jego ochronie prawodawca poświęca najwięcej uwagi, mimo tego, iż zakłada się że jako *homo oeconomicus*, jest on w stanie racjonalnie podejmować swoje decyzje, opierając się na posiadanych informacjach. Ową **racjonalność** podać należy w wątpliwość i dlatego kreując politykę prawa, niezbędne jest sięgnięcie także do realnych, pozaprawnych elementów jej towarzyszących.

Proponowane podejście musi znaleźć zastosowanie w odniesieniu do celów i wartości regulacji rynku finansowego. Ich analiza pozwala bowiem wyróżnić tak cele, które prawodawca założył do osiągnięcia, jak i wartości towarzyszące temu wyborowi. Współcześnie podstawowymi celami unormowań finansowych są z całą pewnością stabilność i bezpieczeństwo rynku finansowego, poprzez które możliwe jest zagwarantowanie harmonijnego rozwoju gospodarce, a tym samym i społeczeństwu, którego przedstawicielom zapewniony zostanie optymalny poziom ochrony. U źródeł aktywności podejmowanych w sektorze finansowym działań znajdują się określone wartości, z których najważniejszą – w opinii autora – jest **zaufanie do rynku**, będące najważniejszym z aktywów posiadanych przez współczesne instytucje finansowe⁵⁰. W zaufaniu bowiem ogniskują się inne wartości społeczne, uznawane w danej zbiorowości i dotyczące norm postępowania. Wartości te towarzyszą procesowi kształtowania się prawa (norm prawnych), który jako proces społeczny, uwzględniać powinien mechanizmy społeczne i polityczne danej społeczności, które nie są obojętne dla powstawania prawa w sposób zorganizowany, a więc jego tworzenia. Czynniki kształtujące są także elementem procesu stosowania prawa.

Analiza współczesnej roli prawa rynku finansowego wymaga osadzenia jej w szerszym kontekście. Pomocne w tym jest ujmowanie go więc w sposób instrumentalny, które przyjmuje postrzeganie prawa jako zjawiska złożonego⁵¹. W. Gromski wskazuje także, iż **instrumentalne pojmowanie prawa**, pozwala

⁴⁹ Świadomość finansowa społeczeństwa jest efektem edukacji finansowej, ujmowanej z kolei jako jeden ze składników edukacji ekonomicznej. Świadomość finansowa pozwala człowiekowi ocenić szanse i zagrożenia, jakie niosą ze sobą zarówno tradycyjne, powszechnie wykorzystywane produkty finansowe, jak i nowoczesne, o dużym stopniu skomplikowania. Zob. M. Iwanicz-Drozdowska, *Edukacja i świadomość finansowa. Doświadczenia i perspektywy*, Warszawa 2011, s. 14-15.

⁵⁰ Zob. K. Żądło, *O wartości zaufania. Komunikacja i budowa zaufania a rynkowa wartość przedsiębiorstwa*, Warszawa 2014.

⁵¹ W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki, *Teoria państwa i prawa*, op. cit., s. 32-35.

uznać je za środek do realizacji założonych celów⁵². Za Z. Ziemińskim wskazać należy na zarówno aspekt formalny (językowy) zjawisk prawnych, jak i realny (pozajęzykowy). Pierwszy z nich odnoszony jest do wykształcenia się w określonych formach organizacyjnych pewnego zbioru norm uznawanych za prawne. Drugi z kolei aspekt, realny, opisywany jako pozajęzykowy, socjologiczny czy też psychologiczny, sprowadza się do oddziaływania norm uznawanych za prawne (i ich nieustannego kształtowania) w życiu społecznym⁵³. Normy bowiem, jak wszelkie reguły, formułują wzory właściwego zachowania⁵⁴. Jednocześnie, jak zauważa J. Wróblewski, normy te należy postrzegać jako fakt społeczny wpleciony „rozmaitymi zależnościami w kontekst innych faktów społecznych”⁵⁵. W sytuacji skoncentrowania się li tylko na formalnych aspektach prawa, bez uwzględnienia jego aspektów pozajęzykowych (socjologicznych, psychologicznych), nie możemy mówić o realizowaniu „instrumentalnych wartości prawa”⁵⁶.

Zgodzić należy się z tezą W. Gromskiego, iż prawo ujmowane jako system wypowiedzi normatywnych, może być z instrumentalnego punktu widzenia przydatne do kierowania życiem społecznym, przy uwzględnieniu między innymi komunikatywności, jednoznaczności czy też spójności formułowanych w ten sposób wypowiedzi⁵⁷. Jednak mając na uwadze współczesne uwarunkowania zewnętrzne, to jest postępujący rozwój technologiczny, globalizację rynków, w tym finansowych i wzrost ich znaczenia dla codziennego życia, niezbędne staje się spojrzenie na prawo także w aspekcie realnym, a więc jako czynnika wpływającym, kształtującym postawy i zachowania członków społeczeństwa, zgodnie z wzorcami ustanowionymi lub uznanymi przez państwo⁵⁸. W takim ujęciu prawa możliwe jest bowiem pełniejsze spojrzenie na prawo jako **instrument tworzący porządek prawny**, ale także wpływający na kształt relacji międzyludzkich⁵⁹. Tego rodzaju

⁵² Autor zwraca przy tym uwagę na dwoistość określenia „instrumentalnego pojmowania prawa”. W pierwszym przypadku, przyjmowanym w pracy, prawo kojarzone powinno być z koncepcją prawa, poprzez którą dąży się do próby wskazania jego cech jako instrumentu służącego osiągnięciu pewnych celów. W drugim znaczeniu, uwaga skoncentrowana jest na specyficznych postawach wobec prawa, zachowaniach podmiotów. Na ten temat W. Gromski, *Autonomia i instrumentalny charakter prawa*, Wrocław 2000, s. 85-86.

⁵³ O filiacji teorii zjawisk prawnych zob. Z. Ziemiński, *Problemy podstawowe prawoznawstwa*, Warszawa 1980, s. 48-49.

⁵⁴ W. Gromski, *Law and Economics jako teoria polityki prawa*, op. cit., s. 51.

⁵⁵ J. Wróblewski, *Zmiany społeczne a prawo*, w: Państwo i Prawo, nr 11 1984, s. 4.

⁵⁶ „Mówiąc o »instrumentalnej wartości prawa« ma się zwykle na myśli przydatność prawa dla realizowania globalnie aprobowanych stanów rzeczy”. – Z. Ziemiński, *Wstęp do aksjologii dla prawników*, op. cit., s. 73, przyp. 3.

⁵⁷ W. Gromski, *Law and Economics*, op. cit., s. 51. W instrumentalnym pojmowaniu prawa twierdzi się, iż zjawisko to, a także jego skutki (funkcje prawa), są konsekwencją działania podmiotów tworzących, stosujących lub realizujących prawo, które co podkreśla W. Gromski, w swej aktywności jest wielostronnie uwarunkowane.

⁵⁸ Ibidem, s. 51.

⁵⁹ Z. Ziemiński, *Wstęp do aksjologii dla prawników*, op. cit., s. 72-73.

postrzeganie prawa, jako zjawiska społecznego⁶⁰, a więc łączącego w sobie zarówno aspekt realny, jak i formalny, uznać należy za pożądane, gdyż pozwala ono całościowo spojrzeć na prawo, uwzględniając jego rolę w funkcjonowaniu społeczeństwa i **funkcje**, które powinno realizować⁶¹. Instrumentalne traktowanie prawa nie może jednak posuwać się poza pewne granice, poza którymi prawo stanie się instrumentem jedynie w znaczeniu metaforycznym. Ważne jest, aby podmioty miały możliwość kierowania jego użyciem⁶².

Z instrumentalnym pojmowaniem prawa wiąże się wyróżnienie tzw. metafunkcji⁶³, ujmowanej także jako funkcja podstawowa⁶⁴, na budowę której składają się funkcja stabilizacyjna (homeostatyczna), zapewniająca utrzymanie określonego układu stosunków społecznych⁶⁵ oraz funkcja dynamizująca (instrumentalna), której zadaniem jest inicjowanie zmian w istniejących już stosunkach społecznych, ale także kształtowaniem nowych. Za J. Wróblewskim prawo można ujmować jako instrument zachowujący **homeostazę społeczną**⁶⁶. Pojęcie „homeostazy” wywodzi się z nauki biologii i w ogólności odnosi się do utrzymania równowagi (stałości) pomiędzy elementami określonego systemu. W psychologii z kolei wykorzystywane jest do opisywania mechanizmów adaptacyjnych. Odnoszone do prawa służy opisywaniu jego jako instrumentu, za pomocą którego możliwe jest utrzymanie równowagi pomiędzy trzema rodzajami systemów:⁶⁷

⁶⁰ M. Borucka-Arctowa, *O społecznym działaniu prawa*, Warszawa 1967, s. 251. Zob. także W. Lang, *Obowiązki prawa*, Warszawa 1960, s. 26 i nast.; S. Zawadzki, *Z problematyki badań empirycznych w naukach prawnych*, w: Państwo i Prawo, nr 3 1966, s. 564.

⁶¹ W literaturze przedmiotu wskazuje się na realistyczne koncepcje prawa, jako na te które w sposób kompleksowy ujmują prawo. Zob. Z. Pulka, *Instrumentalizacja prawoznawstwa*, w: A. Kozak [red.], *Z zagadnień teorii i filozofii prawa. Instrumentalizacja prawa*, Wrocław 2000, s. 41.

⁶² F. Studnicki, *Działanie przepisu prawa – model teoretyczny*, w: *Studia Socjologiczne*, nr 2 1962, s. 103.

⁶³ M. Bogucka-Arctowa, *Spoleczne funkcje prawa formułowane w doktrynie, ustawodawstwie i orzecznictwie*, w: M. Bogucka-Arctowa [red.], *Spoleczne poglądy na funkcje prawa*, Wrocław-Warszawa-Kraków-Gdańsk-Łódź 1982, s. 7.

⁶⁴ W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki, *Teoria państwa i prawa*, op. cit., s. 271-275; Z. Ziemiński, *Problemy podstawowe prawoznawstwa*, op. cit., s. 482-484.

⁶⁵ O funkcjach społecznych zob. Z. Ziemiński, *O pojmowaniu celu, zadania, roli i funkcji prawa*, w: Państwo i Prawo, nr 12 1987, s. 15-28.; I. Bogucka, *O pojęciu „funkcja prawa”*, w: Państwo i Prawo, nr 9 1990, s. 50; M. Bogucka-Arctowa, *Spoleczne funkcje prawa formułowane w doktrynie, ustawodawstwie i orzecznictwie*, w: M. Borucka-Arctowa [red.], *Spoleczne poglądy na funkcje prawa*, Wrocław-Warszawa-Kraków-Gdańsk-Łódź 1982, s. 7; M. Borucka-Arctowa, *Poglądy na społeczne funkcje prawa w świetle badań empirycznych*, w: Państwo i Prawo, nr 5 1981, s. 5-17; W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki, *Teoria państwa i prawa*, op. cit., s. 81 i 271-275; S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, op. cit., s. 232.

⁶⁶ J. Wróblewski, *Prawo i homeostaza społeczna*, w: Państwo i Prawo, nr 2 1982, s. 33-36; Zob. także A. Kozak, *Homeostaza prawa*, w: J. Helios [red.], *Autonomia prawa ze stanowiska teorii i filozofii prawa*, Wrocław 2003, s. 145-162.

⁶⁷ J. Wróblewski, *Prawo i homeostaza społeczna*, op. cit., s. 33-36.

- 1) ludzkością rozumianą jako biologicznie istniejący gatunek *homo sapiens*;
- 2) społeczeństwem globalnym jako formą koegzystencji społecznej człowieka;
- 3) określonym socjopolitycznym typem społeczeństwa globalnego.

Teoria ta jest szczególnie ważna dla analizy regulacji rynku finansowego, które tworzone i stosowane w warunkach globalnej gospodarki, powinny dążyć do zapewnienia owej homeostazy. To znaczy sytuacji harmonijnego rozwoju rynku, przy uwzględnieniu interesów wszystkich stron, w tym w szczególności konsumentów usług finansowych, którzy z założenia są słabszą stroną. Celem tych działań musi być zapewnienie stabilności i bezpieczeństwa obrotu, bez których nie będzie możliwa ochrona naczelnego wartości rynku, czyli zaufania do niego. Jako że zaufanie jest emocją, bytem niematerialnym, mającym wymiar społeczny, kreując warunki sprzyjające jemu, prawodawca musi wziąć także elementy pozaprawne. Cele prawa⁶⁸ odnoszone powinny być bowiem do rozwiązywania za jego pomocą określonych problemów społecznych. Tym samym zgodzić należy się z koncepcją W. Załuskiego według której określając owe cele, należy wziąć pod uwagę wizję natury ludzkiej, która nie jest obojętna dla polityki społecznej. Prawodawca tworzący prawo, ale także podmiot je stosujący, musi więc posiadać wiedzę na temat natury ludzkiej, ze szczególnym uwzględnieniem potencjalnych reakcji na prawo. Umiejętne wykorzystanie modelu ludzkich zachowań, pozwoli jemu kreować prawo skuteczne⁶⁹.

Skuteczność prawa jest jednym z centralnych pojęć, wokół których koncentrują się problemy teorii i polityki prawa. Założenie o skuteczności prawa wynika z instrumentalnego podejścia do niego. Kwestia skuteczności prawa sytuowana jest w ramach polityki prawa, a za twórcę tej dziedziny refleksji i badań nad prawem uznawany jest L. Petrażycki⁷⁰. Jego zdaniem polityka prawa powinna „przewidywać efekty takich czy innych reform prawnych”⁷¹.

⁶⁸ W literaturze w odniesieniu do procesu stanowienia prawa wyróżnia się dwa rodzaje celów: 1) cel instrumentalny – polegający na wywołaniu zmiany społecznej oraz 2) cel homeostatyczny – mający zapobiegać tego rodzaju zmianie. Ich wyznaczenie przez prawodawcę ma służyć albo dokonaniu zmiany albo zachowaniu istniejącego stanu rzeczy. Odnosząc się do celów instrumentalnych, wskazuje się na chęć wywołania zgodnych z prawem zmian zachowań adresatów, ich postaw, motywacji itp. Cele te wyznacza aksjologia przyjęta przez prawodawcę, które nie jest jednak w tym wyborze wolny i uzależniony od czynników takich jak: kulturowe, moralne, społeczno-polityczne. Testem realizacji celów instrumentalnych jest z kolei skuteczność prawa. Realizacja celów instrumentalnych nie jest z kolei możliwa bez istnienia celów homeostatycznych tzn. choć zmiany społeczne są następstwem realizacji celów instrumentalnych prawa, to jednak ich warunkiem musi być utrzymanie w pewnym zakresie *status quo* – a więc egzystencji (homeostazy) systemu zmienianego przez prawo. Na system ten składają się trzy elementy: ludzkość, społeczeństwo globalne zorganizowane w państwo oraz system społeczno-polityczny danego społeczeństwa globalnego, którym odpowiadają: homeostaza biologicznej egzystencji, homeostaza społecznej koegzystencji i homeostaza socjopolityczna. Więcej na ten temat, w: J. Wróblewski, *Zmiany społeczne a prawo*, op. cit., s. 10-13.

⁶⁹ W. Załuski, *Ewolucyjna filozofia prawa*, op. cit., s. 11-19.

⁷⁰ A. Kojder, *Ograniczenia skuteczności prawa*, w: T. Giaro, *Skuteczność prawa*, Warszawa 2010, s. 34-35.

⁷¹ L. Petrażycki, *O ideale społecznym i odrodzeniu prawa naturalnego*, Warszawa 1925, s. 13.

W literaturze spotkać można się z różnymi definicjami i podziałami skuteczności prawa. Za M. Borucką-Arctową wyróżnić można skuteczność w szerszym i węższym znaczeniu. Pierwsze z nich oznacza zgodność społecznych rezultatów działania określonej normy prawnej z zamierzeniami prawodawcy. Natomiast skuteczność w węższym znaczeniu to zgodność postępowania adresata normy prawnej z wzorem postępowania zawartym w normie⁷². Pojęcie „skuteczności prawa” odróżnić należy od zagadnienia jego działania, a więc oddziaływania „porządku prawnego lub jego elementów na postawy i postępowanie jednostek oraz na kształtowanie stosunków społecznych i ekonomicznych”⁷³. W sytuacji, gdy to oddziaływanie prawa wywoła jakiegokolwiek skutki jednostkowe lub społeczne mamy wtedy do czynienia ze skutkami regulacji prawnej⁷⁴. O skuteczności prawa mówi się jako o kwalifikowanym rodzaju jego działania, a więc oddziaływaniu ocenianym jako zgodne z treścią normy prawnej lub celem ustawodawcy (celem regulacji prawnej)⁷⁵. Skuteczność prawa jako kwalifikowany rodzaj działania prawa kwalifikowana jest jako skuteczność faktyczna, odróżniana od skuteczności prawnej. Skuteczność prawna odnosi się do sytuacji, w której określone stanowi rzeczy przypisuje się normatywne następstwa prawne (np. skuteczność prawna czynności prawnej)⁷⁶. Skuteczność faktyczna może mieć miejsce zarówno w sferze konwencjonalnych, jak i niekonwencjonalnych zachowań ludzkich i w ramach jej wyróżnić możemy kilka rodzajów skuteczności prawa (normy prawnej):⁷⁷

1. Skuteczność behawioralną prawa – polegającą na spełnianiu normy prawnej w określonej sytuacji;
2. Skuteczność psychologiczną – polegającą na wywołaniu określonych stanów psychicznych adresatów norm;
3. Skuteczność finistyczną (celowościową) – z którą mamy do czynienia w sytuacji zrealizowania stanów rzeczy zamierzonych przez prawodawcę i uznanych za cel regulacji prawnej;

⁷² M. Borucka-Arctowa, *O społecznym działaniu prawa*, op. cit., s. 11. Zob. także J. Wróblewski, *Skuteczność prawa i problemy jej badania*, w: *Studia Prawnicze*, nr 1-2 1990, s. 7-8

⁷³ W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki, *Teoria państwa i prawa*, op. cit., s. 490.

⁷⁴ A. Podgórecki analizując oddziaływanie prawa na życie społeczne dochodzi do wniosku o istnieniu trzech etapów jego działania. Koncepcja ta polega na tym, iż „wydany przez normodawcę abstrakcyjny przepis prawny oddziałuje na zachowanie społeczne poprzez trzy zasadnicze zmienne. Pierwszą zmienną jest treść, znaczenie, jakie danemu przepisowi prawnemu nadaje rodzaj, typ stosunków społeczno-gospodarczych, w ramach których ów przepis jest elementem obowiązującego systemu prawnego. Drugą zmienną niezależną jest rodzaj, typ podkultury, który działa jako łącznik między poleceniami normodawcy a społecznymi zachowaniami odbiorców przepisów prawnych. Trzecią zmienną niezależną, która może rozmaicie modyfikować funkcjonowanie abstrakcyjnego przepisu prawnego, jest (...) typ osobowości, który jest ostatecznym realizatorem zaleceń danego przepisu ...”. A. Podgórecki, *Prestiż prawa*, Warszawa 1966, s. 175-176; Zob. także A. Podgórecki, *Socjologiczna teoria prawa*, Warszawa 1998, s. 24-36.

⁷⁵ W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki, *Teoria państwa i prawa*, op. cit., s. 493.

⁷⁶ Ibidem, s. 494.

⁷⁷ Ibidem, s. 494-495.

4. Skuteczność społeczno-wychowawczą – odnoszoną do dłuższego okresu, w którym wykształcają się stałe stereotypy postępowania niejako automatycznie oddziałujące na adresatów normy, co w rezultacie powinno skutkować tym, iż regulacja prawna danego typu staje się zbędna;
5. Skuteczność aksjologiczną – gdy wartości, których bronić (promować) mają normy prawne, zostają zaakceptowane przez większą część społeczeństwa⁷⁸.

Dążąc do tworzenia prawa skutecznego, należy nie zapominać o jego granicach, które zależą nie tylko od obiektywnych przyrodniczych właściwości świata, ale wyznaczone są przez systemy społeczne. I choć ich przekroczenie nie będzie prowadzić do nieskuteczności behawioralnej, to jednak nie zostaną osiągnięte skuteczność finistyczna czy też aksjologiczna⁷⁹. Za N. Luhmannem stwierdzić należy, iż prawo nadużywane do realizacji funkcji jemu nie przypisanych może prowadzić do jego deformacji⁸⁰.

Pisząc o skuteczności prawa, nie sposób nie wspomnieć o jego **efektywności**. Tym bardziej, iż termin ten wielokrotnie pojawia się w regulacjach rynku finansowego⁸¹, a także stanowi ważny element rozważań ekonomicznej analizy prawa. W literaturze przedmiotu proponuje się, aby pojęcia „efektywności” i „skuteczności” w sensie najbardziej ogólnym używać wymiennie⁸². Według P. Chmielnickiego o efektywności prawa można „mówić w kontekście wpływu norm prawnych na stan schematów działania upowszechnianych i chronionych w zbiorowości, a w szczególności na realizację celu działania, który ma być za pomocą danego schematu osiągnięty”⁸³. W teorii prawa rozumienie efektywności różni się od tego wykorzystywanego w ekonomii. Postrzegana jest ona jako realizacja celu zamierzonego przez prawodawcę⁸⁴. Rozumienie to nazywane jest formalnym (w odróżnieniu od materialnego – utożsamianego ze znaczeniem ekonomicznym), albowiem „nie przesądza ono, jaki konkretny cel prawo powinno urzeczywistniać; wymaga jedynie, aby ów cel był faktycznie urzeczywistniany przez dane rozwiązanie prawne”⁸⁵. Efektywność ekonomiczna cel ten zaś wyznacza⁸⁶.

Jak zostało to wskazane, kryterium efektywności prawa jest niezwykle istotne w ocenie regulacji odnoszących się do rynku finansowego, które wykazują szcze-

⁷⁸ J. Jabłońska-Bonca, *Prawo w kręgu mitów*, Gdańsk 1995, s. 104.

⁷⁹ Ibidem, s. 105.

⁸⁰ N. Luhmann, *Teoria polityczna państwa bezpieczeństwa socjalnego*, Warszawa 1994, s. 153.

⁸¹ Na ten temat por. R. Mroczkowski, *Efektywność nadzoru nad rynkiem kapitałowym w ujęciu prawnym i ekonomicznym – przyczynek do dyskusji*, w: H. Mamcarz [red.], *Rynki finansowe*, Lublin 2006, s. 27-33.

⁸² P. Chmielnicki, *Efektywność prawa*, w: P. Chmielnicki [red.], *Pochodzenie, tworzenie i efektywność prawa*, Warszawa 2014, s. 363.

⁸³ Ibidem, s. 364.

⁸⁴ H. Izdebski, *Refleksje o skuteczności prawa*, w: T. Giaro, *Skuteczność prawa*, op. cit., s. 258.

⁸⁵ J. Stelmach, B. Brożek, W. Załuski [red.], *Dziesięć wykładów o ekonomii prawa*, op. cit., s. 26.

⁸⁶ Więcej na ten temat, w: J. Wilkin, *Efektywność a sprawiedliwość jako problem ekonomiczny*, w: J. Wilkin [red.], *Efektywność a sprawiedliwość*, Warszawa 1997, s. 23-47.

gólne związki z nauką ekonomii⁸⁷. Uznać należy je za ważne narzędzie do oceny zarówno tworzonych, jak i już stosowanych regulacji. W pierwszym przypadku prawodawca, kreując nowe rozwiązania prawne, musi ocenić ich skutki. Z reguły nacisk w tym przypadku kładziony jest na element kosztów tworzonych regulacji, które to koszty ujmowane powinny być w co najmniej dwóch znaczeniach: finansowym oraz społecznym. Koszty finansowe utożsamiać należy z jednej strony z wydatkami ponoszonymi w związku z implementacją nowego prawa (np. konieczność powołania nowej instytucji, zatrudnienia pracowników), a z drugiej z procesem jego stosowania (albo niestosowania w sytuacji, gdy jest to mimo wszystko wymagane), czego konsekwencją może być odpowiedzialność określonych podmiotów i wynikające z niej odszkodowania⁸⁸. Pisząc o efektywnym prawie, należy także podkreślać jego aspekt społeczny, obejmujący swym zakresem również element kosztów. Dopuszczając bowiem nowe rozwiązania finansowe, wymagana jest refleksja prawodawcy, jaki skutek spowodować może ich zastosowanie przez określoną kategorię klientów instytucji finansowej. Dokonanie w tym względzie całościowej oceny nie jest oczywiście możliwe, gdyż mamy do czynienia z różnymi grupami klientów (konsumentów)⁸⁹, o odmiennym poziomie świadomości finansowej, a także możliwościach analizowania informacji przekazywanych im przez podmiot finansowy. Informacji, które choć w większości wyczerpujące nie zawsze są zrozumiałe dla przeciętnego klienta (konsumenta)⁹⁰. W konsekwencji inwestować mogą oni w przedsięwzięcia obarczone wysokim poziomem ryzyka, które zamiast zyskami skutkować będą stratami, a w sytuacji masowości tego zjawiska niezadowolaniem społecznym i zagrożeniem dla stabilności rynku. Dalszą pochodną opisywanej sytuacji może być kryzys finansowy, którego koszty poniosą nie tylko zaangażowani w dany rodzaj transakcji, ale i całe społeczeństwo (koszty ratowania ze środków publicznych zagrożonych upadkiem instytucji)⁹¹. Pojawia się

⁸⁷ O ocenie prawa i jej formach zob. W. Lang, J. Wróblewski, S. Zawadzki, *Teoria państwa i prawa*, op. cit., s. 490; J. Wróblewski, *Oceny w prawie i oceny prawa*, w: *Studia Prawnicze*, nr 24 1970, s. 4-25; J. Wróblewski, *Analityczne podejście do aksjologii prawa*, w: *Studia Filozoficzne*, nr 2-3 1985, s. 49-65; Z. Ziemiński, *Wstęp do aksjologii dla prawników*, op. cit., s. 7-11.

⁸⁸ Na temat odpowiedzialności odszkodowawczej zob. A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009, s. 22.

⁸⁹ O różnicach w rozumieniu pojęć „klient” i „konsument” w dalszej części pracy.

⁹⁰ Przykładem tego rodzaju sytuacji mogą być ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem na życie oferowane w ostatnich latach przez sektor finansowy. Instrumenty mimo tego, iż już w samej nazwie sugerują pewność i rzetelność (dwukrotnie użyte słowo „ubezpieczenie”), w praktyce okazały się one być instrumentami o charakterze hybrydalnym, który naraził niekiedy ich nabywców na duże straty finansowe, czego konsekwencją są liczne spory prawne. Na ten temat więcej, w: A. Michór, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym a ochrona konsumenta*, w: *Bezpieczny Bank*, nr 1 2015, s. 156-182.

⁹¹ A. Hryckiewicz-Gontarczyk, *What do we know about the impact of government interventions in the banking sector? An assessment of various bailout programs on bank behavior*, w: *Journal of Banking&Finance*, No. 46 2014, s. 246-265; A. Hryckiewicz-Gontarczyk, *Interwencje rządowe w sektorze bankowym a stabilność systemu finansowego*, w: *Ekonomista*, nr 1 2014, s. 31-70.

więc w tym miejscu pytanie, jak ograniczyć tego rodzaju sytuacje. Oczywiście poprzez tworzenie efektywnych rozwiązań prawnych. Efektywnych to znaczy jakich? Po pierwsze takich, które będą skuteczne. I po drugie takich, które uwzględniać będą specyfikę regulowanej materii⁹². Skuteczne w znaczeniu zaprezentowanym powyżej, zapewniającym osiągnięcie celów założonych przez prawodawcę, które z teoretycznego punktu widzenia sprowadzać będą się do zachowania adresata zgodnie z dyspozycją normy (skuteczność formalna), która – założycz należy – dobrana została prawidłowo pod względem merytorycznym (skuteczność realna), prowadząc tym samym do osiągnięcia stanów zamierzonych przez tworzącego prawo. Nieuwzględnienie tym samym elementów merytorycznych prowadzić może do zniweczenia wysiłków prawodawcy. Podejście to choć słuszne, musi jednak uwzględniać ryzyko wadliwego wyznaczenia celów, co skutkować będzie negatywnymi konsekwencjami. Dlatego przy wyznaczaniu celów ważne jest osadzenie ich w wartościach ważnych dla regulowanej materii. Przyjmując za przykład rynek finansowy, wskazać należy na utrzymanie zaufania do niego jako wartość naczelną, której ochronie służyć będzie dążenie do celu w postaci zapewnienia bezpieczeństwa i stabilności rynku. Nie będzie to jednak możliwe bez zgłębienia natury regulowanej materii, w tym przede wszystkim uwzględnienia specyfiki adresatów norm, a więc zarówno podmiotów zarządzających instytucjami finansowymi, jak i ich klientów, na których działania wpływ mają określone czynniki behawioralne. Za P. Chmielnickim odnieść można je do stanu schematów działania upowszechnianych i chronionych w danej zbiorowości⁹³.

Podsumowując dotychczasowe rozważania na temat istoty prawa, ujmowanego w sposób instrumentalny⁹⁴, a więc jako zjawiska złożonego, zwrócić należy

⁹² **Wiedza** na temat regulowanej materii stanowi bowiem warunek konieczny racjonalnego tworzenia prawa. Wskazuje się przy tym na wiedzę dwojakiego rodzaju. Po pierwsze wiedzę o zależnościach przyczynowych, jakie zachodzą pomiędzy realizowaniem zachowań wskazywanych w tworzonych normach a następstwami tego rodzaju zachowań. Po drugie, wiedzę na temat tego czy akt ustanowienia określonych norm wpłynie na zachowania się adresatów i innych podmiotów, którzy podejmą działania wyznaczone przez te normy. Jak wskazują A. Michalska i S. Wronkowska wiedzy na ten temat dostarczać mogą podmiotowi tworzącemu prawo inne nauki, np. socjologia, ekonomia, psychologia społeczna. Przykładowo, wskazując na społeczne i ekonomiczne skutki przyjęcia takich czy innych rozwiązań prawnych, należy posiadać wiedzę na temat formalnych i nieformalnych struktur danego społeczeństwa, ich postawy wobec prawa, czy też jakie normy pozaprawne oddziałują na zachowania członków społeczeństwa. Istotnym zagadnieniem związanym z tego rodzaju sposobem tworzenia prawa jest umiejętność tworzącego prawo korzystania z nagromadzonej już wiedzy, ewentualnie umiejętność projektowania badań na potrzeby prawa. Postulaty te uznać należy za ponadczasowe i mające w pełni zastosowanie do procesu tworzenia prawa rynku finansowego. Zob. na ten temat A. Michalska, S. Wronkowska, *Zasady tworzenia prawa*, op. cit., s. 31-32.

⁹³ Więcej na ten temat, w: P. Chmielnicki, *Společne i gospodarcze determinanty norm prawnych*, w: P. Chmielnicki [red.], *Pochodzenie, tworzenie i efektywność prawa*, Warszawa 2014 s. 68-112.

⁹⁴ M. Borucka-Arctowa pisząc o instrumentalnym pojmowaniu prawa stwierdza, iż „współczesny normodawca, tworząc normy prawne, kieruje się wytyczonymi przez określoną politykę społeczną celami i traktuje te normy instrumentalnie, jako narzędzie oddziaływania społecznego, jako środki

uwagę na wielowątkowość prowadzonej w ten sposób analizy, której najważniejsze elementy zaprezentowane zostały powyżej. Proces tworzenia i stosowania prawa musi być prowadzony zgodnie z wyznaczonymi celami, w których osiągnięciu niezmiernie ważne jest zidentyfikowanie wartości ważnych z punktu widzenia społeczności, której funkcjonowanie opierać ma się na określonym porządku prawnym. W ten sposób możliwa będzie realizacja funkcji wyznaczanych prawu, w tym przede wszystkim funkcji stabilizacyjnej, a także stworzenie regulacji efektywnych, a więc maksymalnie chroniących schematy zachowania, ważne dla danej społeczności oraz ekonomiczne podstawy jej funkcjonowania.

2.2. Psychologiczne myślenie o prawie

Instrumentalne postrzeganie prawa zakłada, iż jest ono zjawiskiem złożonym, którego funkcjonowanie uzależnione jest od wielu czynników. Wielowiekowa refleksja nad istotą prawa doprowadziła do wykształcenia się rozmaitych koncepcji dotyczących definiowania prawa. Różnice pomiędzy nimi sprowadzić można w uproszczeniu do wspomnianych czynników, które muszą zaistnieć, aby móc mówić o prawie. Tym samym będzie ono inaczej ujmowane przez zwolenników pozytywizmu prawniczego, czystej teorii prawa, czy też podmioty głoszące koncepcje rozpatrujące prawo jako zjawisko społeczne lub psychologiczne. W tym ostatnim przypadku prawo będzie odnoszone do utrwalonego zachowania się ludzi oraz ich zbiorowości, z tym zastrzeżeniem, iż nie wszystkie z wymienionych zachowań ludzkich i społecznych wynikać będą z prawa⁹⁵. Powstaje więc pytanie o źródło postępowania i metody jego badania. Z całą pewnością w tym celu niezbędne będzie wykorzystanie metod empirycznych, opierających się na doświadczeniu i sięgnięcie do warsztatu innych nauk społecznych, w tym w szczególności psychologii i socjologii. Owo interdyscyplinarne podejście ma umożliwić dokonanie oceny sposobu zachowania ludzi w określonych sytuacjach, reguł przez nie przestrzeganych czy też odrzucanych i w rezultacie sformułować wnioski co do istoty tak postrzeganego prawa oraz postulaty dotyczące tworzenia go w taki sposób, aby spotkało się z akceptacją społeczną. Stwierdzić w tym miejscu należy, iż wskazane szerokie spojrzenie na prawo bliskie jest nurtom realistycznym, które, jak twierdzi K. Opałek już w swej naturze są nurtami o charakterze integracyjnym. Zgodzić należy się z twierdzeniem tego autora, iż rozszerzenie refleksji o prawie na tereny na przykład zjawisk psychicznych czy społecznych skutkuje

do osiągnięcia przyjętych celów. Działalność normodawcy zmierza do świadomego, planowanego kształtowania stosunków społecznych i tworzenia takich norm postępowania, które nie tylko odzwierciedlają istniejące stosunki i poglądy, ale i inicjują nowe wzory postępowania, stając się czynnikiem przeobrażeń społecznych". M. Borucka-Arctowa, *O właściwy zakres regulacji prawnej*, w: Państwo i Prawo, nr 2 1975, s. 3-17.

⁹⁵ W. Góralczyk, *Podstawy prawa*, Warszawa 2008, s. 14.

nawiązaniem kontaktu z innymi dziedzinami społeczno-humanistycznymi. Ujęcia realistyczne nieuchronnie więc odsłaniają szerszy kontekst różnych zjawisk, z którymi powiązane jest prawo⁹⁶.

Zasygnalizowane postrzeganie **prawa jako zjawiska psychologicznego**⁹⁷, kreowanego i rozwijającego się w umyśle człowieka przypisywane jest L. Petrażyckiemu oraz jego uczniom (J. Landemu, H. Piętce⁹⁸), którzy rozwijali w kolejnych latach koncepcje swojego mistrza, uważającego za niezbędne znalezienie w pierwszej kolejności odpowiedzi na pytanie: Czym prawo jest? Ustalenie naukowego pojęcia prawa stanowi przede wszystkim warunek konieczny do wytworzenia w sposób naukowy wszystkich innych pojęć prawoznawstwa⁹⁹. „Podobnie wszystkie sądy o prawie, dopóki nie mają określonego pojęcia prawa, stanowią twierdzenie o przedmiocie nieznanym”¹⁰⁰. Prawo nie jest uznawane za sprawę jednostkową, albowiem ludzie w swej masie skłonni są zachowywać się podobnie i niemal jednakowo odczuwać swe powinności, co jest tym samym dowodem na nieustanne oddziaływanie ludzi względem siebie¹⁰¹. Prawo jako czynnik psychiczny życia społecznego utrwała i rozwija lub osłabia i tępi określone skłonności ludzi¹⁰². Owa interakcja prowadzi do kreacji tzw. **emocji etycznych**, których efektem są reguły, których część przekształca się następnie w normy prawne, a inne zachowują charakter norm moralnych, obyczajowych, estetycznych itp. Przywoływane emocje są kolejnym rodzajem przeżyć psychicznych, obok poznania, uczucia i woli. Emocje te człowiek odczuwa jako narzucające się poczucie powinności postępowania w określony sposób. Tym samym mogą one mieć charakter jednostronnie imperatywny, a więc odczuwane jako nakaz zachowania się w określony sposób wobec innego podmiotu, bez jednoczesnego przekonania, iż temu podmiotowi się to od nas należało (emocje moralne). Emocje mogą mieć także charakter imperatywno-atrybutywny i w tej postaci odczuwane jako nakazy zachowania się wobec kogoś innego w połączeniu z odczuciem, iż ten ktoś mógłby domagać się zachowa-

⁹⁶ K. Opałek, *Teoria Petrażyckiego a współczesna teoria prawa*, w: K. Opałek [red.], *Z zagadnień teorii prawa i teorii nauki Leona Petrażyckiego*, Warszawa 1969, s. 122.

⁹⁷ Zaznaczyć przy tym należy, iż znawcy twórczości L. Petrażyckiego wskazują na możliwość wyróżnienia na podstawie jego koncepcji trzech zasadniczych aspektów odnoszonych do pojęcia „prawa”: psychologizmu, antyetytyzmu i korelatywizmu. Więcej na ten temat, w: K. Motyka, *Wpływ Leona Petrażyckiego na polską teorię i socjologię prawa*, Lublin 1993, s. 95-161.

⁹⁸ Jak się uważa koncepcja L. Petrażyckiego stała się następnie podstawą rozwijanych w duchu psychologizmu teorii, które, choć sięgając do tez pierwotnych, w określonych zakresach je zmieniały. Jako przykład wskazuje się: 1) zmianę postrzegania prawa jako zjawiska psychiki indywidualnej na rzecz prawa jako zjawiska psychiki zbiorowej, oraz 2) zmianę od koncepcji prawa jako zjawiska psychicznego do koncepcji prawa jako zjawiska złożonego. Zob. K. Motyka, *Wpływ Leona Petrażyckiego na polską teorię i socjologię prawa*, op. cit., s. 100-123.

⁹⁹ L. Petrażycki, *Wstęp do nauki prawa i moralności. Podstawy psychologii emocjonalnej*, op. cit., s. 24.

¹⁰⁰ Ibidem, s. 40.

¹⁰¹ W. Góralczyk, *Podstawy prawa*, op. cit., s. 15.

¹⁰² L. Petrażycki, *Wstęp do nauki prawa i moralności*, op. cit., s. 14.

nia jemu należnego (emocje prawne)¹⁰³. Prawo sprowadzane jest więc do emocji o charakterze imperatywno-atrybutywnym (określanych także dwustronnymi)¹⁰⁴. W odróżnieniu od moralności, istota prawa polega na tym, iż moralność odnoszona jest do sfery obowiązku, podczas gdy prawo to sfera obowiązku i uprawnień, która posiada związek z roszczeniem. Przeżycia prawne wydają się być silniejsze w porównaniu z moralnymi¹⁰⁵.

Ważną rolę w opisywanym procesie pełni **państwo**, które w opinii twórcy psychologicznej koncepcji prawa, nie powinno być ujmowane jako jedyny prawo-twórca. Prawem jest bowiem to co w powszechnej świadomości funkcjonuje jako prawo, zaś rola państwa w procesie tworzenia prawa sprowadza się do:¹⁰⁶

- odkrywania norm tworzących się spontanicznie w społeczeństwie;
- wspierania wybranych spośród nich;
- kształtowania nowych norm, i to nie jedynie poprzez nakazy, ale w taki sposób, aby norma została zaakceptowana w danej społeczności, a więc stała się częścią składową rozpowszechnionych emocji, istniejących w umysłach znacznej części adresatów normy.

Powyższe twierdzenia stały się także elementem postulatów L. Petrażyckiego dotyczących stworzenia omówionej już polityki prawa, która jako nauka miałaby wskazywać prawodawcy taki sposób tworzenia prawa, który pozwoliłby na realizację zamierzonych celów. Celem tejże polityki ma być bowiem „prognozowanie charakteru prawa, kształtu jego norm oraz konstrukcji systemu prawa, aby było ono efektywne i właściwie stosowane”¹⁰⁷.

Opisywana koncepcja ujmowana jest jako realistyczna. Cechą charakterystyczną realistycznych koncepcji prawa jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie nie tyle o istotę prawa, ale raczej **w jaki sposób prawo istnieje w danej społeczności** oraz w czym się przejawia w życiu jednostki i społeczeństwa. Prawo istnieje więc jako określone zachowania i postawy ludzi, tak czy inaczej powiązane z normami prawnymi i funkcjonowaniem różnego rodzaju instytucji¹⁰⁸. Jest ono ujmowane jako fakt, zjawisko realne. Jak pisał L. Petrażycki „zjawiska prawa pozostają w dwustronnym związku przyczynowym z innymi procesami życia społeczno-psychicznego. Z jednej strony prawo jest czynnikiem życia społeczno-psychicznego i jego rozwoju, wywołuje określone dalsze procesy w sferze psychiki i postępowania indywidualnego i masowego oraz w rozwoju jednostek i mas. Z drugiej

¹⁰³ L. Petrażycki, *Teoria prawa i państwa w związku z teorią moralności*, Tom I, Warszawa 1959, § 3, 4, 5.

¹⁰⁴ S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, op. cit., s. 68.

¹⁰⁵ J. Zajadło [red.], *Leksykon współczesnej teorii i filozofii prawa. 100 podstawowych pojęć*, Warszawa 2010, s. 294-295.

¹⁰⁶ W. Góralczyk, *Podstawy prawa*, op. cit., s. 15-16.

¹⁰⁷ K. Woźniak, *Wpływ koncepcji prof. Leona Petrażyckiego na organizację państwa i postrzeganie prawa*, w: D. Gil, Ł. Pikuła [red.], *Prawo i nauka w poglądach Leona Petrażyckiego*, Lublin 2013, s. 42.

¹⁰⁸ S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, op. cit., s. 68.

strony samo prawo jest wytworem działania pewnych procesów społeczno-psychicznych: tworzy się ono i zmienia według związków przyczynowych¹⁰⁹.

W koncepcji L. Petrażyckiego, uznającej prawo za zjawisko psychiczne, przyjęte zostało stanowisko pluralizmu systemów prawnych, na podstawie których wyróżnić można prawo oficjalne (pochodzące od państwa), prawo pozytywne (przeżycia psychiczne związane z wyobrażeniem faktów normatywnych, np. ustawa), oraz prawo intuicyjne (przeżycia psychiczne kreowane samoistnie i będące konsekwencją rozmaitych czynników, z wyłączeniem jednak autorytetów zewnętrznych, np. prawodawstwa)¹¹⁰.

Jak słusznie uważa K. Motyka „oddziaływanie koncepcji Petrażyckiego w jej aspekcie psychologicznym polegało – najszerzej rzecz ujmując – na zainteresowaniu teoretyków prawa empiryczną, a zwłaszcza psychologiczną problematyką prawoznawstwa¹¹¹. Należy wyrazić pogląd, iż koncepcje te mogą okazać się niezwykle pomocne także w analizie funkcjonowania rynków finansowych, w tym i regulujących je przepisów. Bowiem traktując prawo jako zjawisko psychiczne, wchodzące w związki przyczynowe z innymi zjawiskami, uznać należy, iż zmiany zachodzące w otaczającym nas świecie oraz procesy fizjologiczne oddziałują na psychikę, zaś psychika oddziałuje na te zjawiska¹¹². Zakładając, iż rynek finansowy stanowi jeden z ważniejszych elementów gospodarki, zmiany w psychice, w mechanizmie rządzącym ruchami oraz działaniami ludzi skutkują zmianami w postępowaniu gospodarczym¹¹³. Za L. Petrażyckim stwierdzić więc można, iż obserwując zmiany psychiki ludzkiej, da się przewidywać kierunki zmian zachodzące na rynku (w tym finansowym). Ważne jest jednak rozpoznanie przyczyn owych zmian w psychice.

Zauważał on, iż najszybciej dokonują się zmiany w produkcji, a w związku z tym w zwyczajach technicznych, z którymi z kolei nie są skorelowane zmiany prawne¹¹⁴. Prawo jednak jako czynnik psychiczny, który wywołuje emocje pobudzające do określonych zachowań, pełni ważną rolę, pozytywną lub negatywną w życiu ekonomicznym, rolę piasku lub oliwy w trybach maszyny gospodarczej¹¹⁵.

W swych pracach L. Petrażycki zajmował się także problemem **kryzysu** i więzi społecznych, w tym w szczególności **więzi psychicznych**. Wskazywał on na możliwość wzajemnego zarażania się emocjonalnego ludzi. Obok więzi psychicznej wyróżnia on także więź materialną, która polega na produkcji i wymianie działalności. Dwa z wymienionych rodzajów więzi stanowią jedność w postaci więzi

¹⁰⁹ L. Petrażycki, *Teoria prawa i państwa, w związku z teorią moralności*. Tom II, opracował W. Leśniewski, Warszawa 1960, s. 664.

¹¹⁰ J. Zajadło [red.], *Leksykon współczesnej teorii i filozofii prawa. 100 podstawowych pojęć*, op. cit., s. 295.

¹¹¹ K. Motyka, *Wpływ Leona Petrażyckiego na polską teorię i socjologię prawa*, op. cit., s. 96.

¹¹² J. Kowalski, *Psychologiczna teoria prawa i państwa Leona Petrażyckiego*, Warszawa 1963, s. 60.

¹¹³ *Ibidem*, s. 61.

¹¹⁴ L. Petrażycki, *Zagadnienia prawa zwyczajowego*, Warszawa 1938, s. 47-48.

¹¹⁵ J. Kowalski, *Psychologiczna teoria prawa i państwa Leona Petrażyckiego*, op. cit., s. 62.

ekonomicznej. Umiejętność zaś wykrywania prawidłowości społecznych poprzez wykrywanie określonych tendencji psychicznych powinna stanowić podstawę w poszukiwaniu przyczyn kryzysów (gospodarczych)¹¹⁶. Odnosząc się do koncepcji L. Petrażyckiego, J. Kowalski słusznie zauważa, iż prawo wymaga badania zarówno jako fakt psychologiczny, jak i społeczny, ale także i językowy. Niezaprzeczalny jest także fakt, iż normy prawne oddziałują na zachowanie się ludzi poprzez psychikę, a w dłuższym okresie kreują one określone fakty psychiczne w postaci pewnych postaw, skłonności czy też dyspozycji w istotny sposób wpływających na zachowanie człowieka¹¹⁷. Zrozumienie tego procesu wymaga jednak kompleksowego podejścia opartego na integracji dyscyplin humanistycznych (psychologii, prawa, moralności, ekonomii, socjologii), dla których podstawą byłaby teoria emocjonalna, a także zainteresowanie się zachowaniami człowieka. Te ostatnie rozumiane miałyby być szeroko i obejmować także sposób rozumowania. Szczególną uwagę L. Petrażycki poświęcał relacjom pomiędzy prawem i ekonomią¹¹⁸. Pierwsze z nich nie stanowiło dla niego formy życia ekonomicznego, ale jako element życia psychicznego ma ono wpływ na zachowanie się ludzi, w tym także w sferze ekonomicznej. Ekonomia z kolei zajmować ma się analizowaniem prawidłowości tychże zachowań, wywołanymi różnymi czynnikami, w tym także przeżyciami prawnymi. Prawo jako przeżycie prawne występuje jako skutek i przyczyna. Jest ono produktem i producentem rzeczywistości społecznej¹¹⁹.

Opisywane koncepcje L. Petrażyckiego, mimo tego, iż powstawały kilkadziesiąt lat temu, cały czas pozostają aktualne. I choć nie sposób (ze względu na ilość i obszerność prac tego wybitnego polskiego naukowca) przytoczyć wszystkich z nich, to jednak dokonany powyżej wybór jego twierdzeń jest nieprzypadkowy i w opinii autora doskonale koresponduje z współczesnymi czasami. Czasami, które jak wielokrotnie było to już podkreślane, charakteryzuje wiele elementów, takich jak globalizacja, finansjalizacja życia i będące ich owocem wzrastające znaczenie rynków finansowych i regulacji ich dotyczących. Te ostatnie postrzegać można z jednej strony jako owego producenta rzeczywistości społecznej. Prawodawca bowiem poprzez swe działania w zakresie polityki prawa kreuje określoną rzeczywistość. To bowiem od jego woli zależeć będzie struktura i znaczenie rynków finansowych, poziom ich rozwoju, wykorzystywane na nich instrumenty finansowe itp. Jednak mimo jego władzy w tym względzie, nie pozostaje on niewzruszo-

¹¹⁶ Ibidem, s. 63.

¹¹⁷ Ibidem, s. 64.

¹¹⁸ Krytyczna analiza jego poglądów na ten temat została zaprezentowana w publikacji H. Kaczmarczyka, *Prawo i gospodarka w poglądach Leona Petrażyckiego*, w: D. Gil, Ł. Pikuła [red.], *Prawo i nauka w poglądach Leona Petrażyckiego*, Lublin 2013, s. 33-39. Zob. także P. Chmielnicki, *Ekonomia – teorią działania prawa cywilnego? Poglądy Leona Petrażyckiego na relacje między prawem a ekonomią – w ujęciu krytycznym*, w: D. Gil, Ł. Pikuła [red.], *Prawo i nauka w poglądach Leona Petrażyckiego*, Lublin 2013, s. 121-139.

¹¹⁹ J. Kowalski, *Psychologiczna teoria prawa i państwa Leona Petrażyckiego*, op. cit., s. 105-106.

ny na zmiany zachodzące na samym rynku, które wymuszają tworzenie „nowych produktów prawnych”. Wymaga to od prawodawcy odkrywania norm tworzących się w społeczeństwie, które – za L. Petrażyckim, moglibyśmy powiedzieć – są efektem określonych emocji, będących z kolei źródłem norm prawnych¹²⁰. Tworzenie efektywnego prawa, a więc zarówno realizującego swe cele, jak i akceptowanego w danej społeczności, wymaga kształtowania tych norm w sposób, który uwzględnić będzie funkcjonujące w danej grupie emocje. Może w tym miejscu pojawić się wątpliwość: Czy prawodawca ma być wobec tego swego rodzaju psychologiem badającym nastroje członków społeczeństwa? Czy tworzenie prawa rynku finansowego wymagać będzie stosownych badań w tym względzie? Choć w praktyce wydaje się to nierealne, to jednak za konieczne (w szczególności w odniesieniu do rynku finansowego) uznać należy uwzględnienie czynnika psychologicznego (behawioralnego) i doświadczeń (jak chciał L. Petrażycki) innych nauk. Potwierdzeniem tej tezy są, nazwijmy je, pewne prawidłowości, powszechnie określane mianem efektów, z jakimi spotykamy się na rynkach finansowych. Tytułem przykładu wskazać można na awersję do ryzyka, run na banki, efekt domina (ang. *knock on effect*), efekt zarażenia (ang. *contagion effect*) czy też pokusę nadużycia (ang. *moral hazard*). Jak zostanie to wykazane w dalszej części książki elementem zawsze im towarzyszącym jest w mniejszym lub większym stopniu – prawo (emocje), a więc normy prawne, które oddziałują na zachowanie się ludzi poprzez psychikę, których postępowanie wpływa na wiele innych aspektów życia, w tym ekonomiczny, który stanowi jeden z podstawowych elementów ekonomicznych rozważań o prawie.

2.3. Ekonomia a prawo – symbioza czy konkurencja?

Jeden z wcześniejszych podrozdziałów poświęcony został analizie prawa ujmowanego jako instrument regulacji stosunków społecznych. Instrumentalne postrzeganie prawa zakłada, iż jest ono bytem złożonym, służącym realizacji określonych celów, do których zaliczono także cele ekonomiczne. Ich osiągnięcie nie będzie jednak możliwe bez uwzględnienia przez prawodawcę standardów, zaliczanych do pierwotnych funkcji prawa, które wyrastają z nauki ekonomii. Z pewnością jedną z nich, szczególnie eksponowaną, jest tzw. ekonomiczna efektywność, którą odnosząc do

¹²⁰ Niekiedy można odnieść wrażenie, iż choć prawodawcy kreującemu rzeczywistość finansową przyświeca chęć tworzenia rynku „przyjaznego” społeczeństwu, to jednak w rzeczywistości interes pojedynczego konsumenta usług finansowych nie do końca brany jest pod uwagę. Bowiem nawet w sytuacji tworzenia nowych obowiązków wobec instytucji finansowych nie zawsze przystają one do świata realnego. Przykładowo: Czy wzrost wymogów informacyjnych, które zapewnić mają racjonalne podjęcie decyzji inwestycyjnej, uwzględnia emocje osób je podejmujących? Czy przeciętny konsument jest w stanie zrozumieć język wielostronicowych regulaminów pisanych przez profesjonalistów? Czy ich twórcy uwzględniają, używając koncepcji L. Petrażyckiego, poziom emocjonalny odbiorców, zdolność ich percepcji, na którą wpływa tak charakterystyczny dla naszych czasów natłok informacji?

prawa sprowadzić można do stwierdzenia, iż prawo powinno być efektywne ekonomicznie, a więc służyć ekonomicznie efektywnej alokacji dóbr¹²¹. W literaturze przedmiotu postulat ten utożsamiany jest z koniecznością uwzględnienia w swych decyzjach przez podmioty zarówno tworzące, jak i stosujące prawo, rachunku ekonomicznego dotyczącego kosztów podjęcia określonej decyzji¹²². Realizacja tego postulatu wymaga przyjęcia kilku założeń wyjściowych, a także postawienia pytania o możliwość i sposoby jego realizacji. Odnosząc się do z pierwszej kwestii, intuicyjnie przyjąć należy, iż ekonomia dostarcza instrumentów, które umożliwią prawodawcy oszacować koszty podejmowanych inicjatyw prawodawczych. Ich zastosowanie powinno mieć miejsce na wszystkich etapach „życia prawa”, a więc w momencie jego tworzenia i stosowania. Stworzenie wspomnianego instrumentarium szacowania efektywności ekonomicznej prawa musi uwzględniać także specyfikę poszczególnych jego gałęzi. Wreszcie powinien istnieć mechanizm, który pozwoli na podstawie dokonanych ocen, wprowadzić niezbędne zmiany w prawie, które przybliżą je do stanu idealnego. Założenia te implikują w sobie liczne pytania, z których za najważniejsze uznać należy to o możliwość ujęcia istoty prawa w formuły ekonomiczne. Czy efektywność ekonomiczna jest tożsama z efektywnością prawną? Jak należy rozumieć pojęcie „kosztu”? Czy jest to tylko koszt wyrażany w pieniądzu, czy być może koszt ujmowany szerzej, jako koszt społeczny? Odpowiedź na te i wiele innych pytań nawiązujących do relacji pomiędzy nauką prawa i ekonomii od dawna stanowi przedmiot ożywionej debaty, której głosy mają także istotne znaczenie dla tematyki niniejszej książki. Bowiem w regulacjach rynku finansowego ogniskują się wszystkie najistotniejsze wątki owej dyskusji. Wynika to z wielokrotnie już podkreślanego znaczenia rynku finansowego dla funkcjonowania państwa. Konsekwencją tego jest między innymi zwiększona aktywność prawodawcy, który w swych działaniach powinien uwzględnić specyfikę relacji prawno-ekonomicznych, wpływających z omówionego w dalszej części rozdziału, procesu ekonomizacji prawa. W jego rozumieniu z pewnością pomocne będzie przybliżenie najważniejszych wątków debaty na linii prawo – ekonomia, towarzyszącej kształtowaniu się koncepcji ekonomicznej analizy prawa, określanej także mianem *Law&Economics* (dalej: L&E).

2.3.1. Ekonomiczna analiza prawa – pojęcie

Charakterystykę ekonomicznej analizy prawa należałoby rozpocząć od jej zdefiniowania. Jak się okazuje, nie jest to zadanie łatwe, gdyż nawet wśród jej przedstawicieli wyróżnić można kilka sposobów jej opisanie. Na przykład poprzez przedmiot badań albo wykorzystywaną metodę badawczą. Za K. Metelską-

¹²¹ O zasadzie maksymalizacji bogactwa więcej w: R.A. Posner, *Problems of Jurisprudence*, Cambridge-London 1990, s. 360 i nast.

¹²² D. Maśniak, *Transgraniczny system ochrony ofiar wypadków drogowych, Studium prawnofinansowe*, Warszawa 2010, s. 150-154.

-Szaniawską oraz J. Bełdowskim stwierdzić można, iż przedstawiciele L&E zajmują się badaniem prawa za pomocą narzędzi ekonomicznych¹²³. Ci sami autorzy kwalifikują ekonomiczną analizę prawa jako ruch naukowy, który wyrósł z zainteresowania przedstawicieli nauki ekonomii nauką prawa, a także swego rodzaju ekspansji ekonomii w II połowie XX wieku do innych nauk społecznych¹²⁴. Należy w tym miejscu podkreślić oczywistość, jaką jest istnienie wspólnego mianownika dla prawa i ekonomii, a którym jest fakt zaliczania ich do nauk społecznych. Badania tego rodzaju nauk koncentrują się między innymi na rozpatrywaniu kwestii dotyczących społeczeństwa, jego struktury, dziejów, kultury, prawa oraz prawidłowości (w tym ekonomicznych) jego rozwoju. Przedstawiciele tych nauk, uzasadniając swe twierdzenia, wykorzystują metodę indukcji, a więc „od szczegółu do ogółu”, dążąc do odkrywania pewnych prawidłowości rządzących mechanizmami funkcjonowania społeczeństwa, którego – co należy podkreślić – „jądrem” jest człowiek, przez większą część przedstawicieli ekonomii określany jako istota ekonomiczna (racjonalna) – *homo oeconomicus*. Paradygmat istnienia tego rodzaju podmiotu, za którego twórcę uznawany jest J.S. Mill, zakłada, iż człowiek ekonomiczny działa racjonalnie i dąży do maksymalizacji osiągniętych zysków¹²⁵. W tle dostrzec można jednak jego prawdziwą naturę, scharakteryzowaną przez A. Smitha jako wolną i egoistyczną, dzięki jednak której poprzez skupienie się na własnym interesie, *homo oeconomicus* służy także interesowi ogólnemu¹²⁶. Mimo tego, iż założenie o racjonalności poddane zostanie krytyce w dalszej części pracy, już w tym miejscu stwierdzić należy, iż jest ono twierdzeniem wyidealizowanym. Także w nauce ekonomii pogląd na temat człowieka rozumnego ewoluował, a jej przedstawiciele niejednokrotnie opisywali go jako istotę hipotetyczną, fikcyjną, wskazując przy tym, iż „konkretne zachowanie ludzkie w sferze gospodarowania da się wytłumaczyć w kategoriach idealnych, ściśle racjonalnych wyborów (bowiem człowiek ekonomiczny postrzegany jest jako człowiek racjonalny)”¹²⁷. Zapewne dlatego dostrzegając jedynie hipotetyczny charakter opisywanego założenia, coraz częściej słyszy się głosy o konieczności zastąpienia paradygmatu człowieka rozumnego **paradygmatem człowieka emocjonalnego (*homo sapiens oeconomicus*)**, który podejmując decyzje, nie zawsze kieruje się rozumem, ale podatny jest na wpływy innych, nieekonomicznych czynników, często o charak-

¹²³ K. Metelska-Szaniawska, *Ekonomiczna analiza prawa (Law&Economics) – wprowadzenie*, w: R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011, s. XVI.

¹²⁴ J. Bełdowski, K. Metelska-Szaniawska, *Law&Economics – geneza i charakterystyka ekonomicznej analizy prawa*, w: *Bank i Kredyt*, nr 10 2007, s. 52.

¹²⁵ J. Szacki, *Historia myśli socjologicznej*, Warszawa 2002, s. 263.

¹²⁶ A. Smith w ten sposób opisywał to zjawisko: „To, że będziemy mogli wieczorem położyć na stole mięso, chleb i piwo, nie zależy wcale od dobrej woli rzeźnika, piekarza i piwowara, lecz od tego, że w produkowaniu dóbr, które konsumują inni widzą oni swój własny interes”. A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, Tom I, Warszawa 2007, s. 20.

¹²⁷ K. Wach, *Od człowieka racjonalnego do emocjonalnego. Zmiana paradygmatu nauk ekonomicznych*, w: *Horyzonty Wychowania*, nr 9 2010, s. 96.

terze psychologicznym lub społecznym¹²⁸. Jest to szczególnie widoczne w czasach współczesnych, które obfitują w liczne kryzysy, których źródłem niejednokrotnie są rynki finansowe, na których, można odnieść wrażenie, dominują niepewność i ryzyko. Dlatego w pełni należy zgodzić się z poglądem B. Woźniak-Jęchorek, iż „*Homo oeconomicus* stworzony przez klasyka Johna S. Milla, a nastawiony na maksymalizowanie użyteczności, uniwersalny, racjonalny, pozakulturowy, pasujący do każdego typu społeczeństwa, pozwalający na systematyczne wykorzystanie matematycznego formalizmu nie działa bowiem w świecie, w który wpisuje się niepewność czy niemierzalne ryzyko”¹²⁹.

Wymienione wcześniej dwie wielkości, czyli niepewność i ryzyko, są przedmiotem zainteresowania zarówno prawa, jak i ekonomii. Podczas gdy ekonomiści starają się ustalić sposób definiowania, liczenia oraz kwantyfikacji ryzyka (niepewności), prawnicy za cel swych działań stawiają ujęcie go w ramy prawne, tak aby możliwa była między innymi kontrola nad nim. Aktywność obu tych grup jest w tym wypadku kompatybilna, ponieważ niemożliwe będzie uregulowanie ryzyka bez zrozumienia jego natury, do czego niezbędne okazać się mogą metody wypracowane przez naukę ekonomii. Przypadek ten wskazuje na istnienie potencjalnych obszarów współpracy pomiędzy prawem a ekonomią i wykorzystaniem w tej mierze dorobku ekonomicznej analizy prawa, której źródłem sukcesu przekornie poszukuje się w odnalezieniu przez ekonomię niezagospodarowanej niszy w „intelektualnej przestrzeni” prawa, którą szybko ona wypełniła. Tłumacząc ten fenomen, R. Cooter i T. Ulen posiłkują się jedną z wielu definicji prawa, ujmowanego w tym przypadku jako obowiązek poparty sankcją państwową. Prawodawca tworzący prawo musi wziąć pod uwagę potencjalne reakcje na nie, jego adresatów. Inaczej rzecz ujmując, rozważyć, czy uwzględnienie w procesie tworzenia prawa sankcji za jego nieprzestrzeganie wpłynie na postawy adresatów norm w tym prawie ukrytych. Oczywiście istnieje wiele sposobów badania tego rodzaju potencjalnych zachowań. Jeden z nich umożliwił ma ekonomia, która jak twierdzą cytowani autorzy, dostarczyła teorii naukowej pozwalającej przewidzieć, jaki wpływ na ludzkie zachowanie będą miały sankcje prawne. Sankcje te bowiem porównać można do cen, których wzrost powoduje mniejszą konsumpcję, podczas gdy ich spadek skutkować będzie odwrotną reakcją. Ekonomia, analizując relacje pomiędzy ceną a zachowaniem człowieka, korzystać może z precyzyjnych teorii matematycznych (np. teorii cen lub gier), a także określonych metod empirycznych (statystycznych, ekonometrycznych)¹³⁰. W ocenie przedstawicieli L&E, ich

¹²⁸ K. Dopfer, *The Economic Agent as Rule Maker and Rule User: Homo Sapiens Oeconomicus*, w: *Journal of Evolutionary Economics*, Vol. 14 2004, s. 179.

¹²⁹ B. Woźniak-Jęchorek, *Gospodarcza niepewność według Johna R. Commonsa*, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 3 2014, s. 175.

¹³⁰ R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011, s. 4.

odpowiednie recypowanie na grunt prawa wpłynąć może na lepsze jego tworzenie i stosowanie, między innymi poprzez dostarczenie teorii behawioralnej służącej przewidywaniu reakcji ludzi na prawo.

W jednym z fundamentalnych dla rozwoju ekonomicznej analizy artykułów pt. *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*¹³¹, autorstwa G. Calabresiego i A.D. Melameda, zawarto metaforę nurtu L&E i postrzegania prawa jako ogromnego, historycznego oraz świętego obiektu, którym jest tytułowa katedra. Opis ten uszczegółowiony został następnie przez R. Coote'a i T. Ulen, którzy definiując omawiany nurt zaliczany do nauk behawioralnych, porównali go raczej do zaprawy wiążącej mury owej katedry, wskazując na ekonomię jako na najbardziej użyteczną dla prawa naukę behawioralną, dostarczającą poza wskazanymi metodami i teoriami, także wzorce normatywne do oceny prawa i polityki. Prawo to bowiem w ich ocenie narzędzie służące osiągnięciu ważnych celów społecznych. Aby więc ocenić sposób oddziaływania prawa na społeczeństwo i realizację celów, niezbędne jest wykorzystanie przez podmioty prawo tworzące i je stosujące metod oceny tego oddziaływania. Metody te dostarczył ma ekonomia, a wynikiem ich zastosowania ma być stopień efektywności¹³². W tym jednak miejscu pojawią się pytanie w jakim znaczeniu należy mieć na myśli ową efektywność? Ekonomicznym czy prawnym? Czy ujmowanie jej w tych dwóch znaczeniach oznacza, iż mamy do czynienia z innymi rodzajami efektywności? Odpowiedź na to pytanie jest niezwykle ważna i niezbędna, przede wszystkim dla określenia granic ingerencji ekonomicznej analizy prawa w istotę prawa i formułowania polityki jego tworzenia i stosowania.

Jak zostało to już wykazane, rozumienie pojęcia „efektywności” w znaczeniu prawnym i ekonomicznym nie jest tożsame. W pierwszym przypadku efektywność (utożsamiana niekiedy ze skutecznością) ujmowana jest bowiem „w kontekście wpływu norm prawnych na stan schematów działania upowszechnianych i chronionych w zbiorowości, a w szczególności na realizację celu działania, który ma być za pomocą danego schematu osiągnięty”¹³³. W prawie efektywność postrzega się w sposób formalny i odnosi się ją do celu wyznaczonego przez prawodawcę, który przyjął takie, a nie inne rozwiązanie. Ekonomia z reguły akcentuje aspekt materialny efektywności, odnosząc ją do sposobu alokacji dóbr. Natomiast bazując na rozwiązaniach wypracowanych przez tę naukę, przedstawiciele L&E, pisząc o prawie ekonomicznym efektywnie, nadają temu pojęciu co najmniej kilka znaczeń, których różnice wynikają z faktu oparcia ich na odmiennych ideach. Wskazać w tym miejscu należy na idee: maksymalizacji dobrobytu społecznego,

¹³¹ G. Calabresi, A.D. Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, w: *Harvard Law Review*, (85) 1972, s. 1089 i nast.

¹³² R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, op. cit., s. 4-5.

¹³³ P. Chmielnicki, *Efektywność prawa*, op. cit., s. 364.

efektywności w ujęciu Pareto, efektywności w sensie Kaldora-Hicksa oraz efektywności w ujęciu analizy marginalnej¹³⁴.

Nie sposób w tym miejscu zaprezentować całego dorobku przedstawicieli nauki ekonomii związanego z badaniami na temat efektywności, która przez nich samych definiowana jest na wiele sposobów. Jest ona pojęciem wielowymiarowym i wieloznacznym, będącym wynikiem złożonego procesu ewolucji systemów gospodarczych oraz myśli ekonomicznej¹³⁵. Elementem charakterystycznym takiego ujęcia jest jednak wspominany wymiar materialny, który w przypadku L&E odnoszony jest do efektywnej alokacji dóbr. Będziemy mieli z nią do czynienia w danej grupie, gdy nie da się poprawić sytuacji żadnego z członków grupy, bez pogarszania sytuacji pozostałych. W takim rozumieniu prawo będzie efektywne ekonomicznie, gdy zapewniona zostanie właściwa alokacja dóbr, a więc zarówno podmiot je tworzący, jak i stosujący, w swych decyzjach powinien kierować się rachunkiem ekonomicznym związanym z kosztami podjęcia danej decyzji. Optymalną będzie oczywiście decyzja ekonomicznie uzasadniona¹³⁶. Metody i instrumenty takowej oceny dostarczyć ma omawiana ekonomiczna analiza prawa, której charakterystyce poświęcono w polskiej literaturze przedmiotu już wiele miejsca.

Jednakże ze względu na fakt, iż analizowana w niniejszej publikacji ekonomizacja prawa, już w samej swej nazwie wskazuje na zależności będące przedmiotem badań przedstawicieli L&E, niezbędne jest przedstawienie najistotniejszych założeń tego nurtu, które mogą okazać się pomocne w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego.

¹³⁴ Wszystkie z nich poddane zostały wyczerpującej analizie w pracy: J. Stelmacha, B. Brożka, W. Załuskiego, *Dziesięć wykładów o ekonomii prawa*, op. cit., s. 25-50. Zob. także J. Stelmach, B. Brożek, *Metody prawnicze*, Kraków 2004, s. 136-137 oraz J. Bełdowski, K. Metelska-Szaniawska, *Law&Economics – geneza i charakterystyka ekonomicznej analizy prawa*, op. cit., s. 56-58. Opierając się na cytowanych publikacjach, stwierdzić można, iż z efektywną alokacją dóbr w rozumieniu Pareto będziemy mieli do czynienia w danej grupie, w sytuacji gdy nie da się poprawić sytuacji żadnego z członków grupy, bez pogorszenia sytuacji innych jego członków. Odnosząc to do prawa, z rozwiązaniem prawnym efektywnie będziemy mieli do czynienia, w przypadku gdy jego zastosowanie prowadzić będzie do poprawy sytuacji co najmniej jednego podmiotu, na który ono oddziałuje, bez jednoczesnego pogorszenia sytuacji żadnego innego podmiotu. Natomiast efektywna alokacja dóbr w sensie Kaldora-Hicksa będzie miała miejsce, gdy nie da się poprawić łącznego dobrobytu grupy, nawet przy założeniu, że sytuacja niektórych z tworzących ją członków uległaby pogorszeniu. W tym znaczeniu rozwiązanie bardziej efektywne może powodować pogorszenie sytuacji niektórych z jednostek. Jednak teoretycznie, jednostki odczuwające poprawę mogą dokonać kompensaty na rzecz jednostek „pokrzywdzonych” wskutek wprowadzonej zmiany. Na ten temat zob. także A.M. Nolan, *Unijne prawo konkurencji: efektywność systemu odwołań spraw dotyczących koncentracji przedsiębiorstw*, Warszawa 2015, s. 133-157.

¹³⁵ M. Szudy, *Efektywność ekonomiczna w ujęciu dynamicznym a sprawność systemu gospodarczego*, w: U. Zagóra-Jonszta [red.], *Studia Ekonomiczne*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice, nr 176 2013, s. 22.

¹³⁶ D. Maśniak, *Transgraniczny system ochrony ofiar wypadków drogowych. Studium prawnofinansowe*, op. cit., s. 150.

2.3.2. Ekonomiczna analiza prawa a prawo ujmowane instrumentalnie

Choć początki ekonomicznej analizy prawa datuje się na lata 60. XX wieku¹³⁷, to jednak prace dotyczące zależności, jakie istnieją pomiędzy nauką prawa i ekonomicznością pojawiały się już kilkaset lat wcześniej. Wskazuje się przy tym na czasy starożytnego Rzymu. Wtedy to bowiem, jak pisze J. Stelmach, rozwój instytucji ekonomicznych przyczynił się do rozwoju zarówno poszczególnych gałęzi prawa (w szczególności prawa prywatnego), jak i nauki o prawie (jursprudence). Myślenie ekonomiczne kształtowało instytucje prawa rzeczowego czy też zobowiązań, ale także i prawa finansowego, wpływając na stworzone w tamtym okresie kategorie, takie jak: podatek, cło i skarb państwa¹³⁸. Badania dowodzą także, iż to już w starożytności wykorzystywano instrumenty finansowe, odkrywane współcześnie „na nowo”, a przyjmujące postać szeroko rozumianych pochodnych instrumentów finansowych¹³⁹. W kolejnych wiekach rozwoju ludzkości ekonomiczne myślenie o prawie nieustannie towarzyszyło dyskursowi naukowemu prowadzonemu przez wielkich myślicieli. Przykładowo N. Machiavelli wskazywał na zachowanie ludzkie jako wynik racjonalnego wyboru. Z kolei D. Hume, ujmując prawo jako zbiór konwencji, przestrzeganych przez ludzi, niezbędną dla kooperacji w świecie rzadkich dóbr, pokazywał na interakcje ludzkie, które współcześnie są przedmiotem badań wykorzystujących teorię gier. Jej obecność zauważana jest także w pracach J.J. Rousseau dotyczących dylematu zaufania lub koordynacji, zobrazowanej przykładem polowania na jelenia (ang. *stag hunt*)¹⁴⁰. Rousseau opisywał je w swym dziele pt. *Discours sur Les Sciences et Les Arts - Discours sur l'Origine des Inégalités* w następujący sposób: „Polujący na jelenia myśliwi są w pełni świadomi, że aby go upolować, muszą być lojalni wobec siebie i pozostać na swoich posterunkach. Jeżeli jednak zając przebiegnie w pobliżu jednego z nich, nie ma wątpliwości, że myśliwy ten ruszy za pewną zdobyczą, doprowadzając do fiaska polowanie na jelenia”¹⁴¹. Opis ten kilkaset lat później przełożony na język mate-

¹³⁷ Wtedy to opublikowane zostały bowiem trzy artykuły, które do dziś powszechnie uznawane są za podwaliny ruchu *Law&Economics*. Były nimi prace: R.H. Coase, *The Problem of Social Cost*, w: *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 1960, s. 1-44; G. Calabresi, *Some Thoughts on Risk-Distribution and the Law of Torts*, w: *Yale Law Journal*, Vol. 70 1961, s. 499-553; A.A. Alchian, *Some Economics of Property Rights*, w: *Il Politico*, Vol. 30 1965, s. 816-829.

¹³⁸ J. Stelmach, *Spór o ekonomiczną analizę prawa*, w: J. Stelmach, M. Soniewicka [red.], *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawnych*, Warszawa 2007, s. 9.

¹³⁹ Więcej na ten temat, w: T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe: aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004.

¹⁴⁰ Przykłady zaczerpnięte zostały z pracy E. Mackaay, *History of law and economics*, w: B. Bouckaert, G. De Geest [red.], *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham 2000, na: encyclo.findlaw.com/0200book.pdf [dostęp: 4 stycznia 2016 roku] *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham 2000, na: encyclo.findlaw.com/0200book.pdf [dostęp: 4 stycznia 2016 roku] oraz J. Kabzy, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, Warszawa 2014, s. 41-42; Zob. także E. Mackaay, *Law and Economics for Civil Law Systems*, Cheltenham 2013, s. 17-26.

¹⁴¹ Cyt. za A. Kalinowska, A. Stański, *Po co matematykom Jan Jakub Rousseau?*, w: *Problemy wczesnej edukacji*, nr 3 2015, s. 122.

matyki (zob. równowaga Nasha), w swej pierwotnej formie nie stracił na aktualności i służyć może opisaniu współczesnych zachowań rynkowych konsumentów na przykład na rynku giełdowym, określanych nieprzypadkowo zachowaniami stadnymi. Do innych znanych prekursorów ekonomicznej analizy prawa zaliczyć należy także C. Beccarię, który wskazywał między innymi na odstrasżający efekt sankcji karnych, a także J. Benthama, uznawanego za jednego z twórców utylitarysty i pojęcia rachunku szczęśliwości (łac. *felicific calculus*), kierującego zachowaniami ludzkimi¹⁴².

Wymienione dokonania choć niezaliczane do nurtu ekonomicznej analizy prawa, z całą pewnością uznać należy za ważny wkład w rozwój ekonomicznego myślenia o prawie, którego dynamiczny rozwój przypadł na wiek XX. Wtedy to bowiem najpierw w Europie, a następnie w USA przedstawiciele ekonomii skierowali swe zainteresowania w stronę nauki prawa, dając początek tzw. dwóm falom *Law&Economics*. Pierwszą z nich umiejscawia się w latach 30. XX wieku, a za jej przedstawicieli uważa się między innymi ekonomistów europejskich, takich jak: C. Mengera, W. Sombrata czy też A. Wagnera. Druga fala *Law&Economics* miała już typowo amerykański charakter i datowana jest na wspomnianą wcześniej 2. połowę XX wieku, kiedy to opublikowane zostały uznawane dziś za kanon lektur ekonomicznej analizy prawa prace R.H. Coase¹⁴³, G. Calabresiego¹⁴⁴, A. Alchiana¹⁴⁵, R.A. Posnera¹⁴⁶, uznawanych niekiedy za ojców założycieli L&E. Należy jednak podkreślić, iż choć to prace tychże autorów należą do najczęściej cytowanych, to być może nie powstałyby one, gdyby nie wysiłki przedstawiciela Chicago Law School –

¹⁴² J. Bentham postrzega człowieka jako istotę, której aktywność wyznaczana jest dwoma biologicznymi dążeniami, którymi są: osiągnięcie przyjemności i unikanie przykrości. Odczuwanie pierwszej z nich w większym wymiarze stanowić będzie dowód na to, iż podejmowane działania są użyteczne. W dokonywaniu tego rodzaju oceny, pomocne jest wykorzystanie wspomnianego rachunku szczęśliwości (łac. *felicific calculus*), będącego wynikiową relacji przyjemności do dolegliwości. Zbliżone spojrzenie prezentowane było przez twórców ekonomicznej analizy prawa, dla których jednym z założeń wyjściowych było to, iż człowiek racjonalnie dąży do pomnożenia swych przyjemności. Tym samym będąc istotą ekonomiczną – *homo oeconomicus* mając do wyboru przyjemność albo przykrość podejmować będzie takie działania, aby osiągnąć tę pierwszą. Więcej na ten temat, w: J. Stelmach, R. Sarkowicz, *Filozofia prawa XIX i XX wieku*, Kraków 1998, s. 186-187; E. Mackaay, *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham 2000, na: encyclo.findlaw.com/0200book.pdf [dostęp: 4 stycznia 2016 roku] *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham 2000, na: encyclo.findlaw.com/0200book.pdf [dostęp: 4 stycznia 2016 roku]; J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, Warszawa 2014, s. 42.

¹⁴³ R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, w: *Economica*, Vol. 4 1937, s. 386-405; R.H. Coase, *The Problem of Social Cost*, w: *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 1960, s. 1-44.

¹⁴⁴ G. Calabresi, *Some Thoughts on Risk-Distribution and the Law of Torts*, w: *Yale Law Journal*, Vol. 70 1961, s. 499-553; G. Calabresi, *The Decision for Accidents: An Approach to Nonfault Allocation of Costs*, w: *Harvard Law Review* Vol. 78 1965, s. 713-774.

¹⁴⁵ A.A. Alchian, *Some Economics of Property Rights*, op. cit., s. 816-829.

¹⁴⁶ R.A. Posner, *Economic Analysis of Law*, Boston 1972; R.A. Posner, *Theories of Economic Regulation*, w: *Bell Journal Economics and Management Science*, Vol. 5 1974, s. 335-358; R.A. Posner, *The Economic Approach to Law*, w: *Texas Law Review*, Vol. 53 1975, s. 757-782.

A. Directora. On to bowiem, dzięki swemu zaangażowaniu przekonał swych kolegów prawników i ekonomistów do potrzeby nowego spojrzenia na prowadzone przez nich badania. Wśród tych ostatnich był G. Becker, twórca ekonomicznej teorii przestępstw, który za swe badania nad ludzkimi zachowaniami i interakcjami przy zastosowaniu analizy mikroekonomicznej otrzymał w 1992 roku nagrodę im. A. Nobla w dziedzinie ekonomii. Wyróżnienie to przypadło także i innym badaczom, których teorie wykorzystywane są przez ekonomiczną analizę prawa. Wspomnieć w tym miejscu należy o przywołanym R.A. Posnerze, G.A. Akerlofie, a także D. Kahnemanie, który otrzymał nagrodę za zintegrowanie wniosków z badań psychologicznych do nauk ekonomicznych, szczególnie dotyczących ludzkich osądów i podejmowania decyzji w warunkach niepewności¹⁴⁷. Ostatnia z tematyk jest szczególnie istotna z punktu widzenia jednego z nurtów zaliczanego do L&E, tj. behawioralnej analizy prawa, której więcej uwagi poświęcone zostanie w ostatnim rozdziale pracy. Warto już jednak w tym miejscu podkreślić, iż nurt behawioralnej analizy prawa zapoczątkowany kilkanaście lat temu pracami Ch. Jolls, C.R. Sunsteina, R.H. Thaler¹⁴⁸, uznawany jest za alternatywę dla tradycyjnych szkół L&E, w stosunku do których sformułowano wiele zarzutów. Jeden z nich dotyczył niemożności zastosowania wypracowanych przez nie metod do badania natury prawa, a także ograniczanego zakresu stosowania metod empirycznych. Ostatnia z ułomności wynika, jak się uważa, z ograniczonej „dostępności danych empirycznych niezbędnych do formułowania testowalnych hipotez w celu weryfikowania twierdzeń teoretycznych w konkretnych warunkach rzeczywistości społeczno-gospodarczej”¹⁴⁹. Rozwiązaniem tego problemu ma więc być połączenie teorii z empirią¹⁵⁰. Poza tym, konieczne jest także ograniczenie wpływu na badania założenia o racjonalności jednostek, będącego jak się wydaje, jednym z fundamentalnych dla niektórych z badaczy L&E. I choć bywają one racjonalne, to jednak – jak słusznie uważają behawioryści – są także altruistami, nadmiernymi optymistami, posiadającymi ograniczoną silną wolę i samokontrolę, a ich wybory oparte są na

¹⁴⁷ Zob. www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2002/index.html [dostęp: 3 listopada 2015 roku].

¹⁴⁸ Zob. np. C. Jolls, C.R. Sunstein, R.H. Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, w: Stanford Law Review, Vol. 50 1997-1998, s. 1471 i nast.; C. Jolls, *Behavioral Economics Analysis of Retributive Legal Rules*, w: Vanderbilt Law Review, Vol. 51 1998, s. 1631 i nast.; C. Jolls, C. R. Sunstein, *Debiasing through law*, w: NBER Working Paper Series, Working Paper 11 738, 2005; C. Jolls, *Behavioral Law and Economics*, w: John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy, Yale Law School, Research Paper, No. 342 2006, s. 3 i nast.

¹⁴⁹ K. Metelska-Szaniawska, *Ekonomiczna analiza prawa (Law&Economics) – wprowadzenie*, w: R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, op. cit., s. XXVIII.

¹⁵⁰ Potwierdzeniem iż jest to możliwe, są badania prowadzone między innymi pod kierownictwem P. Chmielnickiego, który stawiane tezy podbudowuje danymi, pozyskanymi w drodze analiz, mających określone podstawy metodologiczne. Zob. P. Chmielnicki, A. Dybała, M. Stachura, *Reguły działania człowieka gospodarującego w społeczeństwie jako źródło norm prawnych*, Warszawa 2010, passim.

skrótach myślowych i dotychczasowej praktyce¹⁵¹. W konsekwencji niezbędne jest włączenie w badanie nad prawem nie tylko „czystej” ekonomii, ale także psychologii poznawczej, ekonomii behawioralnej, socjologii. Tylko takie podejście (widoczne już w koncepcjach L. Perażyckiego, a także innych przedstawicieli polskiej nauki teorii i socjologii prawa) pozwoli, jak się słusznie uważa, w lepszy sposób przewidzieć efekty tworzonego i stosowanego prawa¹⁵². Pomocne w tej mierze okazać się mogą także osiągnięcia pozostałych szkół ekonomicznej analizy prawa, różniących się metodami analizy czy też analizowanymi problemami, wśród których najczęściej wymienia się:¹⁵³

1. Wspomnianą szkołę chicagowską, zaliczaną do szkół głównego nurtu, reprezentującą podejście pozytywne. To na Uniwersytecie w Chicago założone zostało w 1958 roku pierwsze branżowe czasopismo „The Journal of Law and Economics”, w którym publikowali najważniejsi przedstawiciele tej szkoły, jak: R.H. Coase, G. Becker, R.A. Posner. Za podstawowe narzędzie wykorzystywane przez badaczy tejże szkoły uznaje się teorię cen, która ich zdaniem pozwala opisać reakcje adresatów norm prawnych na ich ustanowienie. Jak zostało to już zasygnalizowane, zakłada się racjonalność tychże adresatów i dążenie ich do maksymalizacji ich użyteczności, czemu służyć mają ich określone zachowania, na które wpływ ma prawo. Analogicznie, tak jak ceny kształtują postawy nabywców towarów, tak prawo ma możliwość kreowania postaw, zachowań użytecznych, które ujmowane z perspektywy społeczeństwa będą dla niego ekonomicznie efektywne. Jeżeli tak, to w ten sposób tworzone i stosowane prawo uznać będzie można za ekonomicznie efektywne, także w wymiarze społecznym.
2. Szkołę New Haven, utożsamianą z Uniwersytetem w Yale i także uznawaną za należącą do głównego nurtu, reprezentującą podejście normatywne, a której początki powstania utożsamia się z publikacjami G. Calabresiego¹⁵⁴, w których analizował on możliwości zastosowania koncepcji L&E na grun-

¹⁵¹ W literaturze zwraca się także uwagę na przykłady podważające założenia o racjonalnym *homo oeconomicus*, który dąży do maksymalizacji swojej użyteczności. Podzielić można je na dwie podstawowe grupy: 1. Przypadki, w których to założenie ulega zakłóceniu, a którego skutkami są tzw. efekt bogactwa (ang. *wealth effect*), sposób przedstawienia możliwości wyboru (ang. *framing problems*) oraz swoboda wyboru (ang. *false consciousness*) oraz 2. Widoczne, także na rynku finansowym, tzw. efekty zewnętrzne (ang. *externalities*), w tym negatywne, którymi są tzw. „problem pastwiska” (ang. *the tragedy of the commons*) i „dylemat więźnia” (ang. *prisoner’s dilemma*) oraz jako pozytywnie ujmowany „problem gapowicza” (ang. *free riding problem*). Więcej na ten temat w: R.T. Stroiński, *Ekonomiczna analiza prawa czyli w poszukiwaniu efektywności*, w: Kwartalnik Prawa Prywatnego, z. 3 2002, s. 553-557.

¹⁵² K. Metelska-Szaniawska, *Ekonomiczna analiza prawa (Law&Economics) – wprowadzenie*, w: R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, op. cit., s. XXVIII.

¹⁵³ Opracowano na podstawie: J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, op. cit., s. 40-61.

¹⁵⁴ Zob. G. Calabresi, *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, op. cit., s. 499-553; G. Calabresi, *The Cost of Accidents: A legal and Economic Analysis*, New Haven 1970.

cie prawa deliktowego. Opisując osiągnięcia tej szkoły, zwraca się uwagę na analizy dotyczące roli państwa w korygowaniu mechanizmu rynkowego oraz na fakt, iż ich uwaga koncentruje się na normach.

3. Szkołę Virginii, nazywaną także szkołą wyboru publicznego, reprezentującą podejście funkcjonalne, reprezentowaną przez J.M. Buchanana i G. Tullocka¹⁵⁵. W odróżnieniu od dwóch wcześniej wymienionych szkół, przyjmujących istnienie prawodawcy jako neutralnego podmiotu dążącego do maksymalizowania użyteczności społecznej, przedstawiciele szkoły Virginii koncentrują się w swych rozważaniach na powiedzielibyśmy prawodawcy w szerokim tego słowa znaczeniu. Kompleksowa analiza prawa wymaga bowiem uwzględnienia zarówno procesu jego tworzenia, jak i stosowania, ujmowanych od strony podmiotów biorących w nich udział, a więc wybranych w głosowaniu przedstawicieli społeczeństwa (polityków), jak i urzędników. W szczególności ci pierwsi podlegają prawom, zbliżonym do tych działających na rynku, które kierują ich działaniami, a uwidaczniają się w istnieniu grup interesów czy też działaniu władzy politycznej. Stąd niekiedy szkoła ta określana jest także jako ekonomiczna analiza polityki.

Zaprezentowane szkoły powszechnie uznawane są za te składające się na nurt *Law&Economics*. Wątpliwości pojawiają się przy analizie innych z nich, w tym przede wszystkim tzw. instytucjonalnej ekonomicznej analizy prawa oraz nowej ekonomii instytucjonalnej. Zastrzeżenia na ich temat dotyczą w uproszczeniu wątpliwości czy powinny być one ujmowane jako część ekonomicznej analizy prawa, czy to raczej ekonomiczna analiza prawa jest ich częścią¹⁵⁶. Jako że omówienie tego sporu nie jest istotne dla kwestii analizowanych w niniejszej książce, należy ograniczyć się do wskazania, iż ich źródłem jest ekonomia instytucjonalna, która uwzględniała zależności jakie istnieją pomiędzy prawem a ekonomią, a jej centralnym pojęciem była „instytucja”¹⁵⁷, ujmowana jako nawyki myślenia, działania czy też nieustannie ustalany konsensus myśli ludzkich i ich nawyków, „materializujących” się pod postacią własności, opodatkowania lub kredytu, które podlegają nieustannej ewolucji. Ich istnienie i funkcjonowanie jest natomiast przykładem zależności pomiędzy prawem i ekonomią, które na siebie oddziałują¹⁵⁸. System ekonomiczny wpływa na system prawny, z kolei poprzez prawo możliwe jest kształtowanie określonych aktywności gospodarczych. Rozważania te zostały wzbogacone przez przedstawicieli nowej ekonomii instytucjonalnej, między innymi poprzez włączenie do ich rozważań poza

¹⁵⁵ J.M. Buchanan, G. Tullock, *The Calculus of Consent. Logical Foundation of Constitutional Democracy*, Ann Arbor 1962.

¹⁵⁶ J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, op. cit., s. 52.

¹⁵⁷ T. Gaweł, M. Klimczak, *Pojęcie instytucji w prawie i ekonomii*, w: B. Polaszkiwicz, J. Boehlke [red.], *Ład instytucjonalny w gospodarce*, Tom I, Toruń 2005, s. 73-86.

¹⁵⁸ Zob. także B. Hsiung, *The Commonality Between Economics and Law*, w: *European Journal of Law and Economics*, Vol. 18 2004, s. 33-53.

elementami prawa i ekonomii, także problematyki teorii organizacji, politologii, socjologii oraz antropologii¹⁵⁹.

Przybliżenie wybranych koncepcji L&E dowodzi ich bogactwa i różnorodności. W literaturze ujmowane są one także na podstawie ich deskryptywnego oraz normatywnego charakteru. Deskryptywność kojarzona jest przy tym z rolą L&E w wyjaśnianiu funkcjonowania prawa przy zastosowaniu ekonomicznej analizy kosztów, które powinny być brane pod uwagę w procesie jego tworzenia i stosowania. Pozwoli to bowiem na osiągnięcie zakładanego celu, jakim jest prawo efektywne ekonomicznie, przyczyniające się do maksymalizacji bogactwa społecznego. Idea ta powinna towarzyszyć działaniom podmiotów tworzących i stosujących prawo, a tym samym realizować założenia L&E o charakterze normatywnym¹⁶⁰.

Podsumowując dotychczasowe rozważania na temat ekonomicznej analizy prawa, za jej wartość dodaną uznać należy usystematyzowanie relacji istniejących pomiędzy prawem a ekonomią, przy jednoczesnym stworzeniu podstaw metodologicznych prowadzenia badań w tym względzie. Wielość poglądów reprezentowanych przez przedstawicieli poszczególnych szkół L&E nie pozwala na sformułowanie jednej spójnej koncepcji tego nurtu, która miałaby zastosowanie do badań prowadzonych w obszarze prawa. Najbliższe autorowi jest przytoczone już twierdzenie, iż poprzez zastosowanie L&E możliwa jest predykcja efektów tworzonego i stosowanego prawa na zachowania ludzi. Czynniki ludzki jest bowiem silnie eksponowany zarówno w prawie, jak i ekonomii. Prawo to instrument służący osiągnięciu ważnych społecznie celów. Ekonomia natomiast, tradycyjnie koncentruje się na poznawaniu i wyjaśnianiu zachowań rynkowych aktorów życia społecznego¹⁶¹. Badanie zależności pomiędzy tymi dwiema naukami przy zastosowaniu ekonomicznej analizy prawa, pamiętając o jej różnorodności, wymusza na prawniku przyjęcie określonych założeń, tez podstawowych, które stoją u podstaw tego nurtu. A więc:¹⁶²

1. Że podstawowym wyznacznikiem przy ocenie prawa ma być jego efektywność, co już na wstępie wzbudza kontrowersje o to, czy funkcją prawa powinna być efektywność, czy też sprawiedliwość. Tym bardziej iż tę ostatnią powszechnie zalicza się (obok słuszności, bezpieczeństwa, prawnego itp.) do tradycyjnych, zbudowanych na porządku hierarchicznym wartości charakteryzujących dyskurs prawniczy¹⁶³. Na marginesie należy wskazać, iż w praktyce także zdefiniowanie pojęcia „sprawiedliwość” nie jest łatwe, choć ma to fundamentalne znaczenie dla procesu tworzenia i stosowania

¹⁵⁹ J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, op. cit., s. 57-59.

¹⁶⁰ J. Stelmach, R. Sarkowicz, *Filozofia prawa XIX i XX wieku*, op. cit., s. 189-190.

¹⁶¹ J. Boehlke, *Charakterystyka nurtu prawo i ekonomia we współczesnej myśli ekonomicznej*, w: B. Polaszkiwicz, J. Boehlke [red.], *Ład instytucjonalny w gospodarce*, Tom I, Toruń 2005, s. 44-45.

¹⁶² J. Stelmach, B. Brożek, *Metody prawnicze*, op. cit., s. 136-138.

¹⁶³ A. Bator, *Instrumentalizacja jako założenie ekonomicznej analizy prawa*, op. cit., s. 33.

prawa. Sprawiedliwość bowiem traktowana jako wartość, stanowi podstawę aksjologiczną norm prawnych i stosowania prawa¹⁶⁴. Zestawienie obok siebie sprawiedliwości rozumianej w „najprostszej” arystotelesowskiej formie jako odpowiedniego, równego traktowania w jednakowych sytuacjach, z efektywnością ekonomiczną prawa koncentrującą się między innymi na maksymalizacji dobrobytu (użyteczności) w praktyce stanowić będzie wyzwanie dla prawodawcy, ale także i podmiotu stosującego prawo¹⁶⁵. Krytycy ekonomicznej analizy prawa podkreślają, iż nie można oceniać prawa na podstawie efektywności ekonomicznej, gdyż powinno ono służyć realizacji celu (wartości) nadrzędnego, tj. sprawiedliwości¹⁶⁶. Nie można stawiać znaku równości pomiędzy prawem efektywnym a prawem sprawiedliwym. Dopuszcza się przy tym możliwość utraty efektywności w imię realizacji innych celów normatywnych. I choć ekonomia służy poszukiwaniu sprawiedliwego podziału przy jak najmniejszej utracie zasobów, to jednak nie jest w stanie odpowiedzieć na pytanie o to, co jest sprawiedliwe¹⁶⁷.

Owe dylematy widoczne są także w regulacjach rynku finansowego, gdzie po jednej stronie stawiany jest interes konsumenta, jako strony słabszej, podczas gdy fundamentem relacji pomiędzy nim a instytucją finansową powinna być swoboda kształtowania umów. Oczywiście z drugiej strony można powiedzieć, iż specyfika regulowanej materii wymusza tego rodzaju podejście. Czy jest ono jednak sprawiedliwe? Czy wszystkie podmioty uczestniczące w obrocie są równo traktowane? Czy „pomoc” prawodawcy przyczyni się do zwiększenia dobrobytu wszystkich uczestników rynku? Czy dla równowagi powinien być w określonych sytuacjach (kryzysu) brany pod uwagę w większym stopniu interes podmiotów finansowych? Tymi i podobnymi pytaniami zapewne wypełnić można by kolejne strony niniejszej publikacji. Są one dowodem na jakże skomplikowaną naturę regulacyjną rynku finansowego, w której kształtowaniu nurt L&E ma do odegrania ważną rolę. Jednak jego jedna z głównych tez, iż efektywność ekonomiczna powinna być jedynym celem prawa, jedyną wartością braną pod uwagę przy wyborze rozwiązań prawnych nie może być dominującą w procesie ich tworzenia i stosowania. Bo choć ważna, to jednak fetyszyzowana efektywność ekonomiczna (w okreś-

¹⁶⁴ T. Stawecki, P. Winczorek, *Wstęp do prawoznawstwa*, op. cit., s. 224. Na ten temat zob. także: A. Gomułowicz, *Zasada sprawiedliwości podatkowej*, Warszawa 2001; Ch. Perelman, *O sprawiedliwości*, Warszawa 1977; J. Rawls, *Teoria sprawiedliwości*, Warszawa 1994; Z. Ziemiński, *O pojmowaniu sprawiedliwości*, Lublin 1992.

¹⁶⁵ W literaturze zwraca się uwagę na fakt, iż „w ekonomii głównego nurtu kategoria efektywności ekonomicznej jest podstawowym standardem wartościowania, a nie sprawiedliwość czy równość”. Zob. J. Wilkin, *Efektywność a sprawiedliwość jako problem ekonomiczny*, op. cit., s. 25.

¹⁶⁶ J. Bełdowski, K. Metelska-Szaniawska, *Law&Economics – geneza i charakterystyka ekonomicznej analizy prawa*, op. cit., s. 58.

¹⁶⁷ Ibidem.

lonym ujęciu), jak się słusznie uważa „może prowadzić do naruszenia zasad stanowiących rdzeń myślenia etycznego i prawnego: zasady dobrowolności umów, zasady *pacta sunt servanda*, zasady poszanowania praw nabytych”¹⁶⁸.

Trudno się także zgodzić z wysuwaną niekiedy przez przedstawicieli ekonomicznej analizy prawa koncepcją, według której efektywność jest niczym innymi jak ekonomiczną eksplikacją sprawiedliwości¹⁶⁹. Rozbieżności, jakie pojawiają się w takim myśleniu wynikają z innych celów, jakie przyświecać będą ekonomicznej analizie prawa oraz czystemu prawu. W pierwszym bowiem przypadku nacisk kładziony będzie na efektywną alokację dóbr, która z reguły może doprowadzić do niesprawiedliwego ich podziału pomiędzy jednostki. Oczywiście należy w tym miejscu zaznaczyć, iż takie postrzeganie efektywności w ujęciu ekonomicznym jest jednym z możliwych. Niemniej jednak prawodawca tworzący prawo efektywne i sprawiedliwe, choć musi uwzględnić w tym procesie elementy ekonomiczne, to jednak kierować będzie się przede wszystkim własnym postrzeganiem owych pojęć. Oznacza to, iż odpowiednio tworząc prawo efektywne, powinien tworzyć je w taki sposób, aby następnie stosowane umożliwiała ono realizację celu, któremu ma służyć i w jego ramach określonych wartości. Kolejnym optimum powinno być prawo, które będzie sprawiedliwe, a więc powtarzając wcześniejszą definicję, równo traktujące podmioty w jednakowych sytuacjach. W rzeczywistości więc okaże się, iż wszystkie elementy nie będą możliwe do pogodzenia. Co więcej, będą one musiały być rozpatrywane indywidualnie, w zależności od danego przypadku. Dobrym przykładem tego rodzaju sytuacji jest promowana przez prawodawcę koncepcja efektywności ekonomicznej rynku giełdowego, poddana szczegółowej analizie przez P. Wajdę¹⁷⁰. Autor, tłumacząc ową efektywność, wskazuje w pierwszej

¹⁶⁸ J. Stelmach, B. Brożek, W. Załuski, *Dziesięć wykładów o ekonomii prawa*, op. cit., s. 39-40; Autorzy w kolejnej swej publikacji, charakteryzując nurt ekonomicznej analizy prawa, wskazują na sześć stojących u jego podstaw tez, którymi są: 1. To, co stanowi o istocie prawa, daje się zredukować do faktów o charakterze ekonomicznym; 2. Jedynym celem prawa powinna być efektywność ekonomiczna; 3. Twórcą i podmiotem prawa jest *homo oeconomicus*; 4. Istnienie (obowiązkiwanie) można uzasadnić przy użyciu narzędzi (teorii) stosowanych w analizie ekonomicznej; 5. Za pomocą narzędzi ekonomicznych daje się zbudować spójną teorię sprawiedliwości; 6. Analiza ekonomiczna jest uprzywilejowanym typem metody prawniczej (wersja mocniejsza) lub analiza ekonomiczna jest uprawnionym typem metody prawniczej (wersja słabsza). J. Stelmach, B. Brożek, W. Załuski, *Dziesięć wykładów o ekonomii prawa*, op. cit., s. 17-20.

¹⁶⁹ Więcej na ten temat, w: D. Maśniak, *Transgraniczny system ochrony ofiar wypadków drogowych. Studium prawnofinansowe*, op. cit., s. 155-159; Zob. także L. Kaplow, S. Shavell, *Fairness versus Welfare: Notes on the Pareto Principle, Preferences, and Distributive Justice*, w: *The Journal of Legal Studies*, Vol. 32 No. 1 2003, s. 331-362.

¹⁷⁰ Poniższa analiza inspirowana jest koncepcją zaprezentowaną w monografii P. Wajdy, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, passim; Zob. także A. Waszkowski, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, w: M. Kalinowski [red.], *System finansowy – aktualne wyzwania i perspektywy rozwoju*, Prace naukowe WSB w Gdańsku, Tom XXVII, Warszawa 2013, s. 59-67.

kolejności na pojęcie „efektywności rynku giełdowego”, którą jest „sytuacja, w której wyceny rynkowe instrumentów finansowych dostarczają właściwych alokacji zasobów”. Tego rodzaju efektywność nie jest jednocześnie tworem monolitycznym, gdyż tworzą ją niejako: efektywność alokacyjna, transakcyjna, oraz informacyjna, szczególnie eksponowana w regulacjach prawnych. Ostatnia z nich w świetle ekonomii zostanie zagwarantowana, gdy inwestorzy będą dysponowali, w identycznych okolicznościach, równym dostępem do określonych informacji, które uwzględnione w wycenie nabywanych przez nich walorów, co jak należy przypuszczać, doprowadzą do jak najlepszej alokacji dóbr. Przekładając owe założenie na język prawa, powiedzielibyśmy, iż zadaniem prawodawcy powinno być stworzenie takich regulacji, które zapewnią realizację powyższego celu efektywności, która po pierwsze jest jedną z trzech składających się na efektywność ekonomiczną rynku giełdowego, które w swej istocie koncentrują się odpowiednio na: alokacji dóbr, niskich kosztach transakcji oraz równym dostępem do informacji w celu osiągnięcia jak najlepszego wyniku ekonomicznego. I choć w ostatnim przypadku zauważamy elementy sprawiedliwości, to jednak celem nadrzędnym jest efekt ekonomiczny, a nie aksjologiczny, tak bliski prawu. Prawodawca, choć jak było to już powiedziane, musi uwzględniać w swej efektywności cele ekonomiczne, to jednak przede wszystkim w swych działaniach ma za zadanie tworzyć prawo uwzględniające także szerszy kontekst funkcjonowania społeczeństwa, dla którego ważniejszymi cechami niż chęć zysku będą: zapewnienie stabilności i bezpieczeństwa rynku finansowego, zaufania do niego, a także ochrona słabszych jego uczestników. Omawiany przykład pokazuje, jak trudnym zadaniem jest zagwarantowanie poprzez prawo interesów różnych stron, które nie powinny być kategorycznie ujmowane jako sprzeczne. Oczywiście jest, iż należy dążyć do zapewnienia jak najlepszej alokacji dóbr i tym samym zapewnienia dobrobytu. Nie powinno to jednak odbywać się za wszelką cenę i być celem samym w sobie. Oznacza to potrzebę uwzględniania elementów ekonomicznych w procesie tworzenia (i stosowania) prawa przez prawodawcę. W praktyce będzie to niezwykle trudne. Biorąc za przykład omówiony przypadek efektywności informacyjnej rynku giełdowego, jej zagwarantowanie w drodze normatywnej wymaga, jak słusznie uważa P. Wajda, uwzględnienia w tym procesie schematów zachowań podmiotów tworzących stronę popytową i podażową rynku. Prawo co prawda może wpływać na postawy i zachowania ludzkie, jednak w ograniczonym zakresie i przy spełnieniu określonych warunków¹⁷¹. Choć ich lepsze poznanie

¹⁷¹ P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, op. cit., s. 344; W instrumentalnym postrzeganiu prawa zwraca się uwagę na jego aspekt formalny (językowy) odnoszony do procesu tworzenia norm uznawanych za prawne oraz aspekt realny (pozajęzykowy, socjologiczny, psycholo-

i zrozumienie może przyczynić się do tworzenia prawa bardziej efektywnego, czy to w rozumieniu ekonomicznym, czy też prawnym, co traktować należy jako potwierdzenie tezy o symbiotycznym istnieniu prawa i ekonomii. W szczególności w sferze szeroko rozumianego prawa finansowego. W tym przypadku podkreślenia wymaga konieczność respektowania przez prawodawcę obiektywnych praw ekonomicznych i wynikających z nich granic jego ingerencji w mechanizm rynkowy. Regulacje prawne mogą jednak wzmacniać działanie owych praw, modyfikować, a nawet wyłączać¹⁷². Prawodawca musi uwzględniać owe prawidłowości, a także przewidywać zmiany, jakie zachodzą będą w społeczno-ekonomicznej rzeczywistości. Przy czym konsekwencje ekonomiczne owych zmian powinny być, jak trafnie uważa A. Nadolska, traktowane w stosunku do prawa jako wartość zewnętrzna. W przypadku, gdy są one niemierzalne w sensie ilościowym, należy traktować je wyłączenie w ujęciu jakościowym, sięgając wówczas do wewnętrznych wartości prawa, takich jak skuteczność¹⁷³. Prawo bowiem ze swej istoty wyraża się pod postacią norm ogólnie obowiązujących, opartych na określonym systemie wartości, które ekonomia powinna uwzględniać i realizować. Dlatego w pełni zgodzić należy się z tezą, iż w takim ujęciu nie można prawa sprowadzać jedynie do jego funkcji biernej i służebnej wobec zastanego układu stosunków gospodarczych. Ważna jest także jego funkcja czynna, wyrażająca się w kształtowaniu i zmianie tychże stosunków, w taki sposób, który umożliwi realizowanie preferowanych w nowej rzeczywistości celów i potrzeb społecznych, opartych na określonych wartościach¹⁷⁴. Choć niektóre z nich, które z ekonomicznego punktu widzenia można by uznać za dobra, są niezwykle trudne (a niekiedy niemożliwe) do oszacowania. Przykładowo są nimi życie, zdrowie, a także wielokrotnie przywoływane zaufanie¹⁷⁵.

2. Założenia o racjonalnym działaniu człowieka, który jako *homo oeconomicus*, na podstawie posiadanych informacji (danych) jest w stanie w sposób racjonalny podejmować swoje decyzje. Twierdzenie to jest jednym z podstawowych na gruncie neoklasycznej ekonomii, badającej i weryfikującej między innymi implikacje stwierdzenia, iż człowiek w swym działaniu po-

giczny) związany z jego oddziaływaniem na postawy i zachowania ludzkie. Zob. A.M. Nolan, *Unijne prawo konkurencji: efektywność systemu odwołań spraw dotyczących koncentracji przedsiębiorstw*, op. cit., s. 118-119.

¹⁷² P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, op. cit., s. 92-93.

¹⁷³ A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Warszawa 2014, s. 301-302.

¹⁷⁴ J. Grabowski, *Rola i funkcje prawa w kształtowaniu stosunków gospodarczych*, w: J. Grabowski, L. Kieres, A. Walaszek-Pyziół [red.], *Publiczne prawo gospodarcze Tom 8A Systemu Prawa Administracyjnego*, Warszawa 2013, s. 4-12.

¹⁷⁵ J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, op. cit., s. 32.

dążą do racjonalnego maksymalizowania użyteczności, osiągananej w związku z zaspokajaniem jego potrzeb (ang. *man as a rational maximizer of his self-interest*)¹⁷⁶. Jego starania do maksymalizacji zaspokojenia potrzeb muszą uwzględniać zmiany zachodzące w jego otoczeniu, a tym samym reagować na bodźce płynące z niego, których jednym ze źródeł jest prawo¹⁷⁷.

3. Przy uwzględnieniu deskryptywnego i normatywnego charakteru L&E, a więc odpowiednio zakładającego, iż prawo jest ekonomicznie efektywne, bądź też że takie powinno być. Wybór jednej z dwóch zaprezentowanych opcji powinien być dokonany już na wstępie analizy dokonywanej przez podmiot odwołujący się w swych badaniach do dorobku ekonomicznej analizy prawa, gdyż wpływać on będzie na dalsze jej etapy.

Wymienione założenia w połączeniu z poglądami reprezentowanymi przez przedstawicieli poszczególnych nurtów ekonomicznej analizy prawa muszą zostać uwzględnione w przypadku ich zastosowania w analizie określonych regulacji prawnych. W praktyce może okazać się to zadaniem niezwykle trudnym w realizacji, a przykładem mogą być regulacje dotyczące funkcjonowania rynku finansowego, które jak dotychczas nie były przedmiotem szczególnego zainteresowania ruchu L&E i wypracowania metod badawczych, które uwzględniałyby specyfikę materii rynku finansowego. Oczywiście w pracach przedstawicieli ekonomicznej analizy prawa odnajdujemy analizy dotyczące rynku ubezpieczeń czy też rynku kapitałowego. Brakuje jednak wśród nich takich, które dotyczyłyby kwestii wspólnie ważkich, uwzględniających: 1) mieszany charakter regulacji prawa rynku finansowego, a więc łączący kwestie publiczne z prywatnoprawnymi; 2) wykorzystanie miękkich form stosowania prawa, a także 3) nieracjonalność pomiotów funkcjonujących na rynku, tak po stronie instytucji finansowych, jak i ich klientów. Dlatego postulować należy rozwijanie badań w tym względzie i opracowanie przez przedstawicieli L&E stosownych założeń badawczych, które stosowane byłyby przy analizie prawa rynku finansowego. Prawa ujmowanego w sposób instrumentalny, a więc jako zjawiska złożonego. Pod znakiem zapytania pozostaje kwestia stworzenia kompleksowej analizy w tym względzie. W praktyce bowiem musiałaby ona obejmować wszystkie segmenty rynku oraz aspekt publiczno- i prywatnoprawny, o wymiarze terytorialnym już nie wspominając (regulacje globalne, europejskie i krajowe), co wydaje się zadaniem niemożliwym do zrealizowania.

Dlatego też, podobnie jak następuje to przy wyborze metody interpretacji prawa, o której decydować powinny przede wszystkim charakter interpretowanego

¹⁷⁶ Spotkać można się przy tym z poglądem, iż koncepcja ta jest „najbardziej zawężoną koncepcją człowieka, jaką można sobie wyobrazić”. Cyt. M. Niedużak, *Postępowanie grupowe. Prawo i ekonomia*, Warszawa 2014, s. 12.

¹⁷⁷ W. Karsz, *Ekonomiczna analiza prawa w prawoznawstwie amerykańskim*, w: *Studia Prawno-Ekonomiczne*, Tom XXVIII, 1982, s. 77.

przypadku, jak i uprzednio przyjęta filozofia prawa, przesądzająca w szczególności o naszym rozumieniu prawa, tworząc koncepcję ekonomicznej analizy prawa rynku finansowego niezbędne będzie zawężenie jej do wybranego problemu, który może być jednak wspólny dla kilku segmentów rynku (np. ochrony wartości w postaci zaufania do rynku). W ocenie autora, ze względu na specyfikę regulowanej materii, konieczne będzie w takiej sytuacji połączenie wysiłków przedstawicieli nie tylko nauki prawa i ekonomii, ale także socjologii oraz psychologii. Pozwoli to bowiem wykreować koncepcję kompleksowo ujmującą dany problem z punktu widzenia L&E, która może okazać się cenna w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego.

Istnieje także druga możliwość, zastosowana w niniejszej publikacji, zasadzająca się na założeniu pomocniczego wykorzystania dorobku L&E w procesie uzasadniania poszczególnych tez, opierającego się w pierwszej kolejności na egzegezie wybranych tekstów prawnych, wzmocnionej orzecznictwem i dorobkiem doktryny. Za cenne uznać należy więc w tym względzie po części przytoczone powyżej twierdzenia L&E wiążące prawo z zachowaniami (przeżyciami) psychicznymi podmiotów to prawo tworzącymi lub je stosującymi (na które wskazywał już zresztą L. Petrażycki) oraz koniecznością uwzględnienia w tym procesie elementu efektywności (co znajduje w praktyce zastosowanie w konstruowaniu metodologii oceny skutków regulacji).

Pamiętać przy tym jednak należy, na co nieczęsto w dyskusji o ekonomicznej analizie prawa zwraca się uwagę, iż dla jej przedstawicieli prawo (a także refleksja nad nim) jest opisywanym oraz ocenianym jednym z wielu faktów, których celem jest ustalenie prawidłowości rządzących procesem podejmowania decyzji gospodarczych. A. Bator, formułując tę tezę podkreśla, iż celem tego rodzaju badań nie jest więc samo prawo, ale ekonomiczne konsekwencje powstające w następstwie jego obowiązywania¹⁷⁸. W swej naturze tego rodzaju podejście pozwala na przełamywanie dystynkcji przedmiotowych (podziału na gałęzie prawa), a w konsekwencji i barier pojęciowych, widocznych w ekspansji języka ekonomii do nauk prawnych¹⁷⁹. Z całą pewnością sięganie do osiągnięć omówionego nurtu przez przedstawicieli nauki prawa jest pożądane. Dzięki niemu przełamane zostało wiele barier w myśleniu o prawie, które dotychczas było niezwykle hermetyczne. Tego rodzaju rewolucja, w szczególności w odniesieniu do regulacji rynku finansowego, jest w ocenie autora niezbędna, zważywszy na fakt dynamicznego i nieustannego rozwoju nowych form działalności finansowej, oferujących nie spotykane dotychczas formy inwestycji. Ekonomiczna analiza prawa, choć może niedoskonała, to jednak jak „każda teoria posiada charakterystyczną dla niej siłę eksplanacyjną i nie można czynić jej zarzutu, iż nie jest zdolna do wyjaśnienia

¹⁷⁸ A. Bator, *Instrumentalizacja jako założenie ekonomicznej analizy prawa*, op. cit., s. 25-26.

¹⁷⁹ *Ibidem*, s. 30.

wszystkich interesujących zjawisk z danej dziedziny. Rzeczą oczywistą jest, iż zasięg eksplanacyjny danej teorii wyznaczony jest przez założenia na jakich się ona opiera. Stąd też, ekonomiczna teoria prawa musi z konieczności dzielić los wszelkich interdyscyplinarnych badań naukowych, które pozostawiają na uboczu szeregu ważnych problemów – często dlatego, iż problemy te nie dają się nawet sformułować na gruncie określonej dyscypliny integrującej”¹⁸⁰.

3. Prawo rynku finansowego jako odpowiedź na proces ekonomizacji prawa

3.1. Prawo rynku finansowego – pojęcie

Dotychczasowe rozważania na temat rynku finansowego, jego regulacji, a także istoty prawa, postrzeganego jako złożone zjawisko społeczne, prowadzone były nieprzypadkowo. Miały one na celu zdefiniowanie najważniejszych elementów składających się na kolejne, fundamentalne dla niniejszej publikacji pojęcia – „prawa rynku finansowego” oraz „ekonomizacji prawa”. I choć wykorzystywane są one powszechnie i od wielu lat, to jednak odnieść można wrażenie, iż niekiedy nie towarzyszy im głębsza refleksja. Jest ona niezbędna, albowiem bez ich właściwego zrozumienia, trudne będzie z jednej strony zakreślenie ram regulacyjnych przez prawodawcę, a z drugiej strony uwzględnienie w procesie tworzenia i stosowania prawa, promowanego w niniejszej publikacji czynnika ludzkiego (behawioralnego). W odniesieniu do pierwszej z wymienionych kwestii stwierdzić należy, iż kreowane ramy regulacyjne ulegają poszerzeniu zarówno w wymiarze horyzontalnym, jaki i wertykalnym¹⁸¹. Oznacza to, iż tworzone oraz stosowane prawo regulujące funkcjonowanie prawa rynku finansowego obejmować zaczyna kolejne segmenty rynku finansowego we wszystkich państwach członkowskich Unii Europejskiej (wymiar horyzontalny). Co więcej, jego obowiązywanie sięga coraz głębiej, to znaczy regulacje publicznoprawne, dotychczas tradycyjnie normujące relacje pomiędzy państwem a pomiotami indywidualnymi (z reguły gospodarczymi) niejednokrotnie ingerować zaczynają w stosunki o charakterze typowo prywatnoprawnym. I choć z reguły nie czynią tego bezpośrednio, to jednak oddziałują na relacje pomiędzy stronami. Tytułem przykładu wskazać można na tzw. normy ostrożnościowe, których celem jest w uproszczeniu kontrola dopuszczalnego

¹⁸⁰ W. Karsz, *Ekonomiczna analiza prawa w prawoznawstwie amerykańskim*, op. cit., s. 79-80.

¹⁸¹ Uwaga ta dotyczy europejskiego rynku finansowego, gdyż to jego regulacje będą brane pod uwagę w dalszej części publikacji. Dlatego, pisząc o tego rodzaju regulacjach, należy postrzegać je multicytrycznie, a więc w wymiarze unijnym, jak i krajowym. Jak zostanie to wykazane w kolejnych częściach pracy, pierwszy z nich, tj. europejski, za sprawą realizacji w coraz większym stopniu koncepcji harmonizacji maksymalnej uzyskuje w Unii Europejskiej pozycję dominującą.

poziomu ryzyka podejmowanego przez instytucje finansowe (przede wszystkim banki)¹⁸². Spełnienie wymogów w tym względzie, poza koniecznością wdrożenia określonych rozwiązań technicznych, generujących dodatkowe koszty funkcjonowania (które mogą zostać przerzucone na klienta), rodzi także wymóg pośredni, dotyczący przekazywania klientom informacji, a w niektórych sytuacjach dokonania oceny tych klientów pod kątem ich wiedzy na temat ryzyka. Konsekwencją tego rodzaju procedur może być odmowa zawarcia umowy, a niekiedy nawet zakaz oferowania określonych rozwiązań finansowych (przede wszystkim nowych form instrumentów pochodnych). Wątek ten podjęty zostanie jeszcze w dalszych rozważaniach, jednak w tym miejscu stanowić ma on argument za tezą o złożoności współczesnych regulacji rynku finansowego, będących efektem wzmożonej aktywności prawodawcy (przede wszystkim europejskiego)¹⁸³. Bowiem dostrzegając zagrożenia, jakie niesie ze sobą wspomniana już finansjalizacja życia, podejmuje jednocześnie wyzwanie polegające na ujęciu w ramy prawne wszystkich najważniejszych aspektów funkcjonowania rynków finansowych. W konsekwencji powstają nowe regulacje, których cechami charakterystycznymi są złożoność i wieloaspektowość, ale także i obszerność, szczegółowość, a niekiedy i trudność w ich zrozumieniu. Analiza najważniejszych rozwiązań europejskiego rynku finansowego wskazuje na chęć uregulowania przez prawodawcę unijnego wszystkich elementów funkcjonowania tego rynku. W procesie tym widoczna jest jego determinacja i konsekwencja. Co ważne, towarzyszą jemu także cele, wyrażane najczęściej w preambułach do poszczególnych aktów prawnych. Prawodawca europejski, usprawiedliwiając w nich swą ingerencję w funkcjonowanie rynku finansowego, podkreśla między innymi konieczność zapewnienia jemu bezpieczeństwa i stabilności oraz przejrzystości funkcjonowania, a także ochronę konsumenta usług finansowych, przy jednoczesnym wykorzystaniu tradycyjnych i nowych technik regulacji rynku finansowego. Do tych ostatnich zaliczyć należy przede wszystkim tzw. *soft law*, a więc miękkie prawo, nie mieszczące się niejednokrotnie w katalogach tradycyjnych źródeł prawa. W opinii autora wykorzystywanie licznych pojęć niedookreślonych (klauzul generalnych)¹⁸⁴ w połączeniu z nowymi instru-

¹⁸² Więcej na temat norm ostrożnościowych, w: Z. Ofiarski, *Istota, zakres i przeznaczenie opłaty ostrożnościowej*, w: Monitor Prawa Bankowego 2015, nr 6, s. 63-75; M. Olszak, *Bankowe normy ostrożnościowe*, Białystok 2011; C. Kosikowski, M. Olszak, *Od prawa bankowego do prawa rynku finansowego*, w: J. Głuchowski [red.], *System prawa finansowego*, Tom IV, Warszawa 2010, s. 224-250.

¹⁸³ M. Fedorowicz słusznie identyfikuje to zjawisko jako swoistą „żywoćność”, a wręcz „nadaktywność” legislacyjną rynku finansowego UE. Więcej na ten temat, w: M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013, s. 19 i nast.

¹⁸⁴ Jak zauważa L. Leszczyński termin „**klauzula generalna**” powstaje na gruncie języka nauki prawa, ale funkcjonuje także w języku praktyki stosowania prawa. Zakreślając zakres definicyjny tego pojęcia autor wskazuje, iż należy przez nią rozumieć zwrot, spełniający następujące trzy cechy: 1) jest on niedookreślony znaczeniowo i stanowi część przepisu prawnego; 2) odsyła do ogólnie ukie-
runkowanych, ocennych kryteriów pozaprawnych, 3) jego konkretna treść ustalana jest w procesie stosowania prawa. Więcej na ten temat, w: L. Leszczyński, *Klauzule generalne w stosowaniu prawa*,

mentami regulacji rynku finansowego, stanowi o istocie współczesnego procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego. Prawa, które z całą pewnością uznać należy za nową dziedzinę prawa finansowego, a może nawet już i osobną gałąź prawa, obejmującą poza tradycyjnymi finansowymi elementami badań także kwestie administracyjne, cywilne i karne oraz te będące domeną innych nauk, tj. ekonomii, psychologii oraz socjologii. Zdaniem autora tylko interdyscyplinarne ujęcie rynków finansowych daje możliwość zrozumienia mechanizmów jego funkcjonowania oraz stanowi podstawę racjonalnego procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego. Takie podejście wymaga jednak sięgnięcia do tradycji, czyli podstaw stanowiących o bycie prawa finansowego jako osobnej gałęzi prawa¹⁸⁵, z którego wyrasta prawo rynku finansowego.

Prawo rynku finansowego uznać należy za jedną najszybciej rozwijających się obecnie specjalności prawa finansowego. Potrzebę jego wyodrębnienia sygnalizowano już od dawna, wskazując przy tym za przykład na prawo bankowe jako osobny dział prawa, który wskutek między innymi transformacji systemowej uległo znaczącej ewolucji. Prawo bankowe cechuje jego mieszany charakter, przejawiający się w istniejącym w tym prawie silnym związku pomiędzy kwestiami publiczno- i prywatnoprawnymi, których oddzielanie powinno być uznane za zabieg

Lublin 1986, s. 14 i nast.; Klauzule generalne należy uznać za ważny element stosowania prawa, który pozostawia organom decyzyjnym określoną swobodę co do treści podejmowanych przez te organy decyzji. Kierować mogą się one przy tym zarówno ocenami indywidualnymi sytuacji występującej w danym przypadku (klauzule generalne I typu), jak i pozaprawnymi zasadami postępowania posiadającymi uzasadnienie aksjologiczne w ocenach ogólnych (klauzule generalne II typu). Zastosowanie klauzul ma także miejsce w przypadku prawa rynku finansowego. Jako przykład wskazać można cele stawiane przed organami nadzoru, którymi jest „ochrona bezpieczeństwa i stabilności rynku”, „ochrona prawidłowego funkcjonowania rynku”, „zapewnienie bezpieczeństwa środków pieniężnych”. Wymienione funkcjonalnie zwroty, uznać należy za nośniki klauzul generalnych „otwierających” prawo stanowiące na inne systemy normatywne. Zob. A. Kunkiel-Kryńska, *Metody harmonizacji prawa konsumenckiego w Unii Europejskiej i ich wpływ na procesy implementacyjne w państwach członkowskich*, Warszawa 2013, s. 327 i nast. W doktrynie prawa rynku finansowego przyjmuje się, iż tego rodzaju klauzule są normami prawnymi odwołującymi się do pozaprawnych wartości w postaci norm moralnych, społecznych, kulturowych, a także norm ekonomicznych. Ich obecność skutkuje wprowadzeniem do norm prawych elementów ocennych, które nie oznaczają jednak dowolności w wykładni przepisów prawnych. Muszą być one bowiem interpretowane zgodnie ze wskazaniami wiedzy i doświadczenia życiowego oraz dorobkiem orzecznictwa i doktryny, zaś ustawodawca, ustanawiając kolejną klauzulę generalną, pozostawił naukom prawnym i ekonomicznym wypełnienie jej treścią. Zdaniem R. Mroczkowskiego sformułowanie to należy rozumieć jako stan, w którym rynek spełniać będzie w sposób prawidłowy swoje funkcje. Zob. R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011, s. 96.

¹⁸⁵ Zob. W. Nykiel, *Normy prawa finansowego – wybrane zagadnienia*, Acta Universitatis Lodzianensis, w: ZNUŁ, Nauki Humanistyczno-Społeczne, Seria I, z. 65 1979, s. 5; Zob. także M. Zdebel, *Prawo finansowe jako dział prawa*, w: J. Głuchowski, C. Kosikowski, J. Szołno-Koguc [red.], *Nauka finansów publicznych i prawa finansowego w Polsce – dorobek i kierunki rozwoju. Księga jubileuszowa Profesora Alicji Pomorskiej*, Lublin 2008, s. 58; B. Brzeziński, *Prawo finansowe jako gałąź prawa – wątpliwości i nowe tendencje*, w: A. Kostecki [red.], *Prawo finansowe i nauka prawa finansowego na przełomie wieków*, Kraków 2000, s. 357.

niecelowy i sztuczny¹⁸⁶. Należy w tym miejscu wskazać także postępujący proces europeizacji (a nawet globalizacji) tej dziedziny prawa, co skutkuje koniecznością włączania do wewnętrznych porządków państw rozwiązań (konstrukcji) przełamujących dotychczasowy, przytoczony podział. Rynek bowiem kreując nowe instrumenty, wymusza na prawodawcy kompleksowe ich ujęcie, czyli takie, które zagwarantuje regulację zarówno stosunków prawnych w wymiarze horyzontalnym (pomiędzy dwoma równymi stronami), jak i wertykalnym (pomiędzy państwem a na przykład instytucją finansową). Jednocześnie, co wymaga podkreślenia, omawianej tendencji tworzenia nowych konstrukcji prawnych towarzyszy zacieranie się granic pomiędzy tradycyjnymi segmentami rynku finansowego. Banki nie prowadzą już tylko powszechnie kojarzonej z nimi działalność depozytowej czy też kredytowej. Są one obecne także na rynku ubezpieczeniowym lub kapitałowym. Z kolei usługi utożsamiane z bankami oferować zaczynają podmioty dotychczas nieznanne rynkowi, jak chociażby instytucje płatnicze. Niezbędne więc staje się nowe spojrzenie na prawo, którego zadaniem jest regulacja funkcjonowania rynku finansowego i wyodrębnienie jego nowej specjalności – prawa rynku finansowego. Zabieg ten umożliwi, jak słusznie wskazuje E. Fojcik-Mastalska, wyjście poza tradycyjne, wąsko rozumiane prawo oraz „dostarczy bardziej jednolite i porównywalne pojęcia oraz nazewnictwo, adekwatne do potrzeb rynku i śmielsze jego porządkowanie w sensie legislacyjnym, przy znacznie bardziej znaczącym wsparciu środowiska naukowego”¹⁸⁷. To ostatnie jest niezbędne i wymaga prowadzenia badań przez przedstawicieli nauki w zakresie niekiedy bardzo specjalistycznych i skomplikowanych problemów, które wynikają z kreacji nowych rozwiązań przez rynek, poddawanych następnie procesowi legislacji¹⁸⁸. W dyskusji na temat isto-

¹⁸⁶ E. Fojcik-Mastalska, *Ocena stanu prawa bankowego*, w: A. Kostecki [red.], *Prawo finansowe i nauki prawa finansowego na przełomie wieków*, Kraków 2000, s. 281-282.

¹⁸⁷ Ibidem, s. 294. Zob. także C. Kosikowski, M. Olszak, *Od prawa bankowego do prawa rynku finansowego*, op. cit., s. 195-250.

¹⁸⁸ Rezultatem tych badań są liczne prace przedstawicieli doktryny. Są one zarazem dowodem na kształtowanie się doktryny prawa rynku finansowego, nieustannie wspierającej rozwój tej nowej specjalności prawa. Wskazać w tym miejscu należy, w szczególności na prace: E. Fojcik-Mastalska, *Ocena stanu prawa bankowego*, w: A. Kostecki [red.], *Prawo finansowe i nauki prawa finansowego na przełomie wieków*, Kraków 2000, s. 281-282; E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, s. 19-26; C. Kosikowski, *Nowe prawo rynku finansowego Unii Europejskiej*, op. cit., s. 27-38; C. Kosikowski, M. Olszak, *Od prawa bankowego do prawa rynku finansowego*, w: J. Głuchowski [red.], *System prawa finansowego*, Tom IV, Warszawa 2010, s. 224-250; Z. Ofiarski, *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego*, op. cit., Warszawa 2016; M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013; A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008; R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011; M. Olszak, *Bankowe normy ostrożnościowe*, Białystok 2011; W. Srokoz, *Instytucje parabankowe w Polsce*, Warszawa 2011; D. Wojtczak, *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012; A. Zalcewicz,

ty prawa rynku finansowego widoczna jest tendencja do osadzenia go w ramach problematyki publicznoprawnej¹⁸⁹. W odniesieniu do kwestii dotyczących aspektów prywatnoprawnych regulacji rynku finansowego zwykło używać się pojęcia „prawo usług finansowych”. W rezultacie w użyciu pozostają dwa odmienne pojęcia, tj. „prawo rynku finansowego” oraz „prawo usług finansowych”¹⁹⁰. Przy tego rodzaju rozróżnieniu postulować należałoby doprecyzowanie rozumienia terminu „prawo rynku finansowego” poprzez dokonanie jego podziału na „prawo rynku finansowego *sensu largo*” oraz „prawo rynku finansowego *sensu stricto*”. Pierwsze z nich obejmowałoby swym zakresem definicyjnym problematykę tak publicznoprawną, jak i prywatnoprawną. Drugie natomiast powinno nawiązywać tylko do pierwszej z nich i jako takie być kojarzone z tradycyjnie rozumianym prawem finansowym¹⁹¹. Tak też ujmowane jest one w niniejszej pracy. Mimo to pamiętać należy, iż zaprezentowane rozróżnienie ma przede wszystkim znaczenie metodologiczne i porządkujące. W rzeczywistości bowiem oba zakresy wzajemnie się

Bank lokalny. Studium prawne, Warszawa 2013; M. Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011; D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, Warszawa 2013; P. Tereszkiwicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, Warszawa 2014; C.B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Warszawa 2015; E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013; A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Warszawa 2014; P. Zawadzka, *Instrumenty finansowe w gospodarce gminy*, Warszawa 2015; A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009; P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011; L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, Warszawa 2011; P. Stanisławiszyn, *Status Komisji Nadzoru Finansowego w polskim systemie bankowym*, w: W. Góralczyk [red. nauk.], *Problemy współczesnej bankowości. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2014, s. 296 i nast.

¹⁸⁹ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, op. cit., s. 57.

¹⁹⁰ D. Wojtczak, *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012, s. 15 i nast. Zob. także W. Srokosz, *Pojęcie usług finansowych w regulacjach prawnych Unii Europejskiej*, w: *Prawo Bankowe*, nr 9 2000, s. 79-81.

¹⁹¹ Tak też jest rozumiane przez A. Jurkowską-Zeidler, która definiuje prawo rynku finansowego poprzez regulacje prawne związane z oddziaływaniem państwa na organizację i funkcjonowanie instytucji finansowych w celu zapewnienie prawidłowego funkcjonowania i bezpieczeństwa rynku finansowego. Prawo to tworzą normy prawne regulujące między innymi oznaczenie podmiotów uprawnionych do wykonywania usług finansowych na rynku finansowym, warunki podejmowania działalności przez instytucje finansowe, nadzór na rynkiem, a także zasady prowadzenia działalności. Zob. A. Jurkowska-Zeidler, *Prawo rynku finansowego*, w: A. Drwiłło [red.], *Podstawy finansów i prawa finansowego*, Warszawa 2011, s. 91; Zob. także A. Jurkowska-Zeidler, *Prawo rynku finansowego jako nowy dział prawa finansowego*, w: J. Głuchowski, A. Pomorska, J. Szołno-Koguc [red.], *Główne wyzwania i problemy systemu finansów publicznych*, Lublin 2009, s. 121 i nast.; E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, op. cit., s. 19-26; C. Kosikowski, *Nowe prawo rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, op. cit., s. 27-38.

uzupełniają, a tendencją widoczną współcześnie jest publicyzacja i europeizacja prawa rynku finansowego w znaczeniu *sensu largo*, które swym zakresem zaczyna obejmować coraz to nowsze segmenty rynku. Regulując je, prawodawca (europejski) koncentruje się przede wszystkim na aspektach publicznoprawnych, dla których za wspólny mianownik uznać należy problematykę nadzoru finansowego nad rynkiem. W rzeczywistości jednak okazuje się, iż ów mianownik jest częścią bardziej skomplikowanego ułamka, którego licznik tworzony jest także przez wiele regulacji o charakterze prywatnoprawnym, na których stosowanie coraz częściej wpływają regulacje publicznoprawne. Za przykład mogą posłużyć przepisy normujące funkcjonowanie rynku usług płatniczych, które omówione zostaną w dalszej części pracy. Usługa płatnicza (przelewu, przekazu pieniężnego, wydania karty płatniczej) w swej naturze dotyczy relacji pomiędzy podmiotem ją świadczącym a jej odbiorcą. Jednakże w relacje te ingeruje prawodawca, który poprzez prawo i wyznaczone nim cele dąży do ochrony określonych wartości. Osiągnąć to zamierza między innymi za pomocą przepisów, które wymuszają na podmiotach stosunku prawnego takie, a nie inne zachowania, na przykład: konieczność udzielenia w odpowiednim czasie i formie określonych informacji usługobiorcy (z reguły konsumentowi), zakres odpowiedzialności z tytułu jej nieudzielenia czy też doprecyzowywanie przez organ nadzoru przepisów powszechnie obowiązujących w drodze prawem przepisanych instrumentów (np. wytycznych). Sytuacja tego rodzaju kilkadziesiąt lat temu uznana zostałaby za „herezję”, naruszenie dotychczasowej tradycji, na której przez wieki budowany był, w szczególności kontynentalny system prawa. Jednak współczesność zweryfikowała istniejącą rzeczywistość. Nowe byty kreowane przez rynek finansowy wymusiły bowiem zmianę filozofii prawodawcy i zmusiły go do poszukiwania nowych rozwiązań w imię bezpieczeństwa i stabilności funkcjonowania rynku finansowego, a więc i samego państwa. Efektem tych zmian jest nie zawsze zauważalne wyodrębnienie się nowej specjalności prawa, tj. prawa rynku finansowego w znaczeniu *sensu largo*.

3.2. Prawo rynku finansowego (*sensu stricto*) jako część prawa finansowego

Przyjmując silne powiązanie prawa rynku finansowego w znaczeniu *sensu stricto* z prawem finansowym, warto zatrzymać się w tym miejscu i dokonać zwięzłej charakterystyki prawa finansowego. Znajomość reguł rządzących tą gałęzią prawa z całą pewnością okazać może się przydatna w projekcie tworzenia i stosowania nowej, opisywanej w niniejszej pracy jego dziedziny, a więc prawa rynku finansowego. Sam termin „prawa finansowego” (ang. *financial law*) nie zawsze rozumiany jest identycznie (i niejednokrotnie odnoszony jest on do problematyki finansów publicznych), a niekiedy jego istnienie jako osobnego działu pra-

wa jest nawet podawane w wątpliwość. O konieczności jego istnienia stanowią jednak jego geneza oraz ewolucja, które ściśle nawiązują do wyodrębnienia się takich instytucji finansowych jak: pieniądź, danina czy też budżet państwa¹⁹². Za C. Kosikowskim uznać należy, iż nie jest tak, iż są one efektem prawa, gdyż z całą pewnością istniały one wcześniej aniżeli prawo je normujące¹⁹³. Jednak charakter prawny, ale przede wszystkim społeczny, przytoczonych przykładów wymusił na społecznościach je wykorzystujących ich regulację. Bez szczegółowej analizy można w tym miejscu stwierdzić, iż pieniądź czy też podatek są instytucjami dynamicznymi, ewoluującymi, dopasowującymi się do określonych czasów. I choć pewne elementy (ale także i funkcje) je konstruujące są niezmiennie, to jednak konkretne warunki i moment wymuszają konieczność interpretowania ich na nowo. To z kolei nie pozostaje bez wpływu na prawo, które jak już wielokrotnie była o tym mowa, musi uwzględniać regulowaną przez nie rzeczywistość. Przykładowo, współczesny prawodawca musi zmierzyć się z wyzwaniami, jakie niesie ze sobą wprowadzanie pieniądza elektronicznego (ang. *electronic money*) czy też chęć opodatkowania transakcji finansowych (np. *financial transaction tax*). Znaczenie tych i innych instytucji dla funkcjonowania państwa czyni je instytucjami publicznymi, wymagającymi regulacji publicznych, a więc gwarantujących określoną rolę i zadania państwu. Specyfika oraz specjalizacja regulowanej materii wymusiły wyodrębnienie się w porządku prawnym prawa finansowego, uznawanego powszechnie za dział prawa publicznego¹⁹⁴. Prawo to obejmuje swym zakresem

¹⁹² Zgodzić należy się przy tym z poglądem, iż mimo bogatego dorobku nauki prawa finansowego, niewiele z prac poświęconych było jak dotychczas kwestiom fundamentalnym, porządkującym terminologię i rozumienie takich czy innych instytucji prawnofinansowych oraz zasadność ich stosowania. Zob. A. Gomułowicz, J. Małecki, *Formy prawne stosowania prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010, s. 329.

¹⁹³ C. Kosikowski, *Geneza i ewolucja oraz stan obecny i przewidywania na przyszłość prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010, s. 15-16.

¹⁹⁴ Warto w tym miejscu wskazać na toczącą się od wielu lat dyskusję na temat podziału norm prawnych na normy prawa publicznego i prywatnego. W dyskusji tej reprezentowane są niekiedy odmienne poglądy. Przykładowo N. Gajl uważa, iż ze względu na rozległy zakres norm prawa publicznego, trudno jest przeprowadzić linię demarkacyjną pomiędzy normami prawa publicznego a prywatnego. Są one bowiem splecione z sobą w sposób bardzo skomplikowany, czego efektem jest powstawanie nowych konstrukcji, w których „publicyzacja” prawa jest powiązana z wykorzystaniem wielu konstrukcji cywilnych, które dotychczas miały charakter norm w pełni prywatnych. I choć pogląd ten wyrażony został już kilkadziesiąt lat temu, to jednak nie traci on na aktualności, z tym jednakże zastrzeżeniem, iż zmieniły się co prawda warunki polityczno-gospodarcze, jednak tendencja do publicyzacji prawa (w szczególności rynku finansowego) została podtrzymana wskutek działań prawodawcy europejskiego. Nauce prawa nieobcy jest także pogląd przytaczany w pracy R. Szczepaniaka, iż „z drugiej strony w nauce niejednokrotnie wyrażano twierdzenie, że prawo prywatne, jako bardziej dojrzałe i lepiej ukształtowane, jest tzw. prawem powszechnym, a w konsekwencji zasady wypracowane na gruncie prawa prywatnego niejako przenikają cały system prawny”. Więcej na ten temat por. N. Gajl, *Instrumenty finansowe w zarządzaniu gospodarką narodową*, Warszawa 1988, s. 22-24 oraz R. Szczepaniak, *Zagadnienie praw podmiotowych na styku prawa prywatnego i publicz-*

wiele aspektów funkcjonowania współczesnego państwa, z których wszystkie w mniejszym lub większym stopniu związane są z jego gospodarką, będącą kolejnym niezwykle rozbudowanym i skomplikowanym bytem. Jednym z jego elementów jest rynek finansowy, stanowiący współcześnie przedmiot szczególnego zainteresowania prawodawcy. Przypomnieć w tym miejscu należy, iż to rynek finansowy dostarcza kapitału gospodarce, realizuje funkcje pośrednictwa pomiędzy podmiotami posiadającymi ten kapitał a podmiotami wykazującymi zapotrzebowanie na niego, czy wreszcie to od tego rynku uzależnione jest funkcjonowanie współczesnych państw, na nim poszukujących środków niezbędnych do utrzymania równowagi budżetowej. Oczywiście wymienione zależności są jedynie przykładowe, a ich pojawienie się w tym miejscu ma stanowić uzasadnienie dla tezy o potrzebie przyjęcia twierdzenia, iż ewoluujący świat doprowadził do wykształcenia się w ramach prawa finansowego¹⁹⁵ nowej specjalności, tj. prawa rynku finansowego. Stanowi ono „zupełnie nowy kompleks regulacji prawnych, wyrażających zasady organizacji i funkcjonowania rynku finansowego, w tym jego kontroli i nadzoru ze strony państwa, a także powiązań z publiczną działalnością finansową (np. zaciąganie długu publicznego na rynku finansowym). Regulacje te nie mają charakteru autonomicznego. Nie można ich też zaliczyć do prawa prywatnego lub przypisać innemu działowi prawa publicznego niż prawo finansowe”¹⁹⁶. Prawo rynku finansowego, podobnie jak prawo finansowe, określić można terminem „prawem pogranicza”, bowiem wykazuje ono związki z innymi dziedzinami prawa (europejskim, konstytucyjnym, administracyjnym, cywilnym itp.)¹⁹⁷. Prawo rynku finansowego posiada obecnie własne pojęcia, instytucje i wspomagane jest konstrukcjami o charakterze uniwersalnym o źródłach prawa cywilnego, karnego, finansowego, obejmuje oddziaływanie państwa na organizacje i funkcjonowanie instytucji rynku finansowego. Poddaje się ono opisowi przy wykorzystaniu kryteriów służących wyróżnieniu działów prawa, którymi są¹⁹⁸:

1. Przedmiot regulacji, a więc zakres regulowanych stosunków społecznych;
2. Metoda regulacji;

nego. Rozważania de lege ferenda na przykładzie opłat należnych komornikowi, w: Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 3 2014, s. 68.

¹⁹⁵ O kwalifikowaniu prawa finansowego jako autonomicznej gałęzi prawa decyduje zdaniem C. Kosikowskiego możliwość oparcia go na własnych instytucjach z zakresie przedmiotu i podmiotu regulacji prawnych z uwzględnieniem procedur ich stosowania. Zdaniem tego autora także elementy normy prawno-finansowe wykazują pewne różnice w porównaniu z tymi, regulującymi inne obszary życia społecznego, gospodarczego i politycznego. Zob. C. Kosikowski, *Prawo finansowe. Część ogólna*, Warszawa 2003, s. 33-36.

¹⁹⁶ C. Kosikowski, *Geneza i ewolucja oraz stan obecny i przewidywania na przyszłość prawa finansowego*, op. cit., s. 31-32.

¹⁹⁷ W. Nykiel, *Normy prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010, s. 38.

¹⁹⁸ W. Gromski, *Gałąź prawa*, w: U. Kalina-Prasznik [red.], *Encyklopedia prawa*, Warszawa 2007, s. 204.

3. Podmioty, do których adresowane są normy prawne;
4. Zasady prawa właściwe określonej działalności;
5. Zasięg obowiązywania;
6. Uzupełnione o kryteria interesu, celu normy prawnej, tradycji historycznej¹⁹⁹.

Stosowanie prawa rynku finansowego identyfikować należy z czynnościami przypisywanymi przede wszystkim organom władzy publicznej, posiadającym określony zakres władztwa oraz instrumentów stosowania prawa przyznanych im przez prawodawcę w odniesieniu do regulowanej materii, a wykorzystywanym przy podejmowanych przez nie czynnościach konwencjonalnych doniosłych prawnie, ustanawiających szczególne normy lub aktualizujących przewidziane normami prawa rynku finansowego²⁰⁰, obowiązki opierające się na ustalonych stanach faktycznych i wynikające z nich konsekwencje prawne²⁰¹.

Pisząc o normach i ich znaczeniu, nie sposób nie wskazać w tym miejscu na ujmowanie tego problemu w doktrynie prawa finansowego. Za szczególnie ważną z punktu widzenia omawianej problematyki (m. in. ekonomizacji prawa) uznać należy koncepcję dotyczącą **kreacji norm prawnych**, w których ujmowane są określone zjawiska ekonomiczne, a którą z powodzeniem można odnieść także do regulacji prawa rynku finansowego. Za N. Gajl podzielić można je na cztery podstawowe grupy, na które składają się²⁰²:

1. Normy tworzące nowe struktury organizacyjnoprawne o charakterze gospodarczym, takie jak poszczególne rodzaje instytucji finansowych (ujmowanych podmiotowo), do której to grupy zaliczyć można przykładowo: bank, instytucję kredytową, instytucję płatniczą²⁰³ itp. Procedura ich tworzenia jest ściśle

¹⁹⁹ C. Kosikowski, *Samodzielny byt prawa finansowego jako działu prawa i problem jego autonomiczności*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010, s. 428.

²⁰⁰ Analiza literatury, w szczególności z zakresu teorii prawa, prowadzi do refleksji wyrażonej już w latach 80. XX wieku przez N. Gajl, iż ze względu na szeroki zakres oddziaływania instrumentów finansowych, analiza finansowych norm prawnych może stanowić właściwe pole badawcze dla teoretycznych nauk prawnych. Tym bardziej, iż współcześnie, jak się wydaje, zainteresowanie tym jakże istotnym problemem jest znikome. Więcej na temat charakterystyki norm prawnofinansowych, w: N. Gajl, *Instrumenty finansowe w zarządzaniu gospodarką narodową*, op. cit., s. 22-41.

²⁰¹ Por. A. Gomułowicz, J. Małecki, *Formy prawne stosowania prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010, s. 332.

²⁰² N. Gajl, *Instrumenty finansowe w zarządzaniu gospodarką narodową*, op. cit., s. 32.

²⁰³ Więcej na temat regulacji usług płatniczych, w: D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, op. cit.; Z. Ofiarski, *Zapłata podatków lokalnych instrumentem płatniczym – uwagi na tle redakcji art. 61a Ordynacji podatkowej*, w: R. Dowgier [red.], *Ordynacja podatkowa. Stan obecny i kierunki zmian*, Białystok 2015, s. 251 – 267; W. Srokosz, *Instytucje parabankowe w Polsce*, Warszawa 2011; A. Zalcewicz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem usług płatniczych – nowe uregulowania prawne w zakresie kompetencji i zadań nadzorczych*, w: E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska [red.], *Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, Wrocław 2011; s. 137-147; T. Nieborak, *Rynek usług płatniczych jako element rozwoju przedsiębiorczości – aspekty prawno-finansowe*, w: A. Pomorska [red.], *Krytyka prawa. Niezależne studia nad prawem, Tom V Przedsiębiorczość. Aspekty prawne*, Warszawa 2013, s. 67-88.

określona przepisami prawa i zastosowanie ma w tym względzie także europejskie prawo rynku finansowego, oraz zasady wypracowane w procesie jego stosowania (np. wzajemnego uznania czy też harmonizacji maksymalnej).

2. Normy ogólne (programowe oraz delegacyjne) dotyczące zjawisk ekonomicznych, służące realizacji projektów ponadczasowych, a także ponadpaństwowych dotyczących na przykład w Unii Europejskiej tworzenia nowej architektury finansowej²⁰⁴, za której część uznać należy Europejski System Nadzoru Finansowego²⁰⁵ czy też Unię Bankową²⁰⁶. Co warte podkreślenia, to fakt, iż wiele z tych norm można dekodować za pomocą wykładni preambuł europejskich aktów prawnych, które choć nie mają statusu przepisu prawnego, w praktyce okazują się być niezwykle pomocne w procesie egzekucji regulacji zawartych w dyrektywach czy też rozporządzeniach.
3. Normy wyjaśniające (uzupełniające) i kwalifikujące, których poszukiwać należy w przepisach zawierających tzw. słowniczki pojęć, a także w aktach, które nie zawsze, będąc aktami prawa powszechnie obowiązującymi, mają na celu doprecyzowanie tych pierwszych. W opinii autora do takich zaliczyć można rekomendacje²⁰⁷, opinie, wytyczne (niekiedy ujmowane w kategorii prawa miękkiego)²⁰⁸, a także stanowiące *novum* w prawie rynku finansowego Unii Europejskiej, tzw. wiążące standardy techniczne (ang. *binding technical standards – BTS*)²⁰⁹.
4. Normy specjalne (szczegółowe) określające treść zjawiska ekonomicznego, do której to kategorii zaliczyć można tzw. normy parametryczne. Definiowane są one jako „normy prawne, których przedmiot, a więc zachowanie się adresata, które według normy powinno nastąpić w warunkach przez nią przewidzian-

²⁰⁴ A. Jurkowska-Zeidler, *Nowa globalna architektura finansowa*, w: Gdańskie Studia Prawnicze, Tom XXV: W. Adamczak [red.], *Księga Jubileuszowa Profesora Zdzisława Brodeckiego*, Gdańsk 2011, s. 535 i nast.; T. Moskal, *Sieć bezpieczeństwa bankowego. Aspekty prawne*, Wałbrzych 2015, s. 13-98.

²⁰⁵ M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, op. cit., s. 130-149; P. Stanisławiszyn, *Nadzór makroostrożnościowy w Unii Europejskiej. Jak bardzo potrzebny? Jak bardzo skuteczny?*, w: W. Rogowski [red.], *Nowe koncepcje nadzoru i regulacji rynku finansowego. Nadzór makroostrożnościowy. Nadzór bankowy SKOK. Instrumenty finansowe*, Warszawa-Kraków 2014, s. 11-27.

²⁰⁶ Zob. J. Monkiewicz, *Unia bankowa jako zmiana architektury regulacyjnej i nadzorczej rynku finansowego z perspektywy ekonomicznej*, w: A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, op. cit., s. 59-73; A. Jurkowska-Zeidler, *Prawo unii bankowej*, w: A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, op. cit., s. 74-93; T. Nieborak, *Unia bankowa – w stronę bezpieczeństwa i stabilności rynku finansowego Unii Europejskiej?*, w: A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, op. cit., s. 94-112.

²⁰⁷ Więcej na ten temat, w: T. Nieborak, *Rekomendacja Komisji Nadzoru Finansowego jako element nadzoru ostrożnościowego – synteza dyskusji*, w: I. Czaja-Hliniak [red.], *Nauka prawa finansowego po I dekadzie XXI wieku, Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Apoloniuszowi Kosteckiemu*, Kraków 2012, str. 301-312.

²⁰⁸ M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, op. cit., s. 150-168.

²⁰⁹ Ibidem, s. 169-176.

nych, wyznaczają (współwyznaczające) wielkości liczbowe (parametry)”²¹⁰. Gdy normy te odnoszone będą do wielkości będącej przedmiotem regulacji prawnofinansowej, możemy w takiej sytuacji mówić o normach finansowych parametrycznych. Ich zakodowanie w danym przepisie prawa przez prawodawcę może mieć na celu zarówno dążenie do pożądanego stanu faktycznego (np. osiągnięcia stabilności i bezpieczeństwa rynku), jak i stymulowanie określonych, właściwych zachowań. Analiza regulacji prawa rynku finansowego pozwala za tego rodzaju normy uznać normy powszechnie nazywane ostrożnościowymi, służące w ogólności procesowi zarządzania wewnętrznego instytucją finansową poprzez kontrolę podejmowanego przez nią ryzyka i w konsekwencji bezpieczeństwa działań tego podmiotu, a pośrednio i powierzonych jemu przez jego klientów środków finansowych. Najbardziej rozpowszechnionymi normami ostrożnościowymi są: współczynnik wypłacalności, limity zaangażowania, a także wymogi kapitałowe²¹¹.

Prawo jako zespół norm należy odczytywać w kategorii uniwersalnych wartości aksjologicznych, kształtowanych w danej kulturze prawnej²¹². Nie może być tak, aby tworząc i stosując prawo (rynku finansowego), pozostawiać na uboczu standardy etyczne i wartości aksjologiczne. W takiej bowiem sytuacji utracona może zostać istota prawa jako instrumentu służącego harmonijnemu i sprawiedliwemu²¹³ rozwojowi danej społeczności, który uwzględniać będzie w maksymalnym stopniu różnice pomiędzy jednostkami (materialne, intelektualne, behawioralne), a którego naczelną świętością nie będzie tylko zysk i pieniądź²¹⁴. I choć w prakty-

²¹⁰ W. Nykiel, Normy prawa finansowego, op. cit., s. 47; Zob. także W. Nykiel, *Norma parametryczna*, w: ZNUŁ, seria I, z. 19 1977, s. 135-145.

²¹¹ Zob. M. Żurek, *Kapitał regulacyjny w Dyrektywie CRDIV oraz Rozporządzeniu CRR – odpowiedź normatywna na kryzys finansowy w UE*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 6 2014, s. 32-51.

²¹² Z. Ziemiński, *O stanowieniu i obowiązywaniu prawa. Zagadnienia podstawowe*, Warszawa 1995, s. 116 i nast.

²¹³ A. Gomułowicz pisząc o sprawiedliwości, powołuje się na tezę sformułowaną przez W. Łączkowskiego, iż „sprawiedliwość stanowi cechę dobrego prawa, które ze swej istoty powinno być sprawiedliwe”. Zob. A. Gomułowicz, *Zasada sprawiedliwości podatkowej w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego. Aspekt materialny*, Warszawa 2003, s. 11 i cytowana tam literatura, w tym między innymi: W. Łączkowski, *Aksjologiczne problemy stosowania prawa*, w: Roczniki Nauk Prawnych KUL, Tom III 1993, s. 61 i nast.; Tego rodzaju prawo, nazywane także prawem godziwym, u swych podstaw powinno mieć system aksjologiczny zawierający obiektywną prawdę o człowieku. We współczesnych nam czasach, gdy mamy do czynienia z postępującą finansjalizacją, ekonomizacją, a także konsumpcją, pogląd ten uznany może zostać za rewolucyjny. Nic bardziej błędnego. Pamiętać bowiem należy, iż istota prawa powinna wyrażać się w wartościach, które ma ono chronić i służyć rozwojowi człowieka. Ważnym jego elementem jest oczywiście sfera gospodarcza (finansowa) dostarczająca kapitału niezbędnego dla przykładowo nowych rozwiązań medycznych czy też technicznych. Źródłem tego kapitału jest rynek finansowy, którego działalność w zakresie między innymi kreacji pieniądza nie byłaby możliwa bez środków pochodzących od poszczególnych członków społeczeństwa, będących w praktyce słabszą stroną na opisywanym rynku.

²¹⁴ Zob. J. Crotty, *If Financial Market Competition is Intense, Why are Financial Firm Profits so High? Reflection on the Current 'Golden Age' of Finance*, w: *Competition&Change*, Vol. 12 No. 2 2008, s. 167-183.

ce realizacja tego postulatu okazać może się trudna do wykonania, to jednak nie niemożliwa. Jej materializacja na etapie tworzenia prawa nastąpi już wraz z odniesieniem ich do wspomnianych wartości, w których realizacji fundamentalne znaczenie będzie miał etap stosowania tego prawa. Nie może być ono stosowane bezmyślnie i mechanicznie²¹⁵.

Dlatego tak istotne znacznie dla funkcjonowania prawa ma **wykładnia tego prawa**, bowiem normy prawne mają taki ostateczny kształt, jaki nadany zostanie im przez mające kompetencje formalne do dokonywania wykładni organy władzy publicznej. Z reguły ma to miejsce na etapie stosowania prawa (wykładnia operatywna), choć podkreśla się także rosnącą rolę wykładni *in abstracto*. Związana jest ona między innymi z potrzebą zapewnienia bezpieczeństwa prawnego obywatelom. Ważny jest więc zakres swobody, jaką pozostawia się podmiotowi interpretującemu prawo, na które z kolei wpływ mają czynniki formalne, jak i reguły nieformalne, wynikające na przykład z kultury prawnej danego społeczeństwa. Poza nimi B. Brzeziński zwraca uwagę także na czynniki zewnętrzne wobec prawa, takie jak poglądy na istotę prawa, hierarchie wartości respektowanych w danym miejscu i w danym czasie oddziałujących na podmiot prawo interpretujący, a także nastawienie, uprzedzenia oraz niewiedza. Prawo postrzegane jako zespół norm prawnych jest zawsze rezultatem wykładni, a tym samym nie istnieje poza interpretacją. Normy prawne są zakodowane w tekstach aktów normatywnych²¹⁶. Wykładnia zaś służyć ma zdekodowaniu owych norm.

Problematyka wykładni przepisów prawa finansowego (a tym samym i prawa rynku finansowego) nie doczekała się jak dotychczas szczegółowego opracowania, z wyjątkiem jednej z jego podstawowych dziedzin, jaką jest prawo podatkowe. Mimo tego przyjąć należy, iż w prawie finansowym wykorzystać można znane nauce prawa konstrukcje wykładni, na które składają się w szczególności odpowiednie jej metody, dyrektywy i domniemania interpretacyjne, a także strategie wykładni. Uwaga ta jest aktualna także w odniesieniu do prawa rynku finansowego, którego wyjątkowość przejawia się w jego specyficznym języku prawnym, opisującym niezwykle złożoną i skomplikowaną materię, wpływie rozwiązań międzynarodowych, stosowaniu nowych form regulacji (przede wszystkim prawa miękkiego), określeniu przy wykorzystaniu klauzul generalnych celów tego prawa, oraz interdyscyplinarnością. Ostatnią z cech odnieść należy z jednej strony do silnego powiązania w nim wątków publiczno- i prywatnoprawnych. Z drugiej zaś strony nie spotykanym w innych specjalnościach prawa finansowego, tak silnym wpływem innych nauk, takich jak: ekonomia, psychologia czy też socjologia. Wszystko to powinno być brane pod uwagę w procesie dekodowania norm prawa z przepisów prawa rynku finansowego przy wykorzystaniu **wykładni językowej**,

²¹⁵ A. Gomułowicz, J. Małecki, *Formy prawne stosowania prawa finansowego*, op. cit., s. 333-334.

²¹⁶ B. Brzeziński, *Wykładnia przepisów prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010, s. 284-285.

systemowej, a także **celowościowej**. Należy wyrazić pogląd, iż każda z nich będzie w tym przypadku równie ważna.

Oczywiście w pierwszej kolejności niezbędne będzie wykorzystanie procesu myślowego, a więc interpretacji użytego języka (**wykładni językowej**), w celu odkodowania języka, słów, składni, gramatyki, jako nośników informacji woli prawodawcy. Pomocne okazać na tym etapie mogą się pojęcia zdefiniowane w akcie prawnym, które mogą jednak rodzić problem identyczności pojęć spotykanych w innych gałęziach prawa²¹⁷ (np. firmy inwestycyjnej, która choć to instytucja zdefiniowana i w pełni zrozumiała dla przedstawiciela prawa rynku finansowego, wzbudza kontrowersje u badacza prawa cywilnego).

Mimo tego, iż przez język poznajemy prawo, to jak wielokrotnie zwracano na to uwagę, opiera się ono także na określonych wartościach. W ich poznaniu ważną rolę odgrywać ma **wykładnia systemowa**, która wykorzystując odpowiednią argumentację jest w stanie wskazać tak na reguły rządzące systemem danego prawa, jak i wartości na których jest ono tworzone. Nie wnikając w szczegółową analizę tego sposobu wykładni, uznać należy ją za bardzo ważną dla procesu stosowania prawa rynku finansowego. Bowiem interpretator przepisów tego prawa, choć w pierwszej kolejności starać będzie się zrozumieć użyty w ich tworzeniu język, to jednak czynności tej musi towarzyszyć refleksja nad znaczeniem tak dokonanej wykładni dla całego systemu prawa, będącego jednym z fundamentów (obok systemu gospodarczego) funkcjonowania systemu społecznego. Wyrazić należy w tym miejscu pogląd, iż ze względu na specyfikę regulowanej materii i trudności w ujęciu w ramy prawne wszystkich jej elementów, w procesie stosowania prawa rynku finansowego, wykładnia systemowa będzie miała często zastosowanie. Od podmiotów stosujących to prawo wymagane będą natomiast wyczucie, wrażliwość oraz wiedza na temat rozpatrywanych spraw, a także co najważniejsze, umiejętność identyfikacji wartości stojących u źródeł prawa rynku finansowego oraz konsekwencji, jakie rodzić mogą podejmowane decyzje. W ostatnim przypadku pomocne z pewnością będzie postrzeganie uczestników rynku w perspektywie behawioralnej i dążenie do odczytania przez stosującego prawo (ale także je tworzącego) emocji, o których wspominał L. Petrażycki, jakie rodzi w nich obowiązujące prawo. Prawo, którego istnienie uzasadniają stawiane jemu przez prawodawcę cele, a których odczytaniu służy natomiast **wykładnia celowościowa**. Cele są w jej przypadku ujmowane jako punkt odniesienia i mogą być wyraźnie deklarowane w tekście przepisów danego aktu prawnego, ale także przypisywane aktowi prawnemu przez interpretatora. „Znajomość stosunków społeczno-gospodarczych, istniejących w czasie, w którym akt prawny był wydawany, w zestawieniu z treścią samego aktu pozwalała w określonej mierze przypisywać temu aktowi cele, które ma realizować”²¹⁸.

²¹⁷ Ibidem, s. 295-297.

²¹⁸ Ibidem, s. 306.

Odnosząc powyższe uwagi do prawa rynku finansowego, stwierdzić należy, iż wykładnia jest ważnym elementem stosowania tego prawa, osadzonym także w procesie jego tworzenia. Kreacji prawa towarzyszą bowiem określone zamierzenia, związane z realizacją założonych celów, służących z kolei realizacji określonych wartości. Wartości te mogą być chronione przy zastosowaniu różnych metod wykładni. Zakładając, iż element aksjologiczny jest fundamentem funkcjonowania prawa, jego istoty i celów jakim ma służyć, dekodowanie wartości stojących u jego podstaw będzie miało podstawowe znaczenie. I choć mogłoby się wydawać, iż opisywana zależność jest oczywista, to jednakże w praktyce sama dekodyfikacja wartości może powodować problemy. Biorąc za przykład prawo rynku finansowego, wyróżnić można kilka rodzajów wartości, których ochronie ma ono służyć. Fundamentalną spośród nich jest, zdaniem autora, przywołane już wielokrotnie zaufanie do rynku. Na tej bowiem wartości oparte i wyprowadzane są inne, takie jak: zachowanie stabilności i bezpieczeństwa rynku, ochrona konsumenta, ograniczanie ryzyka itp. Interpretacja przepisów w duchu wymienionych przykładowych wartości w praktyce okazuje się zadaniem niełatwym, wymagającym od interpretatora nie tylko wiedzy, ale i wyczucia oraz w przypadku prawa państw członkowskich uwzględnienia specyfiki prawa europejskiego (i jego wykładni). Wspomniane wyczucie należy wiązać z konsekwencjami jakie powoduje właściwe (albo niewłaściwe) stosowanie regulacji rynku finansowego. Przykładowo, interpretując je na podstawie wartości stabilności i bezpieczeństwa rynku (wyprowadzanej z zaufania do niego) w pierwszej kolejności należy pojęcia te zdefiniować oraz określić podmioty „w nią zaangażowane”. Okaze się wtedy, iż na stabilność i bezpieczeństwo rynku wpływ mają zarówno podmioty zaliczane do kategorii instytucji finansowych, jak i te reprezentujące ich klientów (profesjonalnych i nieprofesjonalnych). Pojawia się więc dylemat, która z tych stron jest ważniejsza dla zachowania stabilności i bezpieczeństwa. Osoby zarządzające instytucjami finansowymi, czy też korzystające z ich usług, a może obie w równym stopniu. Promowanie pierwszych kosztem drugich nadwyrężyć może zaufanie tych ostatnich do rynku i godzić w jego bezpieczeństwo oraz stabilność. Ujmowanie z kolei roli klientów będzie miało taki sam skutek. Sytuacja ta potwierdza tezę o specyfice prawa rynku finansowego jako nowej dziedzinie, która wykształciła się w ramach prawa finansowego²¹⁹. Jednocześnie stanowi uzasadnienie dla tezy, iż jego proces tworzenia i stosowania wymaga odczytywania go w zaprezentowany instrumentalny sposób. A więc jako złożonego zjawiska społecznego, którego opisanie i zrozumienie wymaga interdyscyplinarnego podejścia na etapie tworzenia, jak i stosowania prawa, dopuszczającego elementy behawioralne (których analiza przeprowadzona zostanie w dalszej części pracy), ale także i ekonomiczne (omówione w części poświęconej ekonomicznej analizie prawa). Przyjmując

²¹⁹ E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, op. cit., s. 19-26; C. Kosikowski, *Nowe prawo rynku finansowego Unii Europejskiej*, op. cit., s. 27-38.

to założenie, należy jednak tego rodzaju działanie osadzić w dotychczasowych osiągnięciach przedstawicieli doktryny, którzy analizując proces tworzenia prawa, wyróżnili kilka podstawowych jego zasad, scharakteryzowanych poniżej na podstawie pracy autorstwa B. Brzezińskiego pt. *Zasady tworzenia prawa finansowego (Próba sformułowania)*²²⁰.

Pierwsza z zasad dotyczy respektowania praw i prawidłowości ekonomicznych jako granic regulacji prawnofinansowej, które dotyczą w swej istocie stosunków ekonomicznych, a te z kolei układają się według pewnych zależności i związków – praw ekonomicznych. Prawa charakteryzują się pewnym obiektywizmem, a więc obowiązują niezależnie od faktu ich dostrzegania przez podmioty stosunków ekonomicznych. Regulacja ma niezwykle dużą moc działania na owe relacje i może ona wzmacniać działanie omawianych praw, modyfikować ich działanie czy też je wyłączać. Ważne jest więc określenie optimum regulacyjnego, którego przejawem będą optymalne relacje pomiędzy skutkami pożądanymi a negatywnymi regulacji prawnofinansowych.

Kolejna z zasad odnosi się do przewidywania krótkookresowych i długookresowych skutków regulacji, która powoduje, iż konsekwencje jej wprowadzenia ulegają zmianie w zależności od długości czasu, jaki upłynął od momentu ich przyjęcia.

Niezmiernie ważna jest także zasada dotycząca skutków, zarówno tych bezpośrednich, jak i pośrednich regulacji w poszczególnych ogniach systemu finansowego. Przybierać mogą one różne formy od tych obecnych w ramach jednego ogniwa po takie, które dotyczyć będą całego systemu finansowego. Poza tym, skutki te mogą w pewnych okolicznościach być przewidywalne, a w innych nie; mogą być także oceniane pozytywnie, ale także i negatywnie. Wreszcie, wynikają one niekiedy z celowego działania regulatora, choć wielokrotnie zdarza się sytuacja, gdy ich konsekwencje nie zostały wzięte pod uwagę na etapie ich opracowywania.

Czwarta z omawianych zasad związana jest z płynnością zmian wysokości obciążeń i świadczeń finansowych. Definiowana jest ona w ten sposób, iż zmiana czynnika, od którego one zależą, nie powinna następować skokowo, a tym samym nie powodować nadmiernych kosztów dla podmiotów je ponoszących.

Przy konstruowaniu regulacji niejednokrotnie brana jest brana pod uwagę zasada ochrony interesu finansowego państwa. Pojęcie interesu finansowego państwa, związane jest także z rozumieniem państwa jako formy organizacji społeczeństwa i przesłankami szeroko rozumianej regulacji, omówionymi na wstępie niniejszego rozdziału.

Piąta z zasad odnosi się do adekwatności stopnia szczegółowości, „głębokości” regulacji prawnej, która uzależniona być winna od złożoności regulowanego zjawiska i oparta na znajomości jego struktury, cech jakościowych i możliwości

²²⁰ B. Brzeziński, *Zasady tworzenia prawa finansowego (Próba sformułowania)*, w: Państwo i Prawo, nr 5 1986, s. 68-76.

kwantyfikacji. Wielokrotnie bowiem zdarza się, iż istniejące regulacje nie przystają do rzeczywistości, a źródłem tego jest nieznamość regulowanej materii. Należy bowiem mieć na uwadze, propagowaną już od kilkudziesięciu lat w polskiej doktrynie prawa finansowego, koncepcję **ekonomizacji prawa**, do której odwołane są rozważania w niniejszej publikacji. W opinii M. Weralskiego „poważny wpływ na kształtowanie się instytucji prawnofinansowych mają także nauki ekonomiczne. Jest to jednak bardzo złożony kompleks zagadnień związanych z ekonomizacją prawa finansowego”²²¹. Proces ten polega na nadawaniu określonym kategoriom ekonomicznym form prawnych²²². Identyfikowany jest on jako proces rozszerzania się ekonomicznych przesłanek leżących u podstaw regulacji prawnofinansowych²²³. Normy prawa finansowego, kształtując stosunki ekonomiczne, wykorzystują w tym przypadku działanie obiektywnych sił ekonomicznych (praw i prawidłowości ekonomicznych). Na taki stan rzeczy wpływa wiele powiązanych ze sobą czynników, spośród których najistotniejszymi są: rozszerzanie się ekonomicznych przesłanek leżących u podstaw regulacji prawnofinansowych, wkraczanie tych regulacji w sferę działalności gospodarczej²²⁴, a w konsekwencji konieczność poszukiwania nowych rozwiązań prawnoekonomicznych w zakresie norm prawnych, które w znacznym stopniu są normami prawa finansowego²²⁵. Wynika z tego, iż niejednokrotnie ma miejsce sytuacja, gdy tworzone przez rynek finansowy instrumenty ujmowane są w ramy prawne. Proces ten, jako niezwykle istotny, gdyż kształtujący stosunki gospodarcze, powinien realizować omawianą zasadę, a regulator rynku finansowego musi przykładać szczególną uwagę do znajomości regulowanej materii, przy jednoczesnym zachowaniu swej filozofii regulacyjnej wynikającej z określonych przesłanek. Równie ważnym aspektem jego działalności jest znajomość relacji jakie zachodzą pomiędzy instytucjami prawnymi (rozumianymi w tym miejscu jako pojęcia abstrakcyjne odtwarzane na podstawie określonych norm prawnych) a kategoriami ekonomicznymi, służącymi uogólnieniu realnych obiektywnych zjawisk ekonomicznych w efekcie poznania ich istotnych właściwości²²⁶. M. Weralski, analizując pojęcie „kategorii ekonomicznej”, zwraca uwagę na trzy związane z nią prawidłowości. Po pierwsze fakt, iż powstają one jako odbicie realnie istniejących stosunków ekonomicznych, nie będąc jedynie efektem spekulacji myślowych oderwanych od rzeczywistości. Oznacza to więc konieczność postrzegania ich w szerszym wymiarze, także społecznym. Po drugie, kategorie ekonomiczne należy osadzić także w wymiarze

²²¹ M. Weralski, *Pojęcie instytucji prawnofinansowych i ich systematyka*, w: M. Weralski [red.], *System instytucji prawnofinansowych PRL*, Tom I, Wrocław 1982, s. 40.

²²² N. Gajl, *Instrumenty finansowe w zarządzaniu gospodarką narodową*, op. cit., s. 27.

²²³ M. Weralski, *Instytucje prawno-finansowe a kategorie ekonomiczne*, w: M. Weralski [red.], *System instytucji prawnofinansowych PRL*, Tom I Wrocław 1982, s. 43.

²²⁴ M. Weralski, *Pojęcie instytucji prawnofinansowych i ich systematyka*, op. cit., s. 43.

²²⁵ N. Gajl, *Instrumenty finansowe w zarządzaniu gospodarką narodową*, op. cit., s. 27.

²²⁶ M. Weralski, *Instytucje prawno-finansowe a kategorie ekonomiczne*, op. cit., s. 55.

historycznym, czerpiąc tym samym z doświadczeń z tym związanych. Wreszcie po trzecie, co najważniejsze, opisywane kategorie kształtują się jako uogólnienie obiektywnych zjawisk ekonomicznych, będącej rezultatem praktyki społecznej człowieka²²⁷. Mimo obiektywnego bytu zjawisk ekonomicznych, a także obiektywnie istniejących pomiędzy nimi współzależności, rządzące nimi obiektywne prawidłowości nie pozbawiają człowieka możliwości świadomego kształtowania rzeczywistości ekonomicznej. Bowiern poznając te zjawiska, zależności pomiędzy nimi istniejące, a także prawidłowości ekonomiczne, człowiek jest w stanie wykorzystać je w celu realizacji założonych przez siebie celów za pomocą między innymi prawa. W efekcie mamy do czynienia z ukształtowaniem i istnieniem obok siebie, niekiedy jednobrzmiących kategorii ekonomicznych, jak i instytucji prawnych (np. pieniądza, budżetu, instrumentu finansowego, papieru wartościowego, opcji). Obydwie z nich są z całą pewnością pojęciami abstrakcyjnymi, będącymi wytworem procesu myślowego człowieka, który poznając otaczającą go rzeczywistość i zasady nią rządzące, stara się ją, jak pisze M. Weralski uogólnić, tworząc i stosując wykreowane przez siebie regulacje prawne²²⁸.

Prawo finansowe jako osobna gałąź prawa jest z całą pewnością dziedziną prawa najściślej związaną z nauką ekonomii²²⁹. Wśród jego przedstawicieli zwykło się nawet mówić, iż prawo finansowe bez ekonomii jest niczym drabina bez szczebli. Stwierdzenie to trafnie oddaje omawiane zależności, jakie istnieją pomiędzy instytucjami finansowymi a kategoriami ekonomicznymi. Uważna bowiem analiza procesu myślowego prawnika reprezentującego prawo finansowe (ale także i inne gałęzie prawa) i ekonomisty prowadzi do konstatacji, iż formułując stosowne pojęcia na gruncie swych nauk, postrzegają oni to samo zjawisko w różny sposób, gdyż każdy z nich uwzględnia w tym procesie interesujące (istotne dla niego) cechy tego zjawiska²³⁰. Owo „odmienne spojrzenie” przedstawicieli nauki ekonomii i prawa może być także źródłem rozbieżności pomiędzy nimi, wynikających z nazwijmy je – odmiennych filozofii. Przykładowo regulacje tworzone w interesie ochrony rynku (jego uczestników) i przede wszystkim określonych wartości, ingerują w siły ekonomiczne tego rynku. Naturalny więc staje się w tym przypadku konflikt interesów pomiędzy prawem i ekonomią oraz aktualizuje się kwestia granic ingerencji prawa w sferę ekonomii. Ich określenie, co oczywiste, nie jest zadaniem łatwym i wymaga pogłębionej analizy normowanej rzeczywistości i przede wszystkim skutków tego rodzaju aktywności. Szczególnie, gdy przedmiot zainteresowania prawodawcy jest rynek finansowy, który – co warte przy-

²²⁷ Ibidem.

²²⁸ Ibidem, s. 56.

²²⁹ Uważa się, iż należy ono do tych gałęzi prawa, w których dominuje interes społeczny (publiczny), a w stosunkach powstających na podstawie norm, zawsze uczestniczy państwo, które wkracza w życie społeczne w sposób bezpośredni. Zob. C. Kosikowski, *Legislacja finansowa*, Warszawa 1998, s. 14.

²³⁰ M. Weralski, *Instytucje prawno-finansowe a kategorie ekonomiczne*, op. cit., s. 56.

pomnienia – musi zawsze być ujmowany jako element systemu gospodarczego, składającego się z kolei na system społeczny.

Analiza procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego w aspekcie omawianego procesu ekonomizacji prawa, prowadzi do sformułowania tezy, iż jest on doskonałym przykładem tzw. **dialektyki regulacyjnej**, jaka zachodzi pomiędzy podmiotem regulującym i regulowanym. To znaczy pojawienie się nowych rozwiązań (instrumentów) na rynku finansowym, kreowanych przez uczestników tego rynku, skutkuje podjęciem inicjatywy przez prawodawcę w zakresie objęcia ich ramami prawnymi. Jak zostanie to wykazane w dalszej części pracy, proces ten nie należy do prostych, albowiem przedmiotem regulacji są niejednokrotnie niezwykle złożone i skomplikowane konstrukcje ekonomiczne. Konstrukcje, które łatwo jest opisać i wytłumaczyć językiem ekonomii, jednak już nie językiem prawa. W tym ostatnim przypadku problem polega bowiem na tym, iż tworzenie prawa, zakłada powstanie w jego efekcie konstrukcji uniwersalnych, poprzez które należy rozumieć rozwiązania, które będą miały zastosowanie do więcej niż jednego przypadku. W praktyce osiągnięcie owego stanu uniwersalności okazuje się niezwykle trudne, a to za sprawą właśnie regulowanej materii. Biorąc za przykład pochodne instrumenty finansowe, powszechnie wykorzystywane na rynku, które mogą przyjmować postać instrumentów wystandaryzowanych, będących przedmiotem na rynkach regulowanych. Jednak mogą być one także „szyte na miarę” (ang. *tailor-made instruments*) przez instytucję finansową na indywidualne zamówienie klienta, który przykładowo chce uzyskać ochronę przed ryzykiem zmiany pogody (tzw. *weather derivatives*). I choć dla osoby na co dzień nie związanej z rynkami finansowymi tego rodzaju sytuacja wydawać może się historią z zakresu science-fiction, to jednak nic bardziej mylnego. Po pierwsze, przywołany przykład jest jak najbardziej realny. I po drugie, znaczenie w ten sposób kreowanych instrumentów jest niemałe. Powszechnie zaliczane są one do kategorii pochodnych instrumentów pozagiełdowych, określanych także jako OTC (ang. *over-the-counter derivatives*). Według Bank for International Settlements globalny rynek tych instrumentów na koniec 2014 roku wynosił około 630 bilionów dolarów, a więc kilkukrotnie przekraczał PKB całego globu²³¹! Trudność tego rodzaju instrumentów polega między innymi na ich elastyczności, a więc możliwości ukształtowania ich konstrukcji przez strony na zasadzie swobody umów, w zależności od ich potrzeb. Sytuacja ta dowodzi zarazem złożoności problemu, tj. relacji pomiędzy regulacjami publiczno- i prywatnoprawnymi, które oparte są na innej tradycji, filozofii, warsztacie itp. Jednak ze względu na strategiczne znaczenie rynku finansowego dla współczesnej gospodarki, prawodawca (w szczególności europejski) decyduje się na przekraczanie tych barier, i to zarówno przez poszerzanie, jak i pogłębianie swojej ingerencji. Tworząc bowiem regulacje prawa rynku finansowego o charak-

²³¹ OTC derivatives statistics at end-December 2014, dostępne na http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.htm [dostęp: 26 września 2015 roku].

terze przede wszystkim publicznoprawnym, w ich konstrukcji zawiera elementy, które pośrednio albo bezpośrednio ingerować będą w stosunki pomiędzy stronami umowy prywatnoprawnej. Co więcej, prawodawca ten zastrzega sobie możliwość dalszej inicjatywy przy wykorzystaniu „nowych” form tworzenia i stosowania prawa, do których zaliczyć należy tzw. prawo miękkie. Oczywiście odbywa się to w ramach przyznanego mu uprawnień. Celem opisywanego procesu ma być wielokrotnie przywoływana w niniejszym rozdziale ochrona wartości, stanowiących o istocie prawa, ważnych z punktu widzenia społeczeństwa i państwa, w tym zaufania do rynku oraz ochrony jego uczestników. Ów proces ochrony, choć ważny, to jednak skutkować może określonymi konsekwencjami. Po pierwsze, składającą się na przywołaną dialektykę regulacyjną reakcją podmiotów regulowanych na nowe rozwiązania prawne, której efektem może być chęć zmiany konstrukcji stosowanych instrumentów finansowych w taki sposób, aby wyłączyć je z zakresu regulacji. Po drugie, niemożnością objęcia wszystkich rozwiązań funkcjonujących na rynku finansowym, ich zakresu terytorialnego (eksterytorialność rynków finansowych), podmiotowego, bądź też sytuacji, w których zastosowanie istniejących już rozwiązań prawnych byłoby niezbędne. W tym ostatnim przypadku chodzi o sytuację, w której prawodawca co prawda stworzył przepisy prawne mogące mieć zastosowanie do danego stanu faktycznego, jednak nie zostały one albo w ogóle albo w nienależyty sposób zastosowane przez odpowiedni podmiot (np. organ nadzoru). Efekty takiego stanu rzeczy możemy podzielić na widoczne oraz ukryte. Pierwsze z ich to na przykład dochodzenie odszkodowań (od państwa) przez podmioty poszkodowane działaniem albo zaniechaniem stosownych podmiotów. Drugi rodzaj efektów, choć niewidoczny, poza tym że może mieć wymierny efekt ekonomiczny, to przede wszystkim rodzi określone konsekwencje społeczne, systemowe. Związany jest on nie z czym innym, jak behawioralną naturą rynku i jego regulacji, a jego przykładem jest utrata zaufania do rynku.

Brak tychże regulacji, ale także nienależyte ich stosowanie (albo niestosowanie), jak pokazują liczne przykłady z przeszłości, które zawsze prowadziły do naruszenia zaufania do rynku, pojawienia się niepokoju, a w rezultacie nawet do paniki na nim. Dlatego też tak ważne jest uwzględnianie opisanych prawidłowości w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, które ma wtedy szanse stać się prawem efektywnym²³², skutecznym, a więc zapewniającym

²³² Pisząc o efektywności systemu finansowego, jako zespołu norm regulujących funkcjonowanie instytucji finansowych, których podstawowym zadaniem jest realizacja zadań w zakresie łączenia podaży i popytu na kapitał, zwraca się uwagę, iż podstawowym kryterium oceny konstrukcji tychże norm, jak też ich układu tworzącego system finansowy, jest efektywność oddziaływania na przebieg procesów realnych z punktu widzenia optymalizacji zaspokojenia jednostkowych i zbiorowych, bieżących i przyszłych potrzeb społeczeństwa. I choć w cytowanej opinii podkreślana jest sfera realna, to dla funkcjonowania rynku finansowego, jako części systemu finansowego, ważną rolę odgrywa także sfera abstrakcyjna, odnoszona do zachowań (emocji) uczestników tego rynku. Por. Z. Fedorowicz, *Racjonalny system finansowy. Główne kierunki reformy*, Warszawa 1984, s. 5-9.

zgodność społecznych rezultatów działania określonych norm prawnych z zamierzeniami prawodawcy.

Problem skuteczności na gruncie regulacji prawnofinansowych musi być jednakże analizowany przy założeniu istnienia, omówionych wcześniej, ścisłych zależności, jakie istnieją pomiędzy naukami prawa finansowego oraz ekonomii. Zgodzić bowiem należy się z tezą, iż „skuteczność regulacji prawnej zjawisk finansowych należy rozważać nie tylko w świetle oceny realizacji zamierzonych założeń, ale także z uwzględnieniem różnych, często niezamierzonych ich skutków ubocznych. Tak rozumiana skuteczność regulacji prawnych jest ograniczana zarówno od strony ekonomicznej, jak i od strony prawnej. Należy więc rozważyć, w jakim zakresie zjawiska finansowe jako zjawiska ekonomiczne mogą być przedmiotem regulacji prawnej, a także, w jakim zakresie prawo może być przydatne do realizacji celów polityki finansowej z uwagi na właściwość prawa”²³³. Ważne z punktu widzenia skuteczności prawa jest także zakres regulacji, albowiem istnieje, jak się słusznie uważa, próg szczegółowości, którego przekroczenie powodować będzie niekorzystne i nieprzewidywalne skutki²³⁴. Tym samym szczegółowość i głębia regulacji prawnofinansowych powinny być wyznaczane poprzez optymalne społeczne skutki owych regulacji²³⁵.

4. Podsumowanie

Podsumowując, uznać należy, iż prawo rynku finansowego z pewnością stanowi wyzwanie dla prawodawcy, od którego należy wymagać w tym przypadku niezwykle specjalistycznej wiedzy na temat normowanej materii, ale także konsekwencji stosowania tworzonych przez niego przepisów, przede wszystkim w sferze społecznej. Sfera ta bowiem zawsze, zdaniem autora, ogniskuje się na człowieku, czy to zarządzającym instytucją finansową, czy też korzystającym z jej usług. Człowieku, którego zachowania są zmienne i zależą od nastrojów, emocji, samopoczucia, ale także od prawa, które jako instytucja społeczna, stanowi o istocie

²³³ M. Weralski, *Instytucje prawno-finansowe a kategorie ekonomiczne*, op. cit., s. 64.

²³⁴ Nauka prawa finansowego nie stworzyła jak dotychczas mechanizmu badania skuteczności norm prawa finansowego. C. Kosikowski proponuje wykorzystać w tym celu model przyjęty na gruncie nauki teorii prawa, uzupełniony o dorobek nauki prawa administracyjnego w tym względzie. W konsekwencji badając skuteczność norm prawa finansowego, bada się efektywność realizacji celów za pomocą obowiązującego prawa oraz efektywność sankcjonowania. Oceniając natomiast skuteczność prawa, opierając się na regułach prawa administracyjnego, bierze się pod uwagę: 1) przedmiot i cele regulacji; 2) środki interwencji prawnej; 3) kompetencje prawotwórcze; 4) tryb prawotwórstwa; 5) przepływ informacji o normach prawnych; 6) podejmowanie decyzji stosowania prawa oraz 7) zapewnienie dyspozycji prawnych. Cyt. za C. Kosikowski, *Legislacja finansowa*, op. cit., s. 30; Zob. także Z. Ziemiński, *O stanowieniu i obowiązywaniu prawa*, op. cit., s. 101-110; Z. Kmieciak, *Skuteczność regulacji administracyjnoprawnej*, Łódź 1994, s. 48 i nast.

²³⁵ M. Weralski, *Instytucje prawno-finansowe a kategorie ekonomiczne*, op. cit., s. 64.

danej grupy społecznej i postawach jej członków. Uwidacznia się w tym miejscu także wychowawcza rola prawa, które jako byt dynamiczny (złożony), postrzegany instrumentalnie, powinno reagować na zachodzące zmiany.

Sfera finansowa jest tego najlepszym przykładem, gdyż ogniskują się w niej problemy społeczne, psychologiczne, historyczne, ekonomiczne i prawne, wzajemnie na siebie oddziałujące²³⁶. Dlatego tak ważne jest, aby przypominać o koncepcjach, takich jak ekonomiczna analiza prawa czy psychologizmie L. Petrażyckiego i czerpać z ich dorobku w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, będącego podstawą funkcjonowania rynku finansowego, stanowiącego z kolei element systemu finansowego. Racjonalna konstrukcja tego systemu powinna opierać się na określonych kryteriach, takich jak: jego efektywności, zgodności regulacji systemowych z naturą regulowanych zjawisk i prawami ekonomicznymi, wewnętrznej zgodności norm systemu finansowego, prostoty konstrukcji norm regulujących i ich systemu oraz zdolności systemu finansowego do samoregulacji (rozumianej jako możliwość dokonywania zmian wewnętrznych relacji poszczególnych norm z jednoczesnym zachowaniem ich konstrukcji oraz układu systemu w całości)²³⁷. Wymienione kryteria określić można mianem uniwersalnych, które także powinny wykazywać zdolność do samoregulacji. Oznacza to konieczność odczytywania ich w odniesieniu do cech charakteryzujących dany układ, a więc przykładowo jego stopnia skomplikowania, zasięgu terytorialnego, specyfiki regulowanej materii. Wszystkie z tych cech powiązać można ze współczesnymi rynkami finansowymi, które choć globalne, to po części są jednak regionalne i wykorzystują zbliżone rodzaje instrumentów finansowych. Niezmienny pozostaje także układ sił pomiędzy najważniejszymi graczami rynku, za których uznać należy organy regulacyjne, instytucje finansowe i podmioty korzystające z usług tychże instytucji. Natomiast jego elementem stałym jest, był i będzie *homo oeconomicus*, który przynajmniej w założeniu podejmuje swe decyzje w sposób racjonalny, a któremu w części poświęcona zostanie kolejna część niniejszej publikacji.

²³⁶ Zob. także M. Borucka, *Inżynieria społeczna przez prawo*, w: *Życie Nauki*, Tom V, nr 27/28 1946, s. 181 i nast., oraz J. Szczepański, *Socjologia-socjotechnika-prawo-administracja*, w: *Państwo i Prawo*, nr 3-4 1971, s. 433 i nast.

²³⁷ Z. Fedorowicz, *Racjonalny system finansowy. Główne kierunki reformy*, op. cit., s. 5-19.

REGULACJA RYNKU FINANSOWEGO W DOBIE GLOBALIZACJI

Są rzeczy, których nie można kupić za pieniądze, choć w obecnych czasach jest ich już niewiele. Dziś prawie wszystko jest na sprzedaż¹.

M. Sandel

1. Wprowadzenie

Choć historia rynków finansowych liczy sobie już bez mała kilkaset lat i poświęcone zostało jej wiele prac, to jednak okres ostatnich stu lat uznać należy za ten, który przyczynił się, zdaniem autora, do ich najbardziej dynamicznego rozwoju. Rozwoju, który doprowadził do wykształcenia się nowych form inwestowania, dostępnych na nowych segmentach rynku finansowego. Rynek ten bowiem zazwyczaj postrzegany był przez pryzmat trzech tradycyjnych segmentów, którymi są: rynek bankowy, rynek kapitałowy i rynek ubezpieczeniowy. Granice pomiędzy nimi były w przeszłości jasno określone, a istotną rolę w tym względzie odgrywało prawo. Prawodawca dostrzegł bowiem w pewnym momencie konieczność ujęcia aktywności finansowej w ramy prawne, co wynikało ze wzrastającego jej znaczenia w gospodarkach i społeczeństwach poszczególnych państw. Co należy także podkreślić, to fakt, iż przez dziesięciolecia rynki finansowe były raczej rynkami krajowymi, czemu służyły między innymi istniejące restrykcje w zakresie swobody przepływów kapitałów. Sytuacja ta zaczęła zmieniać się już w latach 40. XX wieku, kiedy to podjęte zostały próby stworzenia nowego ładu gospodarczego świata. Efektem tych działań było powstanie nowych ponadnarodowych instytucji, takich jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju (Bank Światowy), będących częścią systemu z Bretton Woods, który choć przetrwał „tylko” do lat 70. XX wieku, to poprzez swe ułomności przyczynił się do wykreowania nowej jakości na rynkach finansowych, za którą uznać należy „system kursów płynnych” (ang. *floating exchange rate*). Oczywiście system ten stanowi tylko część rynku finansowego, a ściślej rynku walutowego, jednak dokładna obserwacja wzrastającego znaczenia walut dla funkcjonowania rynków finansowych w kolejnych dziesięcioleciach pozwala uznać je za jeden

¹ M. Sandel, *Czego nie można kupić za pieniądze?*, Warszawa 2013, s. 15.

z najważniejszych fundamentów tego rynku. Potwierdzeniem tej tezy mogą być liczne przykłady, jak chociażby kryzysy walutowe, które uderzały w gospodarki poszczególnych państw. Waluty stanowią bowiem podstawę konstrukcyjną wielu instrumentów finansowych kreowanych przede wszystkim po to, aby stworzyć nowe formy pomnażania posiadanego kapitału². Wreszcie wymiana handlowa nie byłaby możliwa bez istnienia walut, zasad ich notowań itp.

Jak ważna jest ona dla gospodarki świadczyć mogą działania Unii Europejskiej, których celem jest ratowanie strefy euro. Nie rozpoczynając dyskusji na temat kryzysu w strefie euro, czy też słabości Unii Gospodarczo-Walutowej, sam projekt zjednoczenia Europy zapoczątkowany także w latach 40. XX wieku z całą pewnością zaliczyć należy do jednych z najważniejszych w historii ludzkości. Jego efektem jest powstanie rynku wewnętrznego, który jako obszar bez granic wewnętrznych, opiera się na realizacji swobody przepływu towarów, osób, kapitałów i płatności. Częścią tego rynku jest rynek finansowy, który w trakcie jednoczenia kontynentu europejskiego przechodził przez kolejne etapy transformacji, zapoczątkowane w latach 70. XX wieku, a które w opinii autora współcześnie osiągają najwyższy stopień integracji.

W tym miejscu należy wskazać na postępującą harmonizację maksymalną prawodawstwa europejskiego dotyczącego sektora finansowego, tworzenie ponadnarodowych struktur nadzorczych, kreowanie unii (bankowej i kapitałowej), a także uczestnictwo Unii Europejskiej w globalnych inicjatywach regulacyjnych związanych z rynkiem finansowym, jako części składowej owej integracji³. Konieczność podejmowania działań w wymienionych obszarach wynika z faktu, iż choć nadal przeważa myślenie narodowe, zakładające istnienie państw i granic pomiędzy nimi, to jednak aktywność gospodarcza posiada charakter globalny, ponadnarodowy. Współczesne rynki finansowe, ujmowane jako jedność, porównywane są do Imperium Brytyjskiego, nad którym słońce nigdy nie zachodzi. Setki miliardów dolarów w ciągu doby zmieniają właściciela. Produkcja poszczególnych towarów czy też świadczenie usług wymaga kooperacji podmiotów pochodzących z różnych części świata⁴. W efekcie ów największy ruch tektoniczny współczesnych nam czasów, jak niekiedy nazywana jest **globalizacja**, postępuje, a katalizatorem

² Zwrócić w tym miejscu należy uwagę, iż jak się ocenia wykorzystanie walut dla obsługi światowej wymiany towarowej stanowi jedynie 5% globalnej wymiany walut! Oznacza to, iż pozostałe 95% stanowi podstawę wymiany walutowej niezwiązanej z realnym handlem, ale przede wszystkim z abstrakcyjnym rynkiem walutowym, pozwalającym inwestorom osiągać zyski na przykład poprzez wykorzystanie arbitrażu walutowego. Oczywiście sytuacja ta nie jest obojętna dla funkcjonowania gospodarki realnej, uzależnionej od kursów poszczególnych walut.

³ Zob. K. Mitreğa-Niestrój, *Stabilność światowego systemu finansowego jako cel nowej międzynarodowej architektury finansowej*, w: J. Żabińska [red.], *Rola międzynarodowych organizacji finansowych w stabilizowaniu światowego systemu finansowego*. Część II, Katowice 2007, s. 69-102.

⁴ L. Read, *Ja, ołówek*, Warszawa 2009; Książka w powszechnej opinii w sposób idealny oddaje naturę globalizacji i procesów z nią związanych.

tego procesu są między innymi rynki finansowe, których istnienie opiera się na pieniądzu. Jak słusznie zauważa B.A. Good, pieniądz to bowiem sposób myślenia, sposób urządzenia ludzkiego zachowania, a przede wszystkim integralna część nowoczesnej kultury, choć nie musi on być koniecznym jej przedmiotem⁵. Wydaje się jednak, że nią jest, a można także odnieść wrażenie, że rynki finansowe z nim identyfikowane, poprzez swój wpływ na funkcjonowanie gospodarki zaczynają urządzać życie współczesnych społeczeństw, a zjawisko to kojarzone jest niekiedy z tzw. **finansjalizacją** (ang. *financialization*)⁶. Czynią to w sposób niezauważalny dla przeciętnej osoby, nie posiadającej specjalistycznej wiedzy prawniczej czy ekonomicznej. Wykorzystując w tym celu osiągnięcia inżynierii finansowej, pod postacią jakże wyszukanych instrumentów finansowych⁷. I choć potrzebne, to jednak niekontrolowane rynki finansowe stać mogą się źródłem kryzysów gospodarczych, czego dowodem są wydarzenia sprzed kilku lat, u podstaw których, jak słusznie uważa P.H. Dembinski, stał **kryzys wartości**, egoistyczne dążenie do jak największego zysku⁸. W efekcie mieliśmy do czynienia z dramatycznym **kryzysem zaufania**, który zawsze osłabia twórcze myślenie i rodzi obawy przed budowaniem przyszłości, a także w dłuższej perspektywie godzi w godność człowieka tracącego pracę czy też oszczędności swojego życia⁹. Wartością dodaną opisywanych wydarzeń była przekornie dyskusja na temat konieczności poszukiwania nowych rozwiązań, które przybliżyłyby istniejącą rzeczywistość do stanu równowagi pomiędzy rynkiem finansowym a jego klientami, w szczególności tymi indywidualnymi. Słusznie wskazuje się w niej na konieczność spojrzenia na te relacje z perspektywy **dobra wspólnego**, gdzie dobrobyt rozumiany będzie jako suma dobrobytów jednostek, a sztuczna perspektywa *homo oeconomicus* zastąpiona zostanie **realistyczną antropologiczną perspektywą człowieka**. Człowieka ujmowanego zarówno w wymiarze egocentrycznym, jak i relacyjnym, który skierowany jest na siebie, ale także i na innych (zbiorowość, wspólnotę)¹⁰. Z całą pewnością ważnym elementem owej reformy będzie prawo kreujące stosunki

⁵ B.A. Good, *Will Electronic Money Be Adopted In the United States?*, w: Working Paper nr 9820, Federal Reserve Bank of Cleveland 1998, s. 6-7.

⁶ Na ten temat między innymi, w: A. Janc, M. Jurek, P. Marszałek, *Polish Financial System in the Age of Financialisation*, Warszawa 2015, s. 11-36; P. Langley, *Financialization and the Consumer Credit Boom*, w: *Competition&Change*, Vol. 12 No. 2 2008, s. 133-147; M.B. Aalbers, *The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis*, w: *Competition&Change*, Vol. 12 No. 2 2008, s.148-166.

⁷ S. Çankaya, *Pros and Cons of Financial Innovation*, w: H. Dincer, Ü. Hacıoğlu [red.], *Globalization of Financial Institutions. A Competitive Approach to Finance and Banking*, Heidelberg 2014, s. 166-174.

⁸ P.H. Dembinski, S. Beretta, *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości*, Kraków 2014, s. 107-113.

⁹ Zob. W. Polak, Słowo wstępne, w: P.H. Dembinski, S. Beretta, *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości*, op. cit., s. 7; Zob. także P. Rotenburger, *Nauka wobec kryzysu gospodarczego, naukowa wobec kryzysu zaufania*, w: R. Kamiński, J. Sójka [red.], *Ekonomiczne i etyczne aspekty kryzysu gospodarczego*, Poznań 2013, s. 161-188.

¹⁰ A. Glapiński, *Przedmowa*, w: P.H. Dembinski, S. Beretta, *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości*, op. cit., s. 9-10.

pomiędzy uczestnikami rynku finansowego. Regulacja tego segmentu gospodarki, tak jak i innych aktywności człowieka, musi zostać oparta na określonych założeniach, mających swoje uzasadnienie aksjologiczne¹¹. Prawo bowiem, jak zostało to wykazane w poprzednim rozdziale, jest efektem procesu społecznego, kształtującego określone normy postępowania, który musi uwzględniać wartości fundamentalne dla funkcjonowania danej wspólnoty.

W przypadku rynku finansowego za wartość naczelną uznać należy **zaufanie**. Na nim bowiem zbudowana jest cała konstrukcja tego rynku, będącego częścią większej całości, na którą składa się system finansowy, gospodarczy i wreszcie społeczny. Ochronie tej wartości służyć mają działania prawodawcy, który poprzez swe regulacje dąży do osiągnięcia stanu stabilności i bezpieczeństwa (charakteryzowanych niekiedy jako **globalne dobra publiczne**), a czyni to między innymi poprzez kontrolę ryzyka, kształtowanie architektury rynku czy też moderowanie zachowania uczestników rynku (np. poprzez określone nakazy i zakazy, ale także i działania edukacyjne)¹². Procesowi temu towarzyszy rozwiązywanie wielu dylematów. Przykładowo dotyczących granic ingerencji w funkcjonowanie rynku, metod teźe ingerencji, wreszcie uwzględnienia elementów behawioralnych dotyczących adresatów tworzonych norm, ich możliwości intelektualnych oraz potencjalnych wyborów. Dlatego tak ważne jest właściwe zrozumienie regulowanej materii, czyli rynku finansowego, jego specyfiki, struktury, a także zasad rządzących jego funkcjonowaniem.

2. Rynek finansowy – pojęcie i znaczenie

Analizę dotyczącą regulacji rynku finansowego należy rozpocząć od przybliżenia znaczenia i istoty badanej materii, to jest rynku finansowego. Niezbędne jest także umiejscowienie go w szerszym kontekście gospodarczym i społecznym. W literaturze przedmiotu stworzone zostało wiele definicji pozytywnych i negatywnych rynku finansowego, a także jego podziałów, jak na przykład ten wskazujący na rynek bankowy, kapitałowy oraz ubezpieczeniowy, jako najważniejsze segmenty rynku. W podobny sposób ujmuje go prawodawca europejski, który nie tworząc jednoznacznej definicji rynku finansowego opisuje go poprzez aktywności podejmowane na nim przez instytucje finansowe. Jak się uważa, tego rodzaju technika określania statusu prawnego instytucji finansowej poprzez charakterystykę specyfiki jej działalności za pomocą przypisania jej właściwego katalogu usług finansowych, które ma prawo ona świadczyć, pozwala na odtworzenie konstrukcji rynku finansowego

¹¹ H. James, *The Financial Crisis and the Disciplinary Challenge of Natural Law*, w: *Journal for Comparative government and European Policy*, Vol. 7 No. 3-4 2009, s. 436-449.

¹² Zob. także R. Sura, *Zaufanie do podmiotów administracji finansowej w dobie kryzysu*, w: M. Stahl, M. Kasiński, K. Właźlak [red.], *Sprawiedliwość i zaufanie do władz publicznych w prawie administracyjnym*, Warszawa 2015, s. 609-621.

w ujęciu przedmiotowym, przez pryzmat określonych usług finansowych¹³. Tym samym znając przedmiot działalności jesteśmy, w stanie przyporządkować jemu określony podmiot. W rezultacie ujmowanie przez prawodawcę w ramy prawne kolejnych rodzajów pojawiających się aktywności, prowadzi do wypełniania zbioru, który moglibyśmy określić jako rynek finansowy. Rynek ten przykładowo w Unii Europejskiej, poza trzema wymienionymi tradycyjnymi segmentami obejmuje obecnie także usługi płatnicze, działalność funduszy inwestycyjnych, usługi związane z funduszami emerytalnymi, aktywność agencji ratingowych, a wkrótce i instytucji parabankowych (ang. *shadow banking*). Przytoczona filozofia regulacyjna prawodawcy europejskiego w zakresie definiowania rynku finansowego znajduje wyraz w poszczególnych aktach prawnych, z których dwa zasługują na uwagę.

Pierwszym z nich jest rozporządzenie nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych¹⁴, w którego art. 4 ust. 1 pkt 27 prawodawca wprowadza kategorię „**podmiotu sektora finansowego**”, definiując ją poprzez wyliczenie dwunastu podmiotów, których szczegółowa charakterystyka zawarta została w innych punktach tego przepisu, a także aktach prawnych szczegółowo traktujących o działalności wykonywanej przez te podmioty. Tytułem przykładu wskazać można na dwa podmioty, którymi są: instytucja oraz instytucja finansowa¹⁵. I choć wydawać mogłoby się, iż są one tym samym, to jednak nic bardziej mylnego, gdyż pojęcie „instytucji” oznacza instytucję kredytową¹⁶ oraz firmę inwestycyjną¹⁷. Natomiast termin „instytucja finansowa” kojarzony powinien być z przedsiębiorstwem innym niż instytucja, którego podstawową działalnością jest nabywanie pakietów akcji lub wykonywanie co najmniej jednego spośród rodzajów działalności wymienionych w pkt 2–12 i pkt 15 załącznika I do dyrektywy 2013/36/UE. Pojęcie to obejmuje finansowe spółki holdingowe, finansowe spółki holdingowe o działalności mieszanej, instytucje płatnicze w rozumieniu dyrektywy 2007/64/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 listopada 2007 roku w sprawie usług płatniczych w ramach rynku i spółki zarządzania aktywami, nie obejmujące jednak ubezpieczeniowych spółek holdingowych i ubezpieczeniowych spółek holdingowych prowadzących działalność mieszaną¹⁸.

¹³ D. Wojtczak, *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012, s. 15-54.

¹⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, OJ L 176/1 ze zm. – dalej: rozporządzenie CRR.

¹⁵ M. Fedorowicz, A. Zalcewicz, *Pojęcie „instytucji finansowej” na gruncie europejskiego i polskiego prawa bankowego*, w: *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, nr 8 2010, s. 18- 22.

¹⁶ „Instytucja kredytowa” oznacza przedsiębiorstwo, którego działalność polega na przyjmowaniu depozytów lub innych funduszy podlegających zwrotowi od klientów oraz na udzielaniu kredytów na swój własny rachunek (art. 4 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia CRR).

¹⁷ „Firma inwestycyjna” oznacza osobę fizyczną lub prawną określone w art. 4 ust. 1 pkt 1 dyrektywy 2004/39/WE, które podlegają wymogom nałożonym tą dyrektywą, z trzema wyjątkami (art. 4 ust. 1 pkt 2 rozporządzenia CRR).

¹⁸ Art. 4 ust. 1 pkt 26 rozporządzenia CRR.

Drugim z europejskich aktów prawnych, w których odnajdujemy pośrednią definicję rynku finansowego jest przepis art. 2 pkt b) dyrektywy 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczącej sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość¹⁹, w którym z kolei prawodawca europejski za **usługę finansową** uznał wszelkie usługi o charakterze bankowym, kredytowym, ubezpieczeniowym, emerytalnym, inwestycyjnym lub płatniczym.

Powyższe, jakże różne od siebie, definicje, których celem jest opisanie istoty (europejskiego) rynku finansowego można uznać za potwierdzenie tezy o trudności ujęcia go w ramy definicyjne i konieczności za każdym razem definiowania go w sposób szeroki, a więc uwzględniający nie tylko jego stronę podmiotową, ale także, poprzez przesądzające o statusie prawnym instytucji finansowej – usługi finansowe – stanowiące jego przedmiotowe ujęcie²⁰.

Poza tym zwrócić należy uwagę na różnice i podobieństwa w jego definiowaniu przez naukę prawa i ekonomii. Zarówno w pierwszym, jak i drugim przypadku przedstawiciele doktryny osadzają rynek finansowy w szerszym kontekście tj. **systemu finansowego**. Pojęcie „systemu” wskazuje na złożoność opisywanej przez nie struktury, stanowiącej całość złożoną z poszczególnych części wzajemnie na siebie oddziałujących, których właściwe funkcjonowanie pozwala na osiągnięcie efektu synergii, która z kolei przyczynia się do wytworzenia wartości dodanej dla podmiotów funkcjonujących i korzystających z owego systemu²¹. W przypadku systemu finansowego ową wartość dodaną utożsamiać należałoby z **funkcjami**, do realizacji których został on powołany. Ich wskazanie należy poprzedzić uwagą, iż system finansowy, za którego element uznaje się rynek finansowy i jego poszczególne segmenty, sam jest częścią większej całości, to jest systemu ekonomicznego, który z kolei jest częścią systemu społecznego (zob. Rys. 1)²². Uwaga ta, choć wydawałoby się oczywista, ma jednak duże znaczenie i powinna stanowić także wskazówkę dla prawodawcy tworzącego prawo, jak i podmiotów je stosujących. Owa zależność bowiem oznacza, iż jakiegokolwiek zawirowania na rynku finansowym (systemie finansowym), będą rodzić określone skutki w sferze gospodarczej, a poprzez nią i społecznej.

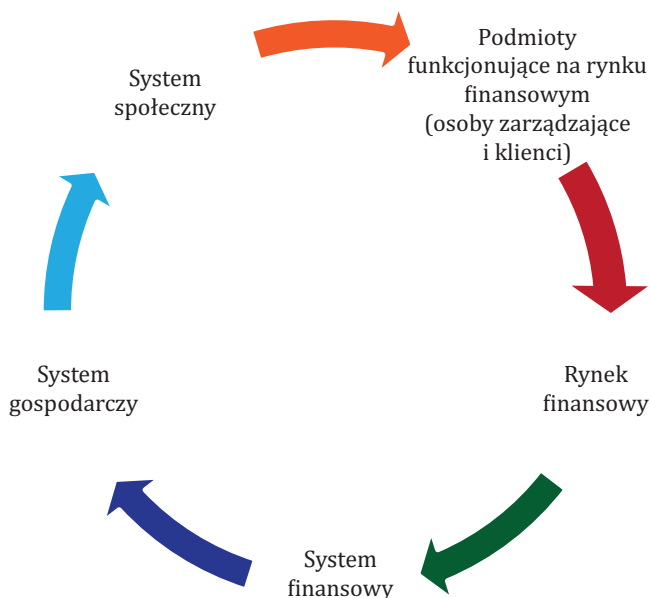
Za modelowy przykład omawianych relacji uznać należy kryzysy finansowe, jak chociażby amerykański kryzys *subprime* z 2008 roku, czy też kryzys strefy euro. I choć źródłem tego ostatniego upatruje się przede wszystkim w braku dyscypliny sektora finansów publicznych Grecji, to jednak należy przyznać, iż nie

¹⁹ Dyrektywa 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 23 września 2002 roku dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniająca dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE, Dz. Urz. UE 271/16 ze zm.

²⁰ D. Wojtczak, *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, op. cit., s. 15-23.

²¹ O systemie zob. S.J. Rittel, *Podręcznik obywatela Unii Europejskiej. Demokracja, rynek, giełda papierów wartościowych*, Wrocław 1998, s. 169.

²² Z. Polański, *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak [red.], *System finansowy w Polsce*, Warszawa 2006, s. 17.



Rys. 1. Rynek finansowy jako element systemu społecznego

Źródło: opracowanie własne

byłyby on możliwy, gdyby nie zbyt liberalne podejście wierzycieli finansujących zadłużenie tego kraju, a którymi okazały się instytucje finansowe²³. Natomiast w przypadku kryzysu amerykańskiego, poza czynnikami o charakterze makroekonomicznym oraz instytucjonalnym, duże znaczenie miały także przyczyny natury psychologicznej (behawioralne), które wpływały na takie, a nie inne zachowania uczestników rynku²⁴. Wszystkie wymienione czynniki doprowadziły do tego, że problemy rynku finansowego przeniosły się na funkcjonowanie gospodarki, a w dalszej kolejności na sytuację społeczeństw i tworzących je jednostek. Konieczne jest w tym miejscu zasygnalizowanie faktu, iż jednostki te stanowiły także kadry zarządzające, podejmujące decyzje dotyczące funkcjonowania instytucji finansowych, które obarczone zostały winą za wystąpienie kryzysu. I choć problem ten będzie jeszcze przedmiotem analizy w dalszej części pracy, to jednak już w tym miejscu należy wskazać na jego złożoność. Bowiern, czy to na początku łańcucha kryzysu, czy na jego końcu, zawsze stoi człowiek, który występować może w dwóch rolach. Zarządzającego instytucją finansową oraz powierzającego jej swoje oszczędności (konsumenta, klienta). Zarówno pierwszy, jak i drugi poddawany jest emocjom, które wpływają na ich zachowanie i decyzje. Dlatego tak ważne jest uwzględnienie tej specyfiki w procesie tworzenia i stosowania prawa,

²³ A. Sławiński, *Przyczyny globalnego kryzysu finansowego*, w: J. Osiński, S. Sztaba [red.], *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Warszawa 2009, s. 44-59.

²⁴ A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, w: *Bank i Kredyt*, 40 (4) 2009, s. 14.

normującego funkcjonowanie omawianego systemu finansowego, uznawanego za „mechanizm, dzięki któremu świadczy się usługi pozwalające na krążenie siły nabywczej w gospodarce”²⁵. Oznacza to, iż podstawową rolą rynków finansowych jest umożliwienie przepływów oszczędności od gospodarstw domowych do przedsiębiorstw. Owa **funkcja pośrednictwa** jest jedną z podstawowych i najstarszych²⁶. Powszechnie kojarzona była ona z rolą banków w gospodarce, które pełniąc rolę pośredników, łączyły potrzeby podmiotów posiadających nadwyżki kapitału z tymi, które wykazały na niego zapotrzebowanie, przy okazji przyczyniając się do wymienionych przepływów. Funkcja ta widoczna jest zresztą i w innych segmentach rynku, takich jak kapitałowym oraz ubezpieczeniowym, z tą jednak uwagą, że w ostatnim z wymienionych, co do zasady, mamy do czynienia z transferem ryzyka, któremu co prawda towarzyszy przepływ środków, będących w tym przypadku formą zapłaty za przejęcie tego ryzyka przez firmy ubezpieczeniowe²⁷.

Kolejną z funkcji przypisywanych rynkowi finansowemu, w szczególności sektorowi bankowemu jest **funkcja koncentracji kapitałów**. To dzięki niej bowiem możliwe jest łączenie oszczędności poszczególnych podmiotów, niekiedy niewielkich kwotowo, w kapitały o znacznej wartości, które realizując **funkcje alokacyjną**, wykorzystywane są w celu finansowania ważnych dla gospodarki przedsięwzięć. Jej stabilny rozwój nie byłby jednak możliwy bez niezakłóconego przepływu kapitałów, w czym pomocne są systemy rozliczeń i rozrachunku (ang. *clearing&settlement*), funkcjonujące przykładowo na rynku kapitałowym, a także bankowym i będące także przedmiotem zainteresowania prawodawcy²⁸.

²⁵ Ibidem.

²⁶ J. Szyrocki, *Finanse w gospodarce społeczno-rynkowej*, w: *Instrumenty finansowe w gospodarce rynkowej*, w: Zeszyt naukowy nr 129/93, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamieckiego, Katowice 1993, s. 15-16.

²⁷ Choć, co należy podkreślić, w ostatnich latach widoczna jest aktywności podmiotów ubezpieczeniowych także w innych segmentach rynku finansowego, które poszukując nowych form pomnażania kapitału, współpracować zaczynają z innymi podmiotami, jak na przykład bankami. Przykładem tego rodzaju współpracy jest między innymi *bancassurance*, stanowiący niemałe wyzwanie dla prawodawcy. Więcej na ten temat, w: B. Mrozowska, *Bancassurance – regulacje prawne i samoregulacja rynku*, w: *Prawo Asekuracyjne*, nr 3 2012, s. 30–47; E. Rutkowska-Tomaszewska, *Nieuczciwe praktyki na rynku bankowych usług konsumenckich*, Warszawa 2011, s. 166–169.

²⁸ Zob. Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, The Giovannini Group, Brussels, April 2003; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 roku w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012, OJ L 257/1; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 roku w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Tekst mający znaczenie dla EOG), OJ L 201/1; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 roku w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012, OJ L 337/1.

Dzięki nim rynek finansowy ma możliwość realizacji swojego kolejnego z zadań mieszczących się pod pojęciem **funkcji rozliczeniowej**. Jak wynika z powyższych rozważań, centralnym elementem konstruującym rynek jest kapitał, który jest na nim tworzony, koncentrowany, pożyczany oraz rozliczany. Nie można jednak zapominać, iż kapitał ten ulega licznym transformacjom tak pod względem kwot, jak i terminów (**funkcja rynku w zakresie zarządzania aktywami i pasywami**). To właśnie dzięki szeroko rozumianemu rynkowi finansowemu możliwe jest między innymi łączenie ze sobą tzw. krótkich pasywów z długimi aktywami, a więc w uproszeniu dopasowywanie depozytów krótkoterminowych z kredytami długoterminowymi, ale także „pożyczanie” emitentom akcji środków pieniężnych na długi okres przez inwestorów (zarówno tych korporacyjnych, jak i indywidualnych), czy wreszcie tworzenie funduszu ubezpieczeniowego z wpłat ubezpieczonych. Powyższych przykładów można by podać o wiele więcej. Za każdym razem mniej lub bardziej widoczne będą elementy tak charakterystyczne dla rynku finansowego, za które uznać należy **pieniądz i ryzyko**, a które omówione zostaną w dalszej części niniejszego rozdziału.

Zanim to jednak nastąpi, na podstawie poczynionych już uwag warto podjąć próbę zdefiniowania pojęć „systemu finansowego” oraz „rynku finansowego”, gdyż mimo swego ekonomicznego charakteru, funkcjonowanie ich osadzone jest w określonych ramach prawnych, uzależnionych od istniejącej w danym państwie kultury prawnej²⁹. Kultura prawna w połączeniu z regulacjami dotyczącymi systemu finansowego ma fundamentalne znaczenie dla stymulowania konkurencji w sektorze finansowym, zapewnienia jego stabilności, a także przejrzystości funkcjonowania³⁰. Podkreślić przy tym należy, iż nauka prawa wykształciła na swoje potrzeby własną definicję **systemu finansowego**, którym jest ogół norm prawnych określających zasady gromadzenia i rozdzielania środków pieniężnych, a które to normy prawne regulują również organizację organów państwowych i instytucji, których zadaniem jest gromadzenie zasobów pieniężnych³¹. Zwraca się także uwagę na fakt, że system taki winien być odnoszony do danego państwa, a także do okresu jego istnienia. Zadaniem tak pojmowanego systemu finansowego jest tworzenie zasad, na których opierać powinna się gospodarka³². Jako że system ten tworzony jest przez wiele podmiotów, jego budowę charakteryzuje zróżnicowanie pod względem funkcjonalnym i organizacyjnym. Elementami go

²⁹ Problematyka opisana w tym miejscu oparta została na rozważaniach szczegółowo omówionych w publikacji T. Nieboraka, pt. *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 41-50.

³⁰ T. Kozłowski, *Ochrona inwestorów a struktura systemu finansowego*, w: B. Polaszkiwicz, J. Boehlke [red.], *Ład instytucjonalny w gospodarce*, Tom II, Toruń 2006, s. 50.

³¹ A. Majchrzycka-Guzowska, *Finanse*, Warszawa 1991, s. 220; Zob. także N. Gajl, *Finanse i prawo finansowe*, Warszawa 1992, s. 28; T. Dębowska-Romanowska, *Pojęcie systemu finansowego państwa oraz jego części składowe*, w: W. Wójtowicz [red.], *Prawo finansowe*, Warszawa 1996, s. 25-27.

³² L. Kurowski, *System finansowy*, w: *Leksykon finansowo-bankowy*, Warszawa 1991, s. 438.

tworzącymi są tak zwane ogniwa systemu finansowego, na które składają się podmioty gospodarcze, zwane powszechnie instytucjami finansowymi³³.

Można więc stwierdzić, iż system finansowy to miejsce spotkania instytucji i rynków. Na tych ostatnich następuje transfer aktywów pomiędzy inwestorami a podmiotami chcącymi pomnożyć swoje oszczędności³⁴. Instytucje finansowe, wykorzystując swoje „alchemiczne zdolności”³⁵, przekształcają oszczędności gotówkowe deponentów (inwestorów) w fundusze długoterminowe, wykorzystywane następnie przez podmioty gospodarcze do przeprowadzania niezbędnych dla nich inwestycji. Zasady dotyczące funkcjonowania całego systemu finansowego, a także jego uczestników określone są przepisami prawa, odnoszącymi się zarówno do inwestycji przeprowadzanych na rynkach krajowych, jak i międzynarodowych. Przepisy te składają się z kolei na określony system regulacyjny rynku finansowego, którego funkcjonowanie i oddziaływanie wynika ze ściśle określonych przesłanek, wypracowanych zarówno przez praktykę, jak i naukę.

Rynek finansowy definiowany może być na wiele sposobów, między innymi jako miejsce rozliczania rozmaitych transakcji, a także jako źródło finansowania działalności gospodarczej. Nie jest on tworem monolitycznym, a do jego najczęściej wymienianych elementów składowych należą: rynki pieniężne, rynki kapitałowe i rynki walutowe (definiowane także jako specyficzna forma rynku pieniężnego)³⁶. Prezentowana jest także teza, iż wymienione elementy występują pod pojęciem „rodzajów rynków finansowych”, co wskazuje na pewną umowność pojęcia „rynek finansowy”³⁷. Zróżnicowanie to wynika z odmienności aktywów (takich jak waluty, akcje, udziały itp.) będących przedmiotem obrotu na tychże rynkach, a także podmiotów na nim funkcjonujących³⁸. Dlatego też mówiąc o rynku finansowym, należy mieć na uwadze zarówno jego **aspekt przedmiotowy**, jak i **podmiotowy**. Owa różnica zauważalna jest w definicjach rynku finansowego zaproponowanych przez P. Zapadkę i L. Górala. Pierwszy z nich definiuje rynek finansowy „jako ogół działań o charakterze ekonomicznym i związanych z tym czynności prawnych, dokonywanych między przedsiębiorcami, przy użyciu instrumentów finansowych i za pośrednictwem wyspecjalizowanych instytucji rynku finansowego, których przedmiotem jest przepływ i alokacja środków

³³ J. Harasimowicz, *Ogniwa finansów*, w: *Leksykon finansowo-bankowy*, Warszawa 1991, s. 269; Zob. także A. Majchrzycka-Guzowska, *Finanse*, op. cit., s. 221-222.

³⁴ R. Henderson, *European finance*, London 1993, s.168.

³⁵ P. Coggan, *Money, money, money... czyli jak działa londyńskie City*, Londyn 1991, s. 12.

³⁶ Zob. Reuters, *Rynek walutowy i pieniężny. Wprowadzenie*, Kraków 2001, s. 9-11; Por. W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Vol. I, Warszawa 2001, s. 12.

³⁷ M. Górski, *Rynkowy system finansowy*, Warszawa 2007, s. 255-258; Zob. także M. Markiewicz, *System finansowy i walutowy*, w: E. Pietrzak, M. Markiewicz [red.], *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Gdańsk 2006, s. 22-26.

³⁸ A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Warszawa 2006, s. 11-15.

finansowych³⁹. Z kolei L. Góral pojmuje rynek finansowy „jako zespół urządzeń (instytucji prawnych) powiązanych w sposób nadający mu pewną strukturę wyodrębnioną ze względu na funkcje, które on spełnia w gospodarce. Nie jest to tylko miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy, lub też ogół transakcji papierami wartościowymi będącymi instrumentami udzielania kredytów. Tak definiowany mógłby być tylko rynek usług finansowych. Dopiero uwzględnienie, regulowanej przepisami prawa, organizacji i zadań publicznoprawnych instytucji ochrony tego rynku, kategorii podmiotów działających na tym rynku i zasad jego funkcjonowania sprawia, że mamy do czynienia z rynkiem finansowym jako instytucją prawną, a więc pojęciem będącym myślowym odzwierciedleniem i całościowym ujęciem istotnych cech zjawisk regulowanych przez prawo. Pominięcie tej grupy wynika z dość uproszczonej metody definiowania rynku finansowego poprzez określenie tylko jego strony podmiotowej a nie przedmiotowej. Na rynek finansowy można bowiem spojrzeć, jak zostało to już wykazane, zarówno w ujęciu podmiotowym jako na miejsce gdzie za pomocą transakcji dokonuje się przepływu pieniądza od podmiotów posiadających nadwyżki środków (oszczędności) do podmiotów chcących je zagospodarować, czyli zmienić w aktywa realne, lub też w ujęciu przedmiotowym tzn. jako określone zobowiązanie finansowe lub inaczej roszczenie majątkowe kapitałodawcy w stosunku do kapitałobiorcy⁴⁰.

Opierając się na zaprezentowanych definicjach, stwierdzić należy, iż w niniejszej pracy rynek finansowy rozumiany jest szeroko i obejmuje swym zakresem definicyjnym zarówno stronę przedmiotową, jak i podmiotową, będąc tym samym **miejscem spotkania się podaży i popytu na pieniądz (kapitał)**, gdzie określone rodzaje podmiotów gospodarczych przy wykorzystaniu odpowiedniej **infrastruktury** podejmują ogół działań o charakterze ekonomicznym i związanych z nimi czynności prawnych, przyjmujących postać określonych **instrumentów finansowych**, wykorzystywanych zarówno w interesie tych instytucji, jak i ich klientów (np. konsumentów), których ostatecznym celem powinno być zwiększenie wartości zainwestowanego kapitału. W proponowanej definicji „rynku finansowego” nacisk położony został po pierwsze – na relacje, jakie istnieją pomiędzy podażą i popytem na pieniądz oraz po drugie – na cel działań podmiotów gospodarczych, którym jest zwiększenie wartości uzyskanych środków finansowych. Podkreśla ona także konieczność postrzegania rynku finansowego z perspektywy zarówno podmiotowej, jak i przedmiotowej. W pierwszym przypadku kojarzona powinna ona być przede wszystkim z podmiotami obecnymi na rynku, a więc przede wszystkim z instytucjami finansowym oraz ich klientami, ale

³⁹ P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, w: Bank i Kredyt, nr 1 2002, s. 28.

⁴⁰ L. Góral, *Opinia do projektu ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym* (druk nr 654), Biuro Analiz Sejmowych, Warszawa 2006, s. 2.

także z infrastrukturą (rozliczeniową, rozrachunkową), bez której istnienia nie byłoby możliwe korzystanie z przedmiotowej części rynku, utożsamianej w instrumentami finansowymi. I choć w rozważaniach szczególną uwagę zwraca się na podmioty bezpośrednio zaangażowane w realizację funkcji przypisywanych rynkowi finansowemu, to jednak nie można zapominać o roli, jaką odgrywają na nim organy nadzoru finansowego, instytucje o charakterze gwarancyjnym, a także bank centralny⁴¹.

Zaproponowane zdefiniowanie rynku finansowego i umiejscowienie jego w szerszym kontekście systemowym, wymaga jeszcze uwzględnienia jednego aspektu, a mianowicie wskazania na elementy, którym zazwyczaj nie poświęca się większej uwagi w dyskusjach o istocie rynku, a które ze względu na koncepcję niniejszej pracy wymagają przybliżenia. Są nimi **wartości**, które stanowią podstawową przesłankę aktywności prawodawcy na rynku finansowym. Bez ich określenia i zrozumienia trudno bowiem mówić o racjonalnym jego działaniu. Oczywiście jest, iż wartości te będą zmienne w danym miejscu i czasie. Mimo tego podjąć należy próbę wskazania na te z nich, które uznać można za ponadczasowe, uniwersalne i niejako rozumiejące regulowaną materię. W opinii autora za fundamentalną wartość rynku finansowego uznane musi być **zaufanie** do niego. Stanowi ono bowiem esencję wszystkich innych wartości. Zanim jednak teza ta zostanie udowodniona, zaprezentowana zostanie koncepcja, która stanowić będzie motyw przewodni dalszych rozważań, a opierająca się na założeniu, iż **rynek finansowy zawsze stanowi element systemu społecznego** i z tej perspektywy musi być on ujmowany w procesie tworzenia i stosowania prawa go dotyczącego.

3. Rynek finansowy jako element systemu społecznego

W ocenie autora rynek finansowy musi zawsze być rozpatrywany w szerszej perspektywie, która dostrzega jego powiązanie z systemem społecznym danego państwa (czy też podmiotu publicznoprawnego, takiego jak Unia Europejska). Wynika to z zależności, zaprezentowanych powyżej, w tym w szczególności z faktu, iż rynek finansowy jako specyficzna forma rynku towarowego⁴², za podstawę swej działalności ma **pieniądz**, który będą najczystszy zjawiskiem społecznym⁴³, z jednej strony wpływa na postawy (zachowania) człowieka, z drugiej strony jest od nich uzależniony. „Pieniądz, podobnie jak prawo istnieje dlatego, że ludzie żyją w grupach, a nie w odosobnieniu”⁴⁴. Jest on ściśle sprzężony z zachowaniami spo-

⁴¹ W literaturze określani bywają oni w sposób opisowy jako „strażnicy finansów”, zob. J.R. Barth, G. Capiro Jr., R. Levine, *Guardians of Finance. Making Regulators Work for Us*, Cambridge 2012.

⁴² C. Kosikowski, *Rynek finansowy*, w: B. Hołyst, E. Smoktunowicz [red.], *Wielka encyklopedia prawa*, wyd. 2, Warszawa 2005, s. 891.

⁴³ G. Simmel, *Filozofia pieniądza*, Poznań 1997, s. 141 i nast.

⁴⁴ L. Balcerowicz, *Jakość pieniądza*, w: *Wprost*, nr 1143 2004, s. 58.

łecznymi i dlatego jego analiza prawna wymaga uzupełnienia o analizę ekonomiczną oraz socjologiczną. W tym ostatnim bowiem ujęciu, pieniądź uznawany jest za ideę opartą przede wszystkim na **zaufaniu społecznym**⁴⁵. Bez niego pieniądź nie mógłby realizować swych funkcji ekonomicznych, a więc służyć dokonywaniu transakcji, określaniu wartości, a także akumulowaniu (tezauryzowaniu tejeże wartości) w formie oszczędności. Oszczędności tworzonych przez człowieka i będących zarazem podstawą do dalszej kreacji pieniądza za pomocą kredytów. Pieniądź istnieje w pewnym sensie w mentalności człowieka, za pomocą której pewne dobra w danym okresie historii są dla niego pieniądzem, podczas gdy inne nim nie są⁴⁶. Co więcej, to prawo – zarówno stanowione, jak i zwyczajowe – normuje co w określonej chwili, w ramach określonej społeczności jest pieniądzem. Przykładem tego są nowe jego formy, ujmowane w ramy prawne, w tym przede wszystkim pieniądź elektroniczny⁴⁷.

Jak się słusznie uważa „odkrycie pieniądza, jak i późniejsza ewolucja jego form jest rezultatem rozwoju człowieka w płaszczyźnie społecznej i gospodarczej”⁴⁸. Pieniądź pojawił się, aby ułatwić relacje między ludźmi⁴⁹. Pieniądź jest wytwo-

⁴⁵ D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, Warszawa 2013, s. 39-40.

⁴⁶ Warto w tym miejscu wskazać na prace A. Gąsiorowskiej, *Psychologiczne znaczenie pieniędzy. Dlaczego pieniądze wywołują koncentrację na sobie?*, Warszawa 2014 oraz A. Borcucha, *Pieniądź w ekonomii i socjologii*, Warszawa 2010.

⁴⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 roku w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE, L 337/35; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/110/WE z dnia 16 września 2009 roku w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością, zmieniająca dyrektywy 2005/60/WE i 2006/48/WE oraz uchylająca dyrektywę 2000/46/WE, OJ L 267/7; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 924/2009 z dnia 16 września 2009 roku w sprawie płatności transgranicznych we Wspólnocie oraz uchylające rozporządzenie (WE) nr 2560/2001, OJ L 226/11; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 260/2012 z dnia 14 marca 2012 roku ustanawiające wymogi techniczne i handlowe w odniesieniu do poleceń przelewu i poleceń zapłaty w euro oraz zmieniające rozporządzenie (WE) nr 924/2009, OJ L 94/22; Zob. także R. Janowicz, R. Klepacz, *Pieniądź elektroniczny na świecie*, Warszawa 2002, s. 11 i nast.; A. Maśląg, *Pieniądź elektroniczny*, w: *Materiały i Studia*, nr 127, NBP, Warszawa 2001, s. 3 i nast.; R. Kaszubski, P. Widawski, *Pieniądź elektroniczny – znaczenie pojęcia*, w: *Glosa*, nr 3 2004, s. 10; S.K. Misra, R.G. Javalgi, Robert F. Scherer, *Global electronic Money and related issues*, w: *Review of Business*, Vol. 25 2004, s. 15; B.J. Cohen, *Electronic Money: New day or false dawn?*, w: *Review of International Political Economy*, Summer 2001, s. 202 i nast.; C. Goldfinger, *Intangible Economy and Electronic Money*, w: *The Future of Money*, OECD, Paris 2002, s. 87 i nast.; Zob. także J. Grodzicki, *Karty płatnicze i pieniądź elektroniczny a pieniądź gotówkowy*, w: *Glosa*, nr 1 2002; A. Stosio, *Pieniądź elektroniczny – cywilnoprawna analiza pojęcia (I)*, w: *Przegląd Prawa Handlowego*, nr 6 2002; W. Srokosz, *Istota prawna pieniądza elektronicznego*, w: *Prawo Bankowe*, nr 12 2002; J. Masiota, *Elektroniczne instrumenty płatnicze. Komentarz*, Warszawa 2004.

⁴⁸ S. Patrycki, *Zarys teorii socjologii gospodarki*, Lublin 2004, s. 93.

⁴⁹ W. Bloom, *Pieniądże, serce i umysł*, Warszawa 1995, s. 26.

rem indywidualnych i zbiorowych emocji⁵⁰. Z tego też względu, niejednokrotnie definiuje się go jako jakiegokolwiek dobro, które ludzie są skłonni zaakceptować w wymianie za towary i usługi⁵¹.

Arystoteles, pisząc o pieniądzu, podkreślał społeczny wymiar jego wartości. Pieniądz – zdaniem Arystotelesa – sam w sobie nie posiada wartości użytkowej, ewentualnie w bardzo ograniczonym zakresie. Nabywa ją dopiero w toku wymiany. W swym dziele pt. *Polityka* Arystoteles pisał, iż „pieniądz to czcze słowo, że wartość jego jest tylko na postanowieniu prawnym oparta, z natury zaś żadna, bo jeśli go zmieniają ci co go używają, to traci wszelką wartość i nie można go użyć do zaspokojenia jakichkolwiek potrzeb”⁵². Wskazuje on tym samym, iż to, czy dane dobro będzie uznane za pieniądz, uzależnione jest przede wszystkim od postanowienia prawnego – współcześnie ustawodawcy, a w przeszłości zwyczajau. Bowiem, jak zauważa F. Młynarski, pieniądz powstaje dopiero wówczas, gdy jedno z dóbr pełniących funkcję środka wymiany nie tylko wyprze inne, ale utrwali się w tej funkcji, a tym samym stanie się narzędziem powszechnie w danej grupie używanym, ponieważ jego rolę uświęca prawo zwyczajowe. Wiąże się z tym ważna zmiana psychologiczna⁵³. Dotyczy ona także postrzegania danego pieniądza przez wykorzystującą go grupę społeczną. To jej zaufanie wpływa na wartość pieniądza, jego siłę nabywczą, przyznawaną mu ze względu na jego stosunek do innych dóbr majątkowych, towarów. Z tego też względu istotna jest nie tyle sama jego forma, ile substancja (*pecunia vis est non est materia*)⁵⁴. M. Friedman uważa, iż pieniądz zawdzięcza swój fenomen akceptacji przez społeczeństwo pewnej fikcji. Fikcja ta nie jest jednak tworem ulotnym, niestabilnym, a jej moc wynika z powszechnej potrzeby posiadania przez ludzi wspólnego pieniądza⁵⁵. Pieniądz jest czymś, co znajduje powszechną akceptację i może być wymienione na dobra i usługi. Jego akceptacja wynika z ucieleśnianej przez niego siły nabywczej, która wykorzystywana jest w procesie zakupu (wymiany) innych dóbr i usług⁵⁶. Z socjologicznego punktu widzenia kluczową rolę w funkcjonowaniu pieniądza odgrywa pojęcie tzw. iluzji pieniądza, którą definiuje się jako wiarę obywateli w swój pieniądz⁵⁷.

⁵⁰ D. Korenik, S. Korenik, *Podstawy finansów*, Warszawa 2004, s. 35-42.

⁵¹ R. LeRoy Miller, D.D. Van Hoose, *Essentials of Money, Banking, and Financial Markets*, New York 1997, s. 4.

⁵² Arystoteles, *Polityka*, Ks. I 3, 14-18, Warszawa 2002, s. 34.

⁵³ F. Młynarski, *Pieniądz i gospodarstwo pieniężne*, Kraków 1947, s. 18. Zob. także A. Furnham, M. Argyle, *The Psychology of Money*, London 1998; C. Lapavitsas, *Social Foundation of Markets, Money and Credit*, London 2003.

⁵⁴ Problematyka natury pieniądza omówiona została szerzej w artykule T. Nieboraka, *Pecunia vis est non est materia – rozważania nad prawną naturą pieniądza*, w: P. Wiliński, O. Krajniak, B. Guzik [red.], *Prawo wobec wyzwań współczesności*, Prace Naukowe WPiA UAM, Tom IV, Poznań 2007, s. 223-232. Część z zaprezentowanych tam tez przytoczono w niniejszej publikacji.

⁵⁵ M. Friedman, *Money Mischief*, New York 1992, s. 10.

⁵⁶ Ibidem, s. 16.

⁵⁷ J. Górniak, *Pieniądz*, w: *Encyklopedia Socjologii*, Tom III, Warszawa 2000, s. 108.

G. Schmoelders uważa, iż wiara w pieniądź „to nic innego jak wartość pieniądza, rozumiana jako ogólne, nieindywidualne oszacowanie jednostki pieniężnej na skali wspólnoty; wartość pieniądza jest świadomością obowiązywania przyrzeczenia wartości ucieleśnionego w pieniądzu”⁵⁸. Element wiary zawiera chociażby nazwa jednego ze współcześnie wyróżnianych rodzajów pieniądza – pieniądza fiducyjnego (łac. *fides* – wiara), opartego na zaufaniu. Mówiąc o pieniądzu rozpatrywanym w aspekcie psychologiczno-społecznym, posługujemy się najczęściej kategoriami: **wiary (zaufania) i wartości**. Z całą pewnością to wartość danego dobra decyduje o używaniu go jako pieniądza. Oczywiście ekonomiści dodadzą w tym miejscu, iż innymi cechami, jakie musi ono spełniać są jego trwałość, podzielność, rzadkość oraz jednorodność. Jednak to wartość, a w zasadzie wiara w tę wartość, ma decydującą rolę w klasyfikowaniu określonego dobra jako pieniądza. O wartości wspomina także A. Smith. Według niego zasady, jakimi kierują się ludzie przy wymianie dóbr za pieniądze lub za inne dobra, określają to, co nazywane jest względną lub zamienną wartością dóbr⁵⁹. Zdaniem G. Simmela „pieniądz ucieleśnia wyabstrahowaną z wartościowych przedmiotów wartość ekonomiczną, podobnie jak w wypadku dźwięku słów, będących wprawdzie zjawiskiem akustyczno-fizjologicznym, posiadającym jednak całe swe znaczenie dla nas tylko w wewnętrznym przedstawieniu, które niosą i symbolizują”⁶⁰. Istota pieniądza zawiera się bowiem w naszych odczuciach, myślach. Wierzmy, stwarzamy pewną fikcję, iż pewne dobro jest dla nas pieniądzem, ponieważ posiada ono dla nas pewną wartość. Wartość ta przejawia się natomiast w możliwości nabywania innych dóbr (usług) niezbędnych nam do przeżycia. Tego rodzaju zależność dotyczyć musi jednak pewnej szerszej grupy społecznej, dla której dane dobro będzie także posiadało wartość i w związku z tym wykorzystywane będzie jako pieniądz. Dlatego tak ważne są myśli i odczucia na temat pieniądza⁶¹.

Podsumowując dotychczasowe rozważania, pieniądź z całą pewnością uznać należy za siłę, która kształtuje ludzkie związki i stanowi twórczy nośnik relacji międzyludzkich⁶², a wykorzystywany jest jako abstrakcyjna miara wartości. Jest on tak jak każda inna miara wartości (metr, kilogram, funt) bytem abstrakcyjnym, zmaterializowanym w postaci określonego dobra⁶³. Dobra, które ze względu na swego rodzaju umowę społeczną jest wykorzystywane i akceptowane w ramach „akceptującej tę umowę” społeczności, funkcjonujących w ramach grup etnicznych, narodów, państw (wspólnot). Spotkać można się nawet z poglądem, iż „pieniądz

⁵⁸ Cyt. za ibidem, s. 108.

⁵⁹ A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, Tom I, Warszawa 1938, s. 37.

⁶⁰ G. Simmel, *Filozofia pieniądza*, op. cit., s. 82.

⁶¹ H. Ganssmann, *Doing Money. Elementary monetary theory from a sociological standpoint*, London 2012, s. 23-61.

⁶² D. Korenik, S. Korenik, *Podstawy finansów*, op. cit., s. 42 i nast.

⁶³ Zob. F. Zweig, *Rola teorii wartości w systemie ekonomji*, w: *Czasopismo Prawnicze i Ekonomiczne*, nr 1-4 1920, s. 44-67.

to umowa – kontrakt – najbardziej wolna, najbardziej podstawowa ze wszystkich możliwych umów⁶⁴. Funkcjonowanie wspomnianych wspólnot, normowane jest z kolei przez prawo, które nie pozostaje obojętne także na kwestię pieniądza, która to stanowi o funkcjonowaniu wspomnianych społeczności. Z tego też względu, w obrębie danej grupy istnieje prawo (np. zwyczajowe), które uznaje określone dobro za pieniądz. Bowiem jak pisał J.J. Rousseau prawo opiera się na umowach⁶⁵. Ważnym jest przy tym kreowanie powszechnej akceptowalności pieniądza, która opiera się na wierze (zaufaniu) danej społeczności w jego wartość.

3.1. Zaufanie jako podstawowa wartość rynku finansowego

Analizując instytucję rynku finansowego oraz dotyczących jego regulacji, nie sposób nie zauważyć, iż jednym z najczęściej wymienianych w ostatnim czasie pojęć związanych z tą tematyką jest „zaufanie”. W dyskusjach, publikacjach i przede wszystkim aktach prawnych czytamy o: „utraconym zaufaniu uczestników rynku”, „banku jako instytucji zaufania publicznego”, „zaufaniu jako elemencie utrzymania stabilności” itp. Występuje ono więc w najróżniejszych konstelacjach i niekiedy można mieć wrażenie, iż przytaczane jest mechanicznie, bezrefleksyjnie. Być może wynika to z faktu, iż każdy z nas intuicyjnie wyczuwa istotę zaufania, wykazując naturalną potrzebę do kreowania warunków, w których będzie ono obecne i dominujące. Jednakże ta sama natura ludzka, która poszukuje owego zaufania, jest także źródłem sytuacji w niego godzących, których liczne przykłady odnajdujemy na rynku finansowym. Mimo tego, iż prawodawca stawiający sobie za cel ochronę podstawowej wartości tego rynku, za jaką w tej pracy uznane zostało właśnie zaufanie, tworzy regulacje mające temu służyć, w rzeczywistości nie zostaje on osiągnięty w pełni. Nie jest to oczywiście realne, gdyż dynamika rynku, a przede wszystkim zachowanie ludzkie nie jest możliwe do uregulowania w pełni. Podejmować należy jednak trud budowania zaufania, co jest procesem długotrwałym i wymagającym wysiłku. Jednocześnie efekt jego, tj. zaufanie, może być niezwykle szybko zniweczony. Prawidłowość ta choć wydawać mogłaby się powszechnie znana, nie zawsze zauważana jest przez podmioty bezpośrednio lub pośrednio zaangażowane w proces tworzenia i stosowania prawa. Dlatego w rozważaniach na jego temat nie powinno zabraknąć refleksji nad naturą samego zaufania, który to termin był już wielokrotnie przytaczany w niniejszej publikacji. Co więcej, należy wskazać na szerszy – kulturowy i społeczny aspekt, posiłkując się przy tym wynikami badań przedstawicieli innych nauk. W tym w szczególności socjologii, która bada sposób i funkcjonowanie społeczeństwa, na które wpływ mają przyjmowane regulacje prawne. Te ostatnie kreowane „w odpowiedni sposób” oddziałują na zachowania,

⁶⁴ D.R. Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli, *Ekonomia*, Gdańsk 1992, s. 173.

⁶⁵ J.J. Rousseau, *O umowie społecznej*, Warszawa 2002, s. 6.

postawy członków społeczeństwa, tym także na budowanie w nich zaufania do państwa, jego instytucji, ale także i rynku finansowego, który bez niego w zasadzie nie mógłby funkcjonować. Zaufanie jest bowiem traktowane jako integralny element kapitału społecznego, a przez niektórych badaczy (N. Luhmana) wręcz jako kapitał⁶⁶. Ujmowane jest ono także jako akt intencjonalny, polegający na emocjonalnym odnośnieniu się do drugiego człowieka, wykreowanym na wiedzy o nim⁶⁷. Za K. Żądło przytoczyć można i inną jego definicję, autorstwa B.J. Roterera, który definiował zaufanie poprzez wiarę, nadzieję lub poczucie, zakorzenione głęboko w osobowości, wyrastające z indywidualnego, wczesnego rozwoju psychospołecznego⁶⁸.

Wielość definicji zaufania stanowi potwierdzenie fascynacji nim przedstawicieli nauki, która trwa od stuleci. Wymienić w tym miejscu można chociażby T. Hobbesa, J. Locka, A. Smitha, A. Fergusona, a także G. Simmla, jako prekursorów debaty na jego temat. Ostatnie dwa dziesięciolecia to czas dyskursu o zaufaniu i dynamicznego zainteresowania się nim przez naukę socjologii, reprezentowaną w tym względzie przez m.in. N. Luhmanna, B. Barbera, F. Fukuyamę, B. Misztal oraz P. Sztompkę, zdaniem którego socjologiczne badania nad zaufaniem uzyskały zauważalną autonomię w porównaniu z zainteresowaniami psychologii społecznej, ekonomii, a także politologii, budując w tym względzie swój warsztat oparty między innymi na empirii⁶⁹. Opierając się na dziele pt. *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*⁷⁰, autorstwa ostatniego z wymienionych powyżej badaczy, przybliżona zostanie istota zaufania. Ze względu na rozległość i wielowątkowość problematyki, zaprezentować należy najważniejsze elementy zaufania, które zdaniem autora powinny być brane pod uwagę przez prawodawcę w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, bez którego to procesu, podobnie jak i zaufania, niemożliwy byłby rozwój ekonomiczny⁷¹.

Zaufanie ujmowane jest jako swoista odmiana więzi moralnej pomiędzy konkretnymi osobami, która odnoszona jest do kategorii **więzi społecznej**. Wiąż ta istnieje pomiędzy konkretnymi osobami, a więc tą udzielającą zaufania oraz tą, która jest lub nie jest wiarygodną, spełnia lub nie spełnia oczekiwania formułowane pod jej adresem przez ufającego⁷². Relacja ta, jak i inne, stanowi elementarne tworzywo ludzkiej egzystencji, którą cechuje zarówno to iż jest społeczna, odniesiona do innych, ale także to, że jest aktywnie skierowana ku przyszłości. Dlatego chcąc zrozumieć istotę społecznej egzystencji, konieczne jest poznanie

⁶⁶ N. Luhmann, *Trust and Power*, New York 1980, s. 64.

⁶⁷ J. Filipek, *O zaufaniu i pseudozaufaniu w przestrzeni gospodarczej*, w: *Prakseologia* nr 143 2003, s. 59.

⁶⁸ K. Żądło, *O wartości zaufania. Komunikacja i budowa zaufania a rynkowa wartość przedsiębiorstwa*, Warszawa 2014, s. 84.

⁶⁹ P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, Kraków 2007, s. 11.

⁷⁰ *Ibidem*.

⁷¹ T. Zaleśkiewicz, *Psychologia ekonomiczna*, Warszawa 2012, s. 394.

⁷² P. Sztompka, *Socjologia. Analiza społeczeństwa*, Kraków 2012, s. 346.

kategorii klucza, którym jest zaufanie⁷³. Współcześnie odnoszone jest ono coraz częściej nie tylko do postaw jednostki, ale raczej do relacji międzyludzkich. Jego znaczenie związane jest między innymi z cechami charakteryzującymi naszą rzeczywistość, a którymi są złożoność, niepewność, także ryzyko, będące owocami postępującego procesu globalizacji. I choć kojarzą się one z niebezpieczeństwem, to stanowią zarazem impuls do działania, do podejmowania wyzwań, których rezultaty widoczne będą w przyszłości. Wynika z powyższego, iż w dyskusji na temat zaufania na pierwszy plan wysuwają się dwa ważne elementy: działania w relacji do drugiego podmiotu i zorientowania na przyszłość. Zaufanie stanowi tym samym remedium na strach, jakie rodzic mogą niepewność i ryzyko. Swego rodzaju trzecią orientację, „podstawową strategię radzenia sobie z niepewnością i niemożnością kontrolowania przyszłości”⁷⁴. Za P. Sztompką zaufanie zdefiniować można jako „zakład podejmowany na temat niepewnych, przyszłych działań innych ludzi”⁷⁵. Zakład odnoszony jest przez autora do materializacji przekonań w działaniu, aktywnym zmierzeniem się z przyszłością poprzez podjęcie działań pociągających za sobą częściowo niepewne i niemożliwe do kontrolowania konsekwencje. Tym samym zaufanie to nie tylko samo przekonanie, ale przekonanie w połączeniu z opartym na nim działaniem. „Zaufanie to szczególny, ludzki pomost do niepewnego, przyszłego świata, w którym centralną rolę odgrywają inni ludzie. Nie mogę na ten pomost nie wejść, bo inni, choć niepewni w swoich intencjach czy reakcjach, są mi potrzebni”⁷⁶. Dlatego też decydujemy się na „podejmowanie zakładów”, działając w relacji z innymi, licząc na pozytywny ich efekt. Widać więc, iż istnienie tego stanu zaufania jest niczym iskra, która uruchamia cały łańcuch reakcji międzyludzkich, pobudzając przy tym do działania, budowania przyszłości. Bez podjęcia owego wyzwania, powiedzielibyśmy – dawania kredytu zaufania, ludzkość stałaby w miejscu, nie rozwijałaby się. Za T. Yamagishi możemy więc stwierdzić iż zaufanie jest niczym ewolucyjna gra umysłu i społeczeństwa⁷⁷. Umożliwia ona naszą orientację na przyszłość, mimo tego iż działania człowieka uzależnione są w dużej mierze od okoliczności przyszłych, na które nie ma on wpływu. Co więcej, ich efekt może być dla niego szkodliwy. Mimo tego **ryzyka**, każdego dnia podejmujemy grę, czynimy zakłady, stawiając na takie lub inne zachowania naszych partnerów, obdarzając lub odmawiając im zaufania. Wspomniane ryzyko intensyfikuje się wraz ze wzrostem liczby naszych potencjalnych partnerów, ich zróżnicowaniem, a więc rozszerzaniem się, komplikowaniem środowiska społecznego, w którym funkcjonujemy⁷⁸. A w takim obecnie przeszło

⁷³ P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, op. cit., s. 11-12.

⁷⁴ Ibidem, s. 69.

⁷⁵ Ibidem, s. 69-70.

⁷⁶ Ibidem, s. 72.

⁷⁷ T. Yamagishi, *Trust. The Evolutionary Game of Mind and Society*, Tokyo 2011.

⁷⁸ P. Sztompka, *Socjologia. Analiza społeczeństwa*, op. cit., s. 129.

nam żyć. Spotkać można się ze stwierdzeniem, iż globalizacja wręcz niszczy zaufanie, poprzez podważenie lub osłabienie wszystkich czynników sprzyjających kreacji silnego i powszechnego zaufania społecznego, poprzez utrudnianie kalkulacji, ocenę wiarygodności osób, ról społecznych, organizacji, instytucji. Godzi to w budowę klimatu, kultury zaufania⁷⁹.

W budowie tej ostatniej ważną rolę mają do odegrania podmioty stojące na straży zobowiązań, kontrolujące i egzekwujące wiarygodność, a więc i prawodawca. Kreując prawo normujące działanie rynku finansowego oparte na wartości, jaką jest zaufanie, musi on minimalizować elementy w nie godzące. Jednym z nich jest z całą pewnością nadmierne ryzyko. Doskonale ową zależność oddaje stwierdzenie jednego z badaczy zaufania, N. Luhmanna, według którego „zaufanie stanowi rozwiązanie dla szczególnego rodzaju problemów związanych z ryzykiem”⁸⁰. Samo ryzyko jest w swej istocie podobne do zaufania. Zdaniem P. Sztompki bowiem jest ono także zorientowane na przyszłość, ma ono swe źródło w zjawiskach przyrodniczych (a więc kreowanych przez *homo sapiens*), zakłada niepewność związaną z wystąpieniem w przyszłości niepożądanego stanu świata, a także częściową niemożność zapobieżenia takiemu rozwojowi wypadków i w końcu wynika z zaangażowania jednostki⁸¹. Tym samym „sytuacje wiążące się z zaufaniem stanowią podklasę sytuacji związanych z ryzykiem. Są to sytuacje, w których ryzyko, które się podejmuje, zależy od poczynań innych jednostek”⁸². Obdarzenie zaufaniem oznacza zdaniem cytowanego autora niejako zawieszenie, pominięcie, „wzięcie w nawias” ryzyka, działanie jakby ryzyko nie istniało⁸³. Proces ten uznać należy za element kreacji kultury zaufania, która stanowi prawdziwe wyzwanie w dobie jego uniwersalizacji globalizacji, instytucjonalizacji oraz refleksyjności⁸⁴.

Omawianie fenomenu zaufania wymaga więc odniesienia jego do tzw. **kultury zaufania**, którym to pojęciem zwykło się określać kulturowo sankcjonowany, uogólniony „klimat” zaufania⁸⁵, niezbędny do funkcjonowania społeczeństwa.

⁷⁹ P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, op. cit., s. 382. Choć należy zaznaczyć, iż autor ten dostrzega także i pozytywne strony opisywanego procesu, takie jak: reorganizację podstaw zaufania, „oswajanie obcości”, czy też umacnianie wspólnot lokalnych: etnicznych, regionalnych, religijnych.

⁸⁰ N. Luhmann, *Familiarity, confidence, trust: problems and alternatives*, w: D. Gambetta [red.], *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Oxford 1988, s. 95. Cyt. za P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, op. cit., s. 80.

⁸¹ P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, op. cit., s. 81.

⁸² J. Coleman, *Foundations of Social Theory*, Cambridge, 1990, s. 91. Cyt. za P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, op. cit., s. 83.

⁸³ P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, op. cit., s. 83.

⁸⁴ A więc przykładowo: powszechności katastrof, kryzysów finansowych, obejmowaniem przez ryzyko całych segmentów gospodarki (ryнку finansowego), a także efekty uboczne innych działań ludzkich – tzw. bumerangowy efekt działań ludzkich (wzrost ubóstwa wskutek niewypłacalności wynikającej z niespłaconych kredytów). Na ten temat więcej, w: P. Sztompka, *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, op. cit., s. 97.

⁸⁵ P. Sztompka, *Socjologia. Analiza społeczeństwa*, op. cit., s. 348.

W dyskusji na jej temat podkreśla się dwie grupy czynników na nią wpływających. Pierwsza z nich zawiera się w tradycji i dziedzictwie historycznym. Druga z kolei to tzw. kontekst strukturalny, tworzony przez⁸⁶:

- 1) stabilność normatywną wpływającą na bezpieczeństwo egzystencjalne poprzez które kreowane jest uogólnione zaufanie typu aksjologicznego lub opiekuńczego;
- 2) przejrzystość organizacji społecznej;
- 3) trwałość porządku społecznego;
- 4) podporządkowanie władzy regułom prawa;
- 5) konsekwentne realizowanie uprawnień i egzekwowanie obowiązków przez niezależne instytucje, chroniące zagrożone uprawnienia (np. sądy), a także wymuszające realizacje określonych obowiązków (np. organy nadzoru nad rynkiem finansowym).

Wszystkie z wymienionych elementów przyczyniają się do zwiększenia poczucia zaufania w danej grupie społecznej. Ich analiza prowadzi do wniosku, iż w większości odnoszone są one do prawa. Prawo stanowi więc instrument kształtujący życie społeczne. Oczywiście może być tak, iż złe prawo prowadzić będzie do sytuacji przeciwnych od tych wymienionych powyżej, a więc niestabilności, chaosu społecznego, bezprawia, a także nadużyć władzy, co skutkować będzie utratą zaufania przez jednostki tworzące daną grupę społeczną. Bowiem, co należy podkreślić, zaufanie, jak wynika z zaprezentowanej wcześniej definicji, budowane jest na relacji dwustronnej, której sprzyjają warunki zewnętrzne. Poprzez nie jesteśmy w stanie kształtować pewne postawy, wpływać na zachowania, skłaniać się do podejmowania „zakładów” pomiędzy stronami, a więc w rzeczywistości kreować zaufanie. Budowanie owego „impulsu zaufania” wymaga jednak – powiedzielibyśmy – pracy u podstaw, przez którą rozumieć należy wzmocnienie zasobów kapitałowych jednostek poprzez ich edukację, więzi wspólnotowe, bogactwo duchowe, ale także optymizm i aktywności prospołeczne⁸⁷.

Zaprezentowane socjologiczne ujęcie zaufania w pełni koresponduje z tym obecnym w regulacjach prawnych, w szczególności tych dotyczących rynku finansowego. Rynek finansowy, jako część systemu finansowego, jest zarazem częścią systemu społecznego. Konsekwencją tego jest opisana już zależność polegająca na tym, iż problemy jego uderzają w dalszej kolejności w społeczeństwo. Zaufanie obecne jest na każdym z etapów prezentowanej relacji. Trudno bowiem budować bez niego relacje międzyludzkie, które zatruwane mogą być przez nieufność, niepewność co do przyszłości, intencji drugiej osoby. Z całą pewnością wpływ na nie ma wiele czynników mniej lub bardziej zależnych od człowieka, a kształtowanych przez całe jego życie. Wśród nich są takie jak wychowanie, moralność, edukacja, otoczenie, w jakim się on wychował, którego elementem jest z kolei

⁸⁶ Ibidem, s. 348-350.

⁸⁷ Ibidem, s. 354.

prawo. Prawo tworzone przez prawodawcę i stosowane przez człowieka oraz organy, których jest on częścią. Jedną z funkcji prawa musi być pobudzanie do wspomnianych zakładów, inicjatyw międzyludzkich, służących budowie wzajemnego zaufania. W przypadku rynku finansowego i jego regulacji za kluczowe w tym procesie uznać należy kilka elementów, zawierających się w omówionym kontekście strukturalnym, które uzupełnić należy o konieczność krzewienia edukacji finansowej⁸⁸, stworzenia warunków dla nieskrępowanego dostępu do informacji, a także stabilnego i bezpiecznego rozwoju. Wszystkie z nich odnoszą się bowiem do relacji międzyludzkich, stanowią zachętę do ich budowania i rozwoju zaufania, a poprzez nie – stabilności oraz bezpieczeństwa. Dlatego tak ważne jest zrozumienie przez prawodawcę reguł rządzących funkcjonowaniem społeczeństwa, a także będącego jego częścią rynku finansowego. Musi on przy tym uwzględnić także potencjalne reakcje adresata norm na tworzone prawo, a więc być świadomym behawioralnych aspektów jego stosowania. Prawo oderwane od realiów staje się jedynie fasadą, która zamiast przyczyniać się do budowy zaufania, będzie je niszczyć, uderzając tym samym w stabilność i bezpieczeństwo rynku finansowego, a więc jedno z najważniejszych współczesnych dóbr wspólnych.

3.2. Stabilność i bezpieczeństwo rynku finansowego jako dobra chronione

Ujmując **zaufanie jako podstawową wartość** rynku finansowego, która chroniona powinna być przepisami prawa, należy zadać sobie pytanie o sposób w jaki powinno zostać to osiągnięte. Dotychczasowe doświadczenia pozwalają na sformułowanie tezy o konieczności kształtowania przepisów prawa regulujących funkcjonowanie rynku finansowego w sposób, który zagwarantuje jemu ochronę określonych **dóbr wspólnych**, z których za najważniejsze uznać należy stabilność i bezpieczeństwo⁸⁹. I choć pojawić może się zarzut o ogólny ich charakter, to jed-

⁸⁸ Zob. M. Iwanicz-Drozdowska, *Edukacja i świadomość finansowa. Doświadczenia i perspektywy*, Warszawa 2011.

⁸⁹ Analizując istotę **dobra** w literaturze przedmiotu dokonuje się jego podziału na dobra poznawalne (ang. *search goods*), dobra doświadczalne (ang. *experience goods*) oraz dobra zaufania/wiary (ang. *credence goods, post-experience goods*). Definiowane są one poprzez przykłady konkretnych produktów lub usług, a wartością zaproponowanego podziału jest możliwość zastosowania go także w dyskursie na temat dóbr obecnych na rynku finansowym. W szczególności uwagę zwrócić należy na dwa z ostatnich wymienionych rodzajów dóbr, czyli dobra doświadczalne oraz dobra zaufania, które tłumaczy się odpowiednio jako „trudne do zweryfikowania przed konsumpcją” i „jako te, których jakość trudno ocenić nawet po konsumpcji” (J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, Warszawa 2014, s. 193-195; Zob. także P. Nelson, *Information and consumer behavior*, w: *Journal of Political Economy*, Vol. 78 Issue 2 1970, s. 311-329). Umowy, których przedmiotem będzie oferowanie konkretnego rodzaju instrumentu finansowego (**umowy o usługi finansowe**, swoją drogą niezwykle trudne do zdefiniowania – zob. P. Tereszkiwicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługach finansowych*, Warszawa 2014, s. 45-48) dotyczyć będą w takiej sytuacji „czegoś” co z jednej strony

nak dokładna ich analiza pozwala wskazać na elementy je konstruujące (takie jak ryzyko oraz informacja), których „kontrola poprzez prawo” pozwoli na osiągnięcie optymalnych warunków dla prowadzenia działalności instytucji finansowych, z pożytkiem dla całego systemu finansowego, a więc i społecznego. Oczywiście stwierdzenie to może zostać uznane za idealizujące w sytuacji, gdy owo optimum zaczniemy analizować pod kątem bardziej szczegółowych rozwiązań prawnych i na przykład ich prokonsumenckiego charakteru. Tego rodzaju zarzut uznać należy za dopuszczalny, a ustosunkowanie się do niego wymaga przyjęcia określonej **optyki aksjologicznej**.

Zakłada ona, iż dbałość o zaufanie wymaga działań zmierzających do ochrony bezpieczeństwa ekonomicznego, którego składową jest stabilność. W tym celu prawodawca w swych działaniach o charakterze publicznoprawnym koncentruje się na tworzeniu rozwiązań mających tej stabilności służyć między innymi poprzez określanie poziomu podejmowanego ryzyka (łącznie z metodami jego kwantyfikacji oraz narzędziami umożliwiającymi jego kontrolę), ustanawianie wymogów prowadzenia działalności na rynku, a także określanie reguł w zakresie udostępnianej i przekazywanej informacji (inwestorom, klientom banków, podmiotom korzystającym z usług płatniczych itp.)⁹⁰. Poprzez tego rodzaju działania ingeruje on także w relacje o charakterze prywatnoprawnym pomiędzy instytucją finansową a jej klientem, które można podzielić na te o charakterze mikro, jak i makro. W pierwszym z przypadków przykładowo ustanawianie

przed zakupem jest trudne do zweryfikowania dla kupującego, a niekiedy nawet już po zakupie. Tym „czymś” będzie instrument finansowy, który traktowany powinien być jako koncepcja ekonomiczna ubrana w ramy prawne. Omawiana sytuacja stanowi uzasadnienie dla działań podmiotu tworzącego i stosującego prawo rynku finansowego, który tak dużą uwagę przykładają się do realizacji obowiązków informacyjnych, zobowiązujących podmioty świadczące usługi finansowe do przekazywania świadczeniobiorcom rzetelnej, pełnej i przejrzystej informacji, na podstawie której będą oni w stanie, jak się optymistycznie zakłada, ocenić jakość oferowanej usługi zarówno przed, jak i po jej zakupie.

⁹⁰ Zob. np. art. 8-14 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku 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, OJ L 176/338 – dalej: dyrektywa CRDIV; a także: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, OJ L 176/1 – dalej: rozporządzenie CRR; art. 45-49 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 roku w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE, OJ L 337/35 (dyrektywa ta powszechnie nazywana PSD2 wejdzie w pełni w życie z dniem 13 stycznia 2018 roku); art. 25 Dyrektywy 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), OJ L 173/349 – dalej: dyrektywa MiFID2; 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, OJ L 173/84 – dalej: rozporządzenie MiFID2.

wymogów ostrożnościowych, których celem jest kontrola ryzyka prowadzonej przez instytucję finansową działalności, przekłada się bezpośrednio lub pośrednio na zapisy umowy z jej kontrahentem. W praktyce przyjmować może to formę oceny świadomości podejmowanego ryzyka czy też nałożenia na stronę określonych wymogów sprawozdawczych. Z kolei oddziaływanie regulacji prawa rynku finansowego w sferze makro, będzie ściśle związane z zachowaniem stabilności całego systemu finansowego, uzależnionej od ochrony wartości, tj. zaufania do niego. Zależność tę uznać należy za dwustronną, tzn. dla budowy zaufania wymagana jest stabilność, dla której z kolei utrzymania niezbędne jest umacnianie zaufania do systemu.

Wyróżnione relacje o charakterze mikro i makro są ze sobą wzajemnie powiązane, gdyż aby zachować zaufanie do systemu niezbędna jest dbałość o jego fundamenty, które w tym przypadku tworzą poszczególne podmioty go tworzące. W sytuacji bowiem zbyt liberalnego podejścia, przejawiającego się minimalizowaniem wymogów w zakresie oceny ryzyka związanego z kredytobiorcą, czy też dopuszczaniem na rynek instrumentów finansowych rodzących to ryzyko, konsekwencją może być zachwianie stabilności systemu, wynikającej z potencjalnych strat podmiotów świadczących tego rodzaju usługi. To z kolei skutkować może podważeniem zaufania innych podmiotów do systemu oraz potencjalną inicjacją tzw. efektu zarażania (ang. *contagion effect*)⁹¹, a więc przenoszenia się kryzysu na inne, niekiedy przypadkowe podmioty i ich upadek (efekt domina – ang. *knock on effect*), którego koszty obarczą, jak zostało to wykazane – społeczeństwo. Dlatego też zasadne jest w procesie tworzenia i stosowania rynku finansowego, którego celem jest ochrona fundamentalnej wartości – zaufania do rynku, kompleksowe podejście prawodawcy, uwzględniające specyfikę regulowanej materii, w tym i zachowania podmiotów, na które ona oddziałuje. Nieuwzględnienie tego postulatu skutkować może wzrostem **ryzyka** i utratą **stabilności**.

3.2.1. Ryzyko

Pierwsze ze wskazanych pojęć, tj. ryzyko, uznać należy za jedno z najważniejszych odnoszących się do funkcjonowania rynku finansowego. Jego kwantyfikacja, mająca na celu kontrolę, jest przedmiotem aktywności stosownych podmiotów, podejmowanej na poziomie tworzenia, jak i stosowania prawa rynku finansowego. Umiejętność szacowania ryzyka jest bowiem niezbędna dla ochrony dobra, w postaci stabilności, bez której trudno chronić naczelną wartość rynku, czyli zaufanie. Tym samym należy stwierdzić, iż ryzyko nie jest tylko pojęciem teoretycznym, ale posiada liczne implikacje praktyczne. Dlatego tak ważne jest jego zdefiniowanie,

⁹¹ R.W. Kolb, *What Is Financial Contagion?*, w: R.W. Kolb [red.], *Financial Contagion. The Viral Threat to the Wealth of Nations*, New Jersey 2011, s. 3-9.

a także identyfikacja jego źródeł oraz wdrażanie procesów zarządzania nim⁹². W słowniku czytamy, iż „ryzyko” – „to możliwość, prawdopodobieństwo, że coś może się nie udać, a także jest to przedsięwzięcie, którego wynik jest nieznan, niepewny i problematyczny”⁹³. Innym ważnym pojęciem do niego zbliżonym jest „niepewność”, rozumiana jako „poczucie niepełnego bezpieczeństwa, obawa przed ryzykiem oraz trudności w przewidywaniu przyszłości”⁹⁴. Z przytoczonych powyżej definicji językowych wynika, iż pojęcia te są do siebie zbliżone. Używanie tych wyrazów w języku codziennym pozwala człowiekowi na wyrażenie jego odczuć, obaw, czy też przemyśleń. Jednakże znaczenie ich zmienia się, gdy z mowy potocznej transferowane są one do języka fachowego, jak na przykład języka ekonomicznego czy też prawnego⁹⁵. W takim bowiem przypadku należy umiejętnie rozróżnić ich rozumienie, gdyż znaczenie ich nie jest tylko symboliczne, ale wpływa także na podejmowane decyzje, oparte na rozpoznanym wcześniej i kwantyfikowanym ryzyku, a niekiedy na niepewności. Terminy „ryzyka” i „niepewności” były i są do dnia dzisiejszego rozpatrywane przez najróżniejsze dyscypliny naukowe, a największe osiągnięcia w tej dziedzinie ma ekonomia, w której wyraźnie rozdzielono powyższe dwie kategorie. Wynikać to może z faktu – iż jak wcześniej wspomniano – ryzyko jest elementem aktywności finansowej. Przyjmuje się także, że podstawowymi składnikami każdego ryzyka są: niepewność, która wynika z niemożności określenia w danym momencie przyszłego rozwoju wydarzeń oraz wielkości ryzyka na jakie narażamy się podejmując określone decyzje. Czy jest tak w istocie? Czy występuje istotna różnica pomiędzy tymi pojęciami, które bardzo często używane są jako synonimy?

Określenie pojęcia „ryzyka” nie jest łatwe. Samo ryzyko jest amalgamatem wielu zmieniających się nieustannie czynników⁹⁶. Uważa się, że zagadnienia dotyczące ryzyka wyznaczane są przez granice tego co jest pewne i niepewne⁹⁷. Jednak dla dokładnego zdefiniowania pojęcia „ryzyko” należy najpierw przybliżyć termin „niepewność” – którą definiuje się jako niedokładność, bądź niemożność przewi-

⁹² Zob. np. brzmienie art. 97 ust. 3 dyrektywy CRDIV, stanowiącego, iż „na podstawie przeglądu i oceny, o których mowa w ust. 1, właściwe organy ustalają, czy uregulowania, strategie, procesy i mechanizmy wdrożone przez instytucje, a także fundusze własne i płynność tych instytucji zapewniają należyte zarządzanie ryzykiem i ochronę przed nim” oraz art. 3 ust. 1 pkt. 11 dyrektywy CRDIV definiujący ryzyko modelu jako potencjalną stratę, jaką może ponieść instytucja, w wyniku decyzji, które mogły zasadniczo opierać się na danych uzyskanych przy zastosowaniu modeli wewnętrznych, z powodu błędów w opracowaniu, wdrażaniu lub stosowaniu takich modeli.

⁹³ M. Szymczak [red.], *Słownik języka polskiego*, Tom III, Warszawa 1989, s. 155.

⁹⁴ *Ibidem*, Tom II, s. 347.

⁹⁵ Jako przykład wskazać można Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, OJ L 176/1.

⁹⁶ S. Soroczyński, J. Stachowicz, *Zabezpieczenie ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego za pomocą transakcji nierzeczywistych futures i options wraz z aktami prawnymi*, Kraków 1994, s. 11.

⁹⁷ T.T. Kaczmarek, *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym*, Gdańsk 2001, s. 18.

dywania skutków pewnych przyszłych zdarzeń. Jest to stan charakteryzujący się tym, iż wynik czynności z nim związanych nie może być znany z wyprzedzeniem, a to co się wydarzy będzie różniło się od tego czego oczekiwano⁹⁸. „Ryzyko” – to z kolei możliwość wystąpienia pewnego zdarzenia w przyszłości, na którego ostateczny rezultat wpływają liczne czynniki (elementy), z których co najmniej jeden jest nieznan, ale mimo tego znane jest prawdopodobieństwo jego wystąpienia⁹⁹.

Czynniki wpływające na decyzje człowieka są najczęściej niezależne od jego woli. Wymienić wśród nich można: katastrofy naturalne, klęski żywiołowe itp. Z drugiej jednak strony niejednokrotnie konsekwencje takich rozstrzygnięć zależą bezpośrednio od samego człowieka (są to na przykład: badania i odkrycia naukowe, poszukiwania nowych materiałów zastępczych, rozwiązań prawnych czy technicznych itp.). Wszystkie zjawiska, które niezależne są od woli człowieka, ale mają bezpośredni wpływ na jego życie nazywa się niepewnością. Ryzyko jest więc szczególną odmianą niepewności, którą można ująć liczbowo i wymierzyć¹⁰⁰. Podejmując ryzyko, należy liczyć się z możliwością powstania odchyień od zakładanych efektów, które to odchylenia podlegają prawu wielkich liczb, a co za tym idzie, mogą być przewidziane poprzez wykorzystanie rachunku prawdopodobieństwa¹⁰¹. Proces ten jest niczym innym jak wspomnianą powyżej kwantyfikacją ryzyka.

Zaznaczyć przy tym należy, iż ryzyko posiada także swą stronę pozytywną, utożsamianą także z sukcesem i powodzeniem przedsięwzięcia. Szczególnie jest to widoczne w literaturze anglosaskiej¹⁰². Wydaje się, że jest to teza słuszna, bowiem człowiek niekiedy sam kreuje sytuacje, które niosą ze sobą ryzyko. Podejmując odpowiednie kroki, dąży on do osiągnięcia wcześniej obranego celu, którym może być osiągnięcie zysku. Czyniąc to, zdaje sobie sprawę z niebezpieczeństw, które przyczynić mogą się do niepowodzenia jego planu, jednak liczy on na rozwój takiej sytuacji, która wykreuje ryzyko sukcesu¹⁰³.

Podsumowując, uznać należy, iż ryzyko rozpatrywane winno być jako zjawisko, dla którego charakterystyczna jest możliwość zaistnienia rezultatu odmiennego od wcześniej zakładanego i spodziewanego, który jednak przy zastosowaniu odpowiednich metod matematycznych może być określony w przybliżeniu¹⁰⁴. Na-

⁹⁸ A. Seldon, F.G. Pennance, *Everyman's dictionary of economics*, London 1969, s. 428.

⁹⁹ Ibidem s. 371; Por. E. Cyrson [red. nauk.] *Kompendium wiedzy o gospodarce*, Warszawa-Poznań 1997, s. 283.

¹⁰⁰ L. Osiatyński, *Ryzyko w transakcjach handlu zagranicznego*, Warszawa 1973, s. 8.

¹⁰¹ B. Minc, *O ryzyku i niepewności*, w: *Ekonomista*, nr 2 1969, s. 480-481.

¹⁰² Za T.T. Kaczmarek, *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym*, op. cit., s. 24, który jako przykład podaje poglądy M.J. Ahna, W.D. Fallona, *Strategic risk management: how global corporations manage financial risk for competitive advantage*, London 1991, s. 117 i nast.

¹⁰³ Ciekawie problem ten opisany został przez A. Sopoćko w artykule, *Ryzyko – problem nie całkiem obiektywny*, w: *Rynek Terminowy*, nr 1/01 2001, s. 71-75.

¹⁰⁴ E.J. Vaughan, *Risk Management*, New York 1996, s. 8.

leży też stwierdzić, iż ryzykiem obarczone są wszelkie rodzaje działalności człowieka, jednak w szczególnie sposób powinno się rozpatrywać ryzyko związane z jego aktywnością na rynku finansowym. Dlatego tak ważna jest umiejętność odpowiedniego zarządzania nim – rozumiana zarówno jako jego kreowanie, jak i przede wszystkim ograniczanie. Na podstawie zebranych wcześniej informacji (istotna jest ich ilość, a także jakość¹⁰⁵) człowiek jest w stanie określić rozmaite rodzaje ryzyka, a tym samym realizować założony cel w postaci zapewnienia bezpieczeństwa ekonomicznego poprzez kontrolę między innymi stabilności systemu finansowego¹⁰⁶.

3.2.2. Stabilność

Analizę istoty **stabilności systemu finansowego** (a więc i rynku finansowego) rozpocząć należy od stwierdzenia, iż stała się ona przedmiotem szczególnego zainteresowania zarówno praktyki, jak i teorii w ciągu ostatnich kilkunastu lat¹⁰⁷. Przyczyn takiego stanu rzeczy upatrywać należy w licznych kryzysach, jakie dotknęły sektor finansowy, a które stały się jednocześnie impulsem do zmiany filozofii regulacyjnej jego dotyczącej¹⁰⁸. Wskutek procesu globalizacji rynków finansowych, ich rozwoju technologicznego, który sprzyjał opracowywaniu nowych form inwestycji oraz dezintermediacji finansowej¹⁰⁹, widocznym problemem stał się wzrost ryzyka finansowego, które zagrażać zaczęło stabilności systemu. I choć pojęcie to jest powszechnie zrozumiałe, to jednak włączone w treść przepisów staje się już nie tylko wyrazem życia codziennego, wykorzystywanym w nagłówkach gazet, ale musi być traktowane jako element języka prawnego, z wszelkimi tego konsekwencjami, w szczególności w procesie stosowania prawa.

Poszukiwania definicji stabilności finansowej prowadzą do wniosku, iż brakuje jednego, powszechnie przyjętego sposobu jej rozumienia. W literaturze przedmiotu postrzega się ją bądź to jako sytuację, w której system finansowy

¹⁰⁵ E. Cyrson [red. nauk.], *Kompendium wiedzy o gospodarce*, op. cit., s. 283.

¹⁰⁶ Omawiana tematyka została poddana szczegółowej analizie w publikacji T. Nieboraka, *Aspekty ryzyka na tle działalności finansowej*, w: Aktualności Rachunkowo-Podatkowe, nr 2 2002 r., s. 26-31.

¹⁰⁷ Omawiając pojęcie „systemu” zwraca się uwagę na dwie jego podstawowe funkcje, którymi są stabilność (jako funkcja chroniąca system przed załamaniem) oraz jego rozwój (jako funkcja napędzająca ów system). Zob. A. Borcuch, *Pieniądz w ekonomii i socjologii*, op. cit., s. 111.

¹⁰⁸ K.R. Ilmonen, *Transatlantic convergence of financial regulation: a European perspective*, w: K. Alexander, R. Dhumale [red.], *Research Handbook on International Financial Regulation*, Cheltenham 2012, s. 148-170.

¹⁰⁹ Zjawisko dezintermediacji finansowej, czy też odpośredniczenia (ang. *financial disintermediation*) polega na przejmowaniu dotychczasowych segmentów rynku finansowego przez podmioty o charakterze niefinansowym, przyjmując w konsekwencji postać walki o oszczędności, co oczywiście skutkować może wzrostem ryzyka. Na ten temat, w: A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 72.

prawidłowo spełnia swoje funkcje (czyli zapewnia właściwy przepływ środków finansowych pomiędzy uczestnikami rynku), bądź utożsamia się z brakiem kryzysu¹¹⁰. Bez względu na wybór jednej z dwóch zaprezentowanych definicji, stabilność finansowa uważana powinna być za **dobro publiczne, dobro wspólne**¹¹¹ akceptowane i kontrolowane w interesie społeczeństwa, który ujmowany powinien być jako wypadkowa interesów poszczególnych jednostek¹¹². Ochrona jego wymaga podejmowania niekiedy niezbędnych i wyjątkowych działań o charakterze interwencyjnym przez podmioty do tego powołane i działające w granicach prawa (np. organy nadzorcze), których celem będzie zapewnienie **bezpieczeństwa ekonomicznego**. Bezpieczeństwo to określa się jako zdolność systemu gospodarczego państwa do niezagrożonego rozwoju i niewystępowanie zewnętrznych oraz wewnętrznych zagrożeń gospodarczych¹¹³. W zakresie bezpieczeństwa rynku finansowego utożsamia się je ze stabilnością, stanowiącą szczególnie przedmiot ochrony. Źródłami zagrożenia dla niego są z kolei wszelkiego rodzaju kryzysy finansowe oraz będące ich przyczyną lub rezultatem – ryzyko¹¹⁴. Co ciekawe, poza wskazanymi już „tradycyjnymi” źródłami ryzyka, ważnym elementem jego kreowania może być tak powszechne dziś dążenie do **efektywności systemu finansowego**. Jak słusznie uważa A. Jurkowska-Zeidler, pomiędzy efektywnością systemu finansowego a jego stabilnością zachodzi bowiem swoista „wymienialność”, polegająca na tym, iż dążenie do jak największej efektywności skutkować może zaburzeniem stabilności i kryzysem. Z drugiej strony nadmierna dbałość o stabilność (bezpieczeństwo) systemu finansowego ograniczać może jego efektywność¹¹⁵. Przykład ten unaocznia problem, z jakim musi poradzić sobie prawodawca, na którym spoczywa obowiązek odnajdywania najlepszego kompromisu pomiędzy różnymi, niekiedy wzajemnie sprzecznymi kategoriami interesów, obecnymi na rynku. Zakładając, iż jego podstawowym celem powinna być ochrona wartości w postaci utrzymania zaufania do rynku, do którego droga prowadzi poprzez jego stabilność i bezpieczeństwo, szczególna uwaga powinna być poświęcona zdefiniowaniu przez niego pojęcia „efektywności”. Uprzedzając dalsze rozważania, należy stwierdzić, iż w praktyce będzie to zadanie niezwykle trudne do wykonania i uzależnione od założeń przyjętych na wstępie kreacji rozwiązań prawnych. Bowiem może się okazać, iż prawo efektywne ekonomicznie nie musi

¹¹⁰ O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, w: Materiały i Studia, nr 173, NBP, Warszawa 2004, s. 6-9.

¹¹¹ „Dobro wspólne” określane bywa niekiedy także mianem „interesu społecznego”, „interesu publicznego”, „interesu ogólnego”.

¹¹² D. Maśniak, *Transgraniczny system ochrony ofiar wypadków drogowych, Studium prawnofinansowe*, Warszawa 2010, s. 35-53.

¹¹³ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, op. cit., s. 166-167.

¹¹⁴ Ibidem, s. 171-182.

¹¹⁵ Problem efektywności i skuteczności był przedmiotem analizy w poprzednim rozdziale pracy.

oznaczają prawa efektywnego w znaczeniu prawnym, a więc realizującego cel postawiony sobie przez prawodawcę. W pierwszym przypadku ważnym powinno być dążenie do maksymalizacji użyteczności posiadanych szeroko rozumianych dóbr (informacji, innowacji, kapitału itp.), która pozwoli na osiągnięcie zysku. W przypadku efektywności w rozumieniu prawnym ważny będzie cel regulacji, w którego cieniu powinno stać dążenie do ochrony określonych wartości. Przyjmując za podstawową wartość ochronę zaufania do rynku, które osiągnięte jest między innymi poprzez ochronę jego stabilności, oczywiste staje się, iż w pewnych sytuacjach będzie ono godzić w efektywność w znaczeniu ekonomicznym. Dbałość o stabilność wymusza bowiem nałożenie określonych ograniczeń, z możliwością ingerencji włącznie. Ograniczenia natomiast „godzą” w potencjał ekonomiczny rynku, możliwość pomnażania jego zasobów, z pożytkiem dla społeczeństwa i jego dobrobytu. Przykłady kryzysów są jednak dowodem na to, iż niekiedy ów pożytek jest złudny, gdyż w ostatecznym rozrachunku koszty i tak ponosi społeczeństwo¹¹⁶. Z tego też względu prawodawcy przypada owa niewdzięczna rola określenia granic swobody funkcjonowania rynku finansowego. I choć stwierdzenie to może zostać uznane jako godzące w wolność tego rynku, to jednak należy pamiętać, iż rynek nie jest tylko mechanizmem, ale instytucją społeczną, która musi funkcjonować, opierając się na określonych wartościach. Od prawodawcy wymagać należy przy tym uwzględnienia interesów wszystkich stron, zarówno tych silniejszych, jak i słabszych, a także specyfiki (morfologii)¹¹⁷ poszczególnych segmentów rynku finansowego¹¹⁸. Jego obowiązkiem powinna być dobra znajomość regulowanej materii, a jego działania winny wziąć pod uwagę także i pozaprawne czynniki: ekonomiczne, socjologiczne, a także psychologiczne. Musi on być świadom, iż regulacje mające na celu zapewnienie bezpieczeństwa, mogą redukować ryzyko, ale także i je kreować. Co więcej, jak słusznie zauważa L. Góral, prawodawca działając w interesie ochrony dobra wspólnego, pod postacią stabilności systemu finansowego, będącego pojęciem nieostrym, musi uwzględniać oprócz wskazanych pozaprawnych determinant, także normatywy kontekst oraz cel regulacji prawnej¹¹⁹.

Pojawić może się jednak wątpliwość, czy w tak ważnej materii, za jaką uznać należy proces tworzenia regulacji prawnych normujących funkcjonowanie rynku finansowego, zasadne jest używanie pojęć nieostrych (klauzul generalnych). Odpowiadając na nią, warto przytoczyć jedną z cech „pojęcia nieostrego”, którą „jest

¹¹⁶ Najważniejsze kryzysy ostatnich lat zaprezentowane zostały w pracy P. Masiukiewicza [red. nauk.], *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, Warszawa 2010; F. Capie, G. Wood, *Financial crises from 1803 to 2009 the crescendo of moral hazard*, w: C.J. Green, E.J. Pentecost, T. Weyman-Jones [red.], *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, Cheltenham 2011, s. 134-151.

¹¹⁷ Na którą składają się dostawcy, nabywcy, przedmiot obrotu, ceny, podmioty organizujące rynek. Zob. L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, Warszawa 2011, s. 13.

¹¹⁸ P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 18 i nast.

¹¹⁹ L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, op. cit., s. 62-63.

uzyskiwanie treściowych konturów dopiero w rezultacie zastosowania tego pojęcia do konkretnego przypadku, ich zawartość treściowa rzadko może zostać zdefiniowana, na ogół może być jedynie przedmiotem opisu ich cech zasadniczych”¹²⁰. Oznacza to możliwość korzystania z nich w sytuacjach, gdy unormowanie stanów faktycznych (stosunków prawnych) opisowo w sposób precyzyjny jest niemożliwe¹²¹. Uwaga ta ma w pełni potwierdzenie w przypadku rynku finansowego, który poprzez swą dynamikę i zarazem abstrakcyjność, ale także i obszerność, jest bytem niezwykle trudnym do ujęcia w ramy prawne. Dlatego prawodawca, regulując go tak często sięga do owych pojęć nieostrych (np. stabilności, zaufania, bezpieczeństwa, przejrzystości, porządku publicznego, zapewnienia ochrony uczestników rynku, prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego itp.). Celem jego działań ma być natomiast stworzenie takich przepisów prawa, które służyć będą ochronie dóbr wspólnych, opisywanych tymi pojęciami. W odniesieniu do stabilności, przyjmuje się, iż realizowany on może być bądź to poprzez zapobieganie sytuacjom kryzysowym (ang. *crisis prevention*), bądź to poprzez zarządzanie kryzysem (ang. *crisis management*), gdy on już wystąpi¹²². Regulacje prawa powinny zawierać rozwiązania możliwe do zastosowania w obydwóch z wymienionych sytuacji i zazwyczaj tak jest. Proces ich tworzenia wymaga przyjęcia odpowiednich narzędzi regulacyjnych, o których będzie mowa w dalszej części książki, na przykład nowych form prawnych (tzw. prawa miękkiego), określenia praw i obowiązków uczestników rynku, a także procedur postępowania z jednoczesnym zagwarantowaniem ich przestrzegania. Pamiętając przy tym należy, iż pojęcie „dobra wspólnego” jest pojęciem relatywnym, dynamicznym, które musi być postrzegane w perspektywie rzeczywistości, w której funkcjonuje. Utożsamiając to dobro na rynku finansowym z interesem publicznym¹²³, należy stanowczo podkreślić, iż choć w dyskursie na jego temat eksponowana jest rola prawodawcy podejmującego swe działania ze względu na ochronę mechanizmów rynkowych (i zapobieganiu kryzysom), to jednak za fundamentalną uznać należy tezę L. Górala, iż podstawową przesłanką tych działań jest **ochrona wartości wypełniających treść interesu publicznego**¹²⁴. Jako że nie istnieje żadne obiektywne kryterium określenia interesu publicznego, jedynym uzasadnionym w opisywanej sytuacji będzie kryterium subiektywne, a więc wola prawodawcy, który odwołując się w swych

¹²⁰ M. Wyrzykowski, *Pojęcie interesu społecznego w prawie administracyjnym*, Warszawa 1986, s. 50.

¹²¹ L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, op. cit., s. 63.

¹²² D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, op. cit., s. 119.

¹²³ Będącym w rzeczywistości instrumentem kształtowania sytuacji jednostki, sprzyjającym realizacji jej interesu indywidualnego poprzez zapewnienie ochrony wartości ważnych dla wspólnoty, w której ona funkcjonuje i którą tworzy.

¹²⁴ L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, op. cit., s. 65.

działaniach niekiedy do pojęć nieostrych, kieruje się przekonaniem o istnieniu określonych wartości, będących dla tych pojęć wspólnym mianownikiem, które muszą zostać zachowane za wszelką cenę, aby zapewnić rozwój społeczeństwa¹²⁵. „Te wartości, określane jako minimalne, powinny być rozumiane nie tylko jako niezbędne i konieczne, ale traktowane jako wezwanie do osiągnięcia stanu rzeczy, który może być osiągnięty pod warunkiem wystąpienia wielu sprzyjających okoliczności. Przyjęcie takiego założenia może przybliżyć wyjaśnienie rozumienia pojęcia interesu ogólnego w przestrzeni rynku finansowego”¹²⁶. Stanowi ono także uzasadnienie dla podejmowania na nim działań regulacyjnych, przejawiających się w kształtowaniu jego architektury, którą tworzą podmioty na nim funkcjonujące oraz wykorzystywane instrumenty¹²⁷. Wartości wypełniające opisywany interes publiczny wyznaczają cele formułowane przez prawodawcę, których realizacja pozwoli stwierdzić, iż tworzone przez niego prawo będzie efektywne¹²⁸. Dlatego tak ważne jest określenie tychże wartości na wstępnym etapie procesu tworzenia prawa (ryнку finansowego). Podsumowując, w ocenie autora rdzeniem tego procesu musi być założenie o działaniu prawodawcy w interesie publicznym, którego treść wypełnia naczelną wartość w postaci zaufania, które osiągnięte zostanie poprzez ochronę określonych dóbr – takich jak bezpieczeństwo ekonomiczne, dla którego zapewnienia niezbędna jest stabilność. Tę zaś jesteśmy w stanie zapewnić, normując wybrane elementy ją konstruujące, takie jak przede wszystkim ryzyko czy informację¹²⁹. W rezultacie prawodawca wpływa na zachowania uczestników rynku, kształtuje ich postawy. Musi być jednak świadom, iż tworzone przez niego prawo, jako byt społeczny, dynamiczny, musi uwzględniać zmiany zachodzące w tych zachowanych, z których część będzie miała swe źródła w przyjmowanych rozwiązaniach prawnych. Będziemy mieli wtedy do czynienia z tzw. **dialektyką regulacyjną**, której istota zawiera się w relacji akcja – reakcja¹³⁰. Oznacza to, iż zmiany w prawie mogą wymuszać albo dostosowanie się do nich zgodnie z wolą prawodawcy, albo dostosowanie się do nich w taki sposób, który nie doprowadzi do rzeczywistej realizacji celu przez niego wyznaczonego i będzie potwierdzeniem o nieefektywności stworzonego prawa.

¹²⁵ Ibidem, s. 66.

¹²⁶ Ibidem.

¹²⁷ S. Voight, *Do we need a new international financial architecture? Many questions and some preliminary advice*, w: R. Grote, T. Marauhn [red.], *The regulation of international financial markets. Perspective for reform*, Cambridge 2008, s. 277-294.

¹²⁸ Zob. także A.T. Szablewski, *Zarys teorii i praktyki reform regulacyjnych na przykładzie energetyki*, Warszawa 2003, s. 29-31.

¹²⁹ Zob. M. Fedorowicz, *Implementacja regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego – wybrane zagadnienia teoretyczne i praktyczne*, w: E. Rutkowska-Tomaszewska [red.], *Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego*, Wrocław 2014, s. 11-27.

¹³⁰ I. Walter, *Financial architecture, prudential regulation and organizational structure*, w: J.R. Barth, Ch. Lin, C. Wihlborg [red.], *Research Handbook on International Banking and Governance*, Cheltenham 2012, s. 333-334.

3.3. Informacja jako gwarancja wartości i dóbr rynku finansowego

Jak zostało to wykazane, rynek finansowy wraz z jego regulacjami stanowi jeden z fundamentalnych elementów współczesnego systemu społecznego. Jego funkcjonowanie musi więc zostać oparte na określonych wartościach wypełniających treść interesu publicznego, ujmowanego powszechnie jako dobro wspólne. Bez wartości bowiem i ich ochrony trudna jest realizacja postulatu rynku stabilnego i bezpiecznego. Dlatego tak ważna jest konkretyzacja owych wartości przez prawodawcę i podjęcie następnie działań, mających za zadanie z jednej strony ich krzewienie, a z drugiej strony ochronę. Stworzenie konstrukcji rynku finansowego opartego na wartości w postaci zaufania uznać należy za optymalne. Zaufanie bowiem w swej naturze zakłada interakcję pomiędzy jednostkami, których aktywność nastawiona na czas przyszły, przyczyniać może się do budowy stabilnych i bezpiecznych fundamentów rynku finansowego. Budowanie tego rodzaju relacji wymaga w ocenie autora jeszcze jednego elementu, który obecny jest w regulacjach rynku finansowego¹³¹. Jest nim **informacja** czy też dostęp do niej. Podobnie jak w przypadku pojęć takich jak „zaufanie”, „bezpieczeństwo”, „stabilność” czy też „ryzyko”, termin „informacja”, choć często wykorzystywany przez prawodawcę i wydawałoby się powszechnie rozumiany, wymaga przybliżenia.

Warto przy tym wskazać na jego ogólne rozumienie, dopuszczając pewne różnice w jego definiowaniu w zależności od segmentu rynku finansowego będącego przedmiotem zainteresowania tworzącego prawo. Podejście takie uznać należy za właściwe, gdyż wynika ono ze specyfiki poszczególnych części sektora finansowego, jak na przykład rynku kapitałowego czy też płatniczego. Inny będzie w nich zakres informacji, jej szczegółowość i przede wszystkim treść. Ważne jest także jej strona podmiotowa, a więc kto i komu takową informację powinien dostarczać albo udostępniać, a także w jaki sposób ma to czynić, aby uznać to za efektywne (skuteczne). Pisząc o informacji, stwierdzić można, iż tworzona jest ona przez dwie sprzeczności. Z jednej strony możemy mieć do czynienia z jej nadmiarem, z drugiej zaś ze zbyt małą ilością. Zarówno pierwszą, jak i drugą sytuację uznać należy za niekorzystną. Nadmiar informacji skutkować będzie niemożnością jej analizy. Niedostatek z kolei rodzić będzie ryzyko podjęcia niewłaściwych decyzji na podstawie posiadanych niepełnych danych. W obydwu opisanych przypadkach inną, jakże często eksponowaną, cechą informacji jest jej szczegółowość. Analiza

¹³¹ Zob. np. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 roku w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE, OJ L 337/35 TYTUŁ III Przejrzystość warunków oraz wymogi informacyjne dotyczące usług płatniczych, a w jego ramach art. 41 dotyczący ciężaru dowodu w odniesieniu do wymogów informacyjnych, stanowiący, iż „państwa członkowskie ustanawiają przepis, zgodnie z którym na dostawcy usług płatniczych spoczywa obowiązek udowodnienia, że spełnił on wymogi informacyjne określone w niniejszym tytule”.

funkcjonujących rozwiązań, z których część zaprezentowana zostanie w kolejnym z rozdziałów dowodzi, iż prawodawca, w imię ochrony zaufania do rynku i zapewnienia jego stabilności oraz bezpieczeństwa, dąży do pozyskiwania coraz to bardziej wyszukanych i szczegółowych informacji, co skutkuje między innymi podniesieniem kosztów prowadzenia działalności. Towarzyszy temu przekonanie o konieczności zapewnienia przejrzystości rynkowi, a także umożliwienia tzw. rozsądnym podmiotom na nim obecnym, podejmowania racjonalnych i przemyślanych decyzji. Zakłada się także, iż w dobie dominacji wszechobecnej w naszym życiu informacji, jej kontrola jest niezbędna i sprzyjać powinna zapewnieniu rynkowi przejrzystości.

Przejrzystość stanowi bowiem jeden z najważniejszych obok stabilności i bezpieczeństwa elementów prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego. Identyfikując ją wskazuje się na konieczność ujmowania jej zarówno od strony formalnej, jak i materialnej¹³². Pierwszą z nich odnosi się do wymogów, jakie stawiane są przez prawodawcę w zakresie ujawnienia informacji istotnych z punktu widzenia prowadzonej działalności, których treść wypełnia drugą, materialną odmianę przejrzystości. Za A. Nadolską wyróżnić można trzy rodzaje przejrzystości, wykorzystane przez autorkę co prawda do omówienia aktywności organów nadzoru nad rynkiem finansowym, które jednak zastosowane mogą być w szerszym kontekście, obejmującym także funkcjonowanie rynku finansowego. Są nimi: **przejrzystość celu**, **przejrzystość wiedzy** oraz **przejrzystość operacyjna**. Należy uznać, iż są one ze sobą kompatybilne, a odnosząc je odpowiednio do wskazanego szerszego kontekstu rynkowego, należałoby je utożsamiać z określeniem przez prawodawcę celu regulacji (**przejrzystość celu**), który powinien być widoczny dla wszystkich uczestników rynku, do którego dążenie stanowić ma drogę ku ochronie naczelnej wartości rynku, czyli zaufania do niego. Nie zostanie ona zapewniona bez ochrony stabilności i bezpieczeństwa obrotu. Nie będzie to jednak możliwe bez **przejrzystości wiedzy**, a więc dostarczenia albo udostępnienia informacji¹³³, na podstawie których jej odbiorca będzie mógł podjąć, przynajmniej w założeniu racjonalną decyzję, na przykład inwestycyjną. W tym przypadku poza przekazaniem tejsze informacji, ważna będzie także możliwość jej zrozumienia i podjęcia właściwej decyzji. Dwa z wymienionych elementów, czyli sposób przekazu i jego treść, jak zostanie to wykazane w kolejnym z rozdziałów, uznać należy

¹³² A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Warszawa 2014, s. 311-312.

¹³³ Jak się okazuje rozróżnienie pomiędzy dostarczaniem a udostępnianiem informacji ma znaczenie praktyczne i wykorzystywane jest ono przez prawodawcę, między innymi w regulacjach dotyczących usług płatniczych. Różnica pomiędzy tymi pojęciami choć wydawałoby się subtelna, widoczna jest w realizacji wymogów z nich wynikających. Czym innym jest przykładowo dostarczenie informacji w formie nośnika elektronicznego lub na papierze, a czym innym udostępnienie jej na przykład w placówce banku na tablicy ogłoszeń. Istota owej różnicy sprowadza się do możliwości faktycznego zapoznania się z informacją przez jej adresata.

w ocenie autora za największe z wyzwania współczesnego procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego. Wynikają one z pojawiających się wątpliwości dotyczących szczegółowości informacji, której obowiązek przekazania narzucony może być jednemu z podmiotów przez prawodawcę. Oczywiście jest bowiem, iż informacja zbyt szczegółowa nie zostanie przez adresata zrozumiana, a z kolei zbyt ogólna, nie spełni swojego zadania. W pierwszym i drugim przypadku ważne będą także zdolności intelektualne jej odbiorcy, w tym poziom jego edukacji finansowej. I mimo tego, iż chcielibyśmy, aby każdy z nich był wzorcowym przykładem racjonalnego *homo oeconomicus*, to w rzeczywistości tak jednak nie jest. A to dlatego, iż masowość usług finansowych i ich dostępność powoduje, iż są one osiągalne dla większości społeczeństwa, a więc i dla tej mniej wyedukowanej. Poza tym, rynkiem rządzą emocje, po części przez niego kreowane (np. wpływ mediów), a po części mające swe źródło w naturze ludzkiej (behawioralne). Powoduje to, iż tworząc regulacje, jak te w opisywanym przypadku, a dotyczące realizacji postulatu przejrzystości rynku, racjonalny prawodawca musi uwzględniać wskazane elementy behawioralne.

Z pewnością ważnym elementem tego procesu będzie korzystanie z trzeciego z wymienionych rodzajów przejrzystości, tj. **przejrzystości operacyjnej**, odnoszonej do ujawniania informacji o procesach decyzyjnych zarówno *ex ante*, jak i *ex post*. Rynek finansowy dostarcza wiele jej przykładów. Za kreowanie przejrzystości w rozumieniu *ex ante* z całą pewnością uznać można wymogi ostrożnościowe, jakie spełniać muszą banki, dotyczące między innymi współczynnika wypłacalności i publikowania informacji na jego temat, czy też funduszy własnych¹³⁴. Znajomość tego wskaźnika pozwala w szybkim czasie ocenić sytuację finansową podmiotu, który go oblicza i udostępnia informację na jego temat. Wiedza w tym względzie jest jednak zarezerwowana dla węższego grona odbiorców, znających metodologię jego liczenia, a przede wszystkim rozumiejących jego znaczenie. W związku z pierwotnym ograniczeniem w przejrzystości tego rodzaju informacji, którego źródło tkwi w jej mniej wyedukowanych odbiorcach, ważne jest przekazywanie informacji o istnieniu podmiotów, których zadaniem jest ochrona rynku (nadzoru finansowego, banku centralnego, systemu gwarantowania depozytów) i budowanie ich autorytetu (zaufania do nich). One to bowiem mogą odegrać kluczową rolę w budowaniu przejrzystości *ex post*, a więc na przykład

¹³⁴ Zob. np. art. 92 rozporządzenia CRR, stanowiący między innymi, iż „1. Z zastrzeżeniem art. 93 i 94 instytucje zawsze spełniają następujące wymogi w zakresie funduszy własnych: a) współczynnik kapitału podstawowego Tier I na poziomie 4,5%; b) współczynnik kapitału Tier I na poziomie 6%; c) łączny współczynnik kapitałowy na poziomie 8 %. 2. Instytucje obliczają swoje współczynniki kapitałowe w następujący sposób: a) współczynnik kapitału podstawowego Tier I stanowi kapitał podstawowy Tier I danej instytucji wyrażony jako odsetek łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko; b) współczynnik kapitału Tier I stanowi kapitał Tier I danej instytucji wyrażony jako odsetek; c) łączny współczynnik kapitałowy stanowi fundusze własne danej instytucji wyrażone jako odsetek łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko”.

w sytuacji wystąpienia kryzysu na rynku. Proste i przejrzyste komunikaty są wtedy bezcenne dla utrzymania zaufania i niedoprowadzenia do destabilizacji rynku finansowego¹³⁵. Wynika z tego, iż informacja jest więc sposobem na ograniczanie ryzyka¹³⁶. Rynek finansowy stanowi z kolei miejsce jej wymiany.

Pojęcie „informacji” jako wieloznaczne stanowi przedmiot zainteresowania wielu nauk. Pochodzi ono od łacińskiego słowa *informatio* – definiowanego jako objaśnienie, pojęcie. Jak wskazuje B. Bińkowska-Artowicz, jego rozumienie uzależnione jest od przyjęcia jednej z perspektyw badawczych, materializowanych poprzez odpowiednie teorie informacji, wśród których wyróżnia się: matematyczną (ilościową), semantyczną (jakościową) oraz pragmatyczną (ocenneściową)¹³⁷. Druga z nich najbliższa jest naukom prawnym. W języku prawnym występuje ona bądź to jako część terminu ustawowego, wskazującego na rodzaj informacji (np. gospodarcza), bądź to dla określenia konkretnego zestawu danych. Warto w tym miejscu podkreślić fakt, iż pomiędzy pojęciami „dane” a „informacja” zachodzi określona zależność. „Dane tworzą bowiem zestaw symboli z określonego zbioru, którym nadano umowne znaczenie, a dopiero odpowiedni zestaw danych (przy założeniu znaczeń tych symboli oraz zasad ich zestawiania) stanowi informację będącego opisem określonego fragmentu rzeczywistości”¹³⁸. Oznacza to, iż pojęcie „informacji” jest nadrzędne względem terminu „dane”.

Znaczenia informacji upatrywać należy przy tym w funkcjach, jakie ona pełni, w tym: kontrolnej, stymulującej, wychowawczej oraz opiniotwórczej¹³⁹. Odnoszona do systemu społeczno-gospodarczego, określana jest ona miarą złożoności i różnorodności systemów, stanowiącą odwzorowanie rzeczywistości, wpływającą na tworzone zasoby wiedzy społecznej i indywidualnej, stanowiąc przy tym czynnik sprawczy (sterujący), podstawę podejmowania decyzji i dobro konsumpcyjne¹⁴⁰.

¹³⁵ Destabilizacja rynków finansowych, jest niekiedy określana jako piąte w kolejności, po wojnie nuklearnej, konflikcie zbrojnym, konflikcie etnicznym i terroryzmie, zagrożenie pod względem skali zniszczeń, przy jednoczesnym, wyższym prawdopodobieństwie wystąpienia. Zob. J. Czaputowicz, *Bezpieczeństwo w teoriach stosunków międzynarodowych*, w: K. Żukrowska [red.], *Bezpieczeństwo międzynarodowe. Przegląd aktualnego stanu*, Warszawa 2011, s. 97, Cyt. za A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, op. cit., s. 316-317.

¹³⁶ M. Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011, s. 280.

¹³⁷ B. Bińkowska-Artowicz, *Informacja gospodarcza. Informacja kredytowa. System wymiany informacji o zobowiązaniach pieniężnych*, Warszawa 2014, s. 19.

¹³⁸ Ibidem, s. 23.

¹³⁹ W. Lis, *Rola i znaczenie informacji*, w: Jurysta, nr 4 2007, s. 3-6. Cyt. za B. Bińkowska-Artowicz, *Informacja gospodarcza. Informacja kredytowa. System wymiany informacji o zobowiązaniach pieniężnych*, op. cit., s. 24.

¹⁴⁰ J. Olesiński, *Teoria informacji*, w: J. Zawila-Niedźwiecki, K. Rostek, A. Gąsioriewicz [red.], *Informatyka gospodarcza, cz. 1*, Warszawa 2007, s. 244. Cyt. za B. Bińkowska-Artowicz, *Informacja gospodarcza. Informacja kredytowa. System wymiany informacji o zobowiązaniach pieniężnych*, op. cit., s. 24.

Wieloaspektowość postrzegania informacji powoduje, iż trudno stworzyć dla niej jedną, ogólną definicję. Dowodem na to są wysiłki przedstawicieli doktryny¹⁴¹. Ich rezultatem, jest określenie informacji jako niematerialnego dobra przenoszalnego, zmniejszającego niepewność¹⁴². Definicja ta, choć prosta w formie, bogata jest w swej treści i doskonale koresponduje z informacją obecną na rynku finansowym. Informacja bowiem, obok stabilności i bezpieczeństwa buduje zaufanie do rynku, stanowiąc tym samym jeden z trzech jego podstawowych fundamentów, dóbr wspólnych. Dlatego też prawodawca, widząc tę zależność, poświęca jej współcześnie tak dużo uwagi. Informacja stanowi bowiem obok energii i materii – trzecią, główną część deskrypcji współczesnego nam wszechświata¹⁴³.

Postrzegając ją w perspektywie semantycznej (jakościowej), przedstawiciel nauki prawa w swych analizach koncentrować będzie się na znaczeniu użytych wyrażeń, dekodując normy w nich ukryte przez prawodawcę¹⁴⁴. Wydaje się, iż prawnik, specjalizujący się w prawie rynku finansowego, będzie musiał w swych rozważaniach wejść głębiej aniżeli tylko w znaczenie słów i ich interpretację. Jego obowiązkiem będzie także odtworzenie szerszego kontekstu korzystania z danej informacji przez podmioty obecne na rynku. Musi on więc w swych analizach widzieć informację także z perspektywy pragmatycznej, ocennej, gdyż stanowi ona na rynku finansowym byt pośrednio lub bezpośrednio na niego wpływający. Dla zrozumienia tego fenomenu jeszcze raz z całą stanowczością wskazać należy na informację jako dobro rynku finansowego, w które godzić może znane i obecne na nim zjawisko **asymetrii informacji** (ang. *asymmetry of information*), prowadzące do tzw. **negatywnej selekcji** (ang. *adverse selection*) oraz **pokusy nadużycia** (ang. *moral hazard*). Wszystkie z nich uważane są za trzy kluczowe elementy składające się na tradycyjny model kryzysu finansowego¹⁴⁵.

Zjawisko asymetrii informacji uważane jest jako jedna z cech charakteryzujących rynek finansowy i utożsamiane z sytuacją w której jedna ze stron transakcji finansowej pozbawiona jest informacji, będącej z kolei w posiadaniu drugiej ze

¹⁴¹ Więcej na ten temat, w: B. Bińkowska-Artowicz, *Informacja gospodarcza. Informacja kredytowa. System wymiany informacji o zobowiązaniach pieniężnych*, op. cit., s. 19-42.

¹⁴² G. Szpor, *Prawa człowieka, prawa i wolności obywatelskie*, w: Z. Niewiadomski [red.], *Prawo administracyjne, część materialna*, Warszawa 2004, s. 97-98.

¹⁴³ B. Bińkowska-Artowicz, *Informacja gospodarcza. Informacja kredytowa. System wymiany informacji o zobowiązaniach pieniężnych*, op. cit., s. 31.

¹⁴⁴ Więcej na ten temat, w: M. Marczak, *Interpretacja prawnicza w świetle semantyki Kripkego-Putnama*, w: Państwo i Prawo, nr 6 2008, s. 65.

¹⁴⁵ W literaturze omawiając problem kryzysu finansowego, u którego źródeł jest zazwyczaj ryzyko systemowe, wskazuje się na cztery drogi jego przenoszenia (ang. *channels of contagion, transmission mechanism*), którymi są: rynek międzybankowy, system płatniczy, przepływ informacji oraz oddziaływanie psychologiczne. Ostanie z nich oddziałuje na rynek najczęściej za pomocą tzw. kanału informacyjnego oraz analizowanego zjawiska asymetrii (ang. *asymmetry of information*). Więcej na ten temat, w: A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, op. cit., s. 171 i nast.

stron. Przyczynia się to do zachwiania relacji pomiędzy nimi, godząc jednocześnie w zaufanie¹⁴⁶. Wyróżnia się dwa rodzaje przyczyn występowania asymetrii informacji: obiektywne i subiektywne. Do pierwszych z nich zaliczyć możemy wysokie koszty przekazania informacji przez stronę lepiej poinformowaną. Natomiast czynnik subiektywny odnoszony będzie bezpośrednio do jednej ze stron transakcji, która będzie miała problemy ze znalezieniem odpowiedniej informacji, a w sytuacji jej posiadania z należytym jest dekodowaniem. Może być jednak i tak, iż niewłaściwy sposób przekazania informacji przez jedną ze stron będzie nieprzypadkowy i wynika z chęci uzyskania przez nią (subiektywnej) przewagi nad potencjalnym kontrahentem¹⁴⁷. Oczywiście tego rodzaju zachowanie ocenić należy negatywnie, choć niemożliwe jest jego całkowite wyeliminowanie. Teoretycznie mogłoby się tak stać w sytuacji istnienia rynku doskonale przejrzystego, na którym wszystkie podmioty miałyby zapewniony bezpłatny i równoczesny dostęp do informacji. Tak jednak nie jest. Mimo tego prawodawca, zauważając problem obecny między innymi na rynku finansowym, poprzez swoją aktywność regulacyjną dąży do minimalizacji występowania omawianego zjawiska. Jest to szczególnie widoczne na rynku kapitałowym, którego przedmiotem obrotu są rozmaitego rodzaju instrumenty finansowe (papiery wartościowe, pochodne instrumenty finansowe, obligacje itp.), a decyzje inwestycyjne podejmowane są na podstawie posiadanych przez inwestorów informacji¹⁴⁸. Dla zachowania równowagi pomiędzy stronami dąży się więc do przekazania im w tym samym czasie takich samych informacji. Bowiernie łatwo dostępna, przejrzysta i zrozumiała informacja stanowi o konkurencyjności rynku i równości szans jego uczestników. Jej odzwierciedleniem są między innymi ceny walorów, będących przedmiotem obrotu, które niepoddane manipulacji, nie zafałszowują mechanizmów rynkowych i wyrażają swą właściwą wartość¹⁴⁹. To z kolei skutkuje poczuciem bezpieczeństwa uczestników rynku, a tym samym zwiększa ich zaufanie do niego i w dalszej perspektywie jego efektywność. Przyjmuje się, iż dla funkcjonowania efektywnego rynku kapitałowego konieczne jest zapewnienie jego przejrzystości, rzetelności, szerokości i głębokości. Pierwsze z dwóch wymienionych cech odnoszą się bezpośrednio do kwestii informacji i winny być odpowiednio rozumiane jako: zagwarantowanie inwestorom jednakowego dostępu do tych samych informacji w tym samym czasie, które charakteryzować będzie jakość i prawdziwość. Realizacja postulat

¹⁴⁶ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, op. cit., s. 178.

¹⁴⁷ J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, op. cit., s. 159.

¹⁴⁸ Więcej na ten temat, w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2002, s. 1; M. Levine, *Providing the Regulatory Framework for Fair, Efficient and Dynamic European Securities Markets*, CEPS Task Force Report No. 46, April 2003, s. 38.

¹⁴⁹ T. Jedwabny, *Ochrona prawna inwestora na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej – stan obecny i projekty przyszłych regulacji*, w: M. Królikowska-Olczak [red.], *Studia z gospodarczego prawa Unii Europejskiej*, Kraków 2004, s. 35.

przejrzystości i rzetelności rynku (kapitałowego) zapewni minimalizację negatywnego wpływu zjawiska asymetrii na funkcjonowanie rynku¹⁵⁰. Przejawia się on w postaci wspomnianej negatywnej selekcji oraz pokusy nadużycia.

Negatywną selekcję definiuje się jako sytuację, w której asymetria informacji prowadzi do zawodności rynku¹⁵¹. Bowiern strona lepiej poinformowana (zazwyczaj określana mianem agenta) o cechach danego produktu (usługi) ma przewagę wobec strony (tzw. pryncypała) takowej wiedzy nieposiadającej. W efekcie produkty o gorszej jakości będą wypierać te o jakości lepszej, godząc przy tym w istotę rynku, na którym ilość zawieranych transakcji będzie zredukowana. Wynikać to będzie z faktu, iż ze względu na niewiedzę jednej ze stron, na rynku oferowane będą zarówno produkty (usługi) dobre, jak i złe. Jednak to podmioty lepiej poinformowane poprzez swoją przewagę informacyjną będą w stanie zaoferować dobra o niższej jakości, które wyeliminują te o dobrej jakości, przyczyniając się tym samym do zawodności mechanizmów rynkowych. Klasycznym przykładem jest tutaj opisany przez noblistę G.A. Akerlofa w 1970 roku w jego artykule *The Market for »Lemons«: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*¹⁵², rynek używanych (z reguły w wadami ukrytymi) samochodów¹⁵³. Dotychczasowy właściciel takiego samochodu posiada zazwyczaj większą wiedzę na jego temat, a więc osiąga przewagę informacyjną. Z kolei kupujący, posiadając deficyt informacji, obawia się, iż przepłaci za kupowany samochód i chcąc zminimalizować to ryzyko proponuje obniżenie ceny, aby zaoszczędzone w ten sposób środki przeznaczyć na ewentualne naprawy w przyszłości. Nie jest jednak tak, iż wszystkie ze sprzedawanych samochodów to przysłowiowe „lemons”. Mimo tego powszechnie występujące przekonanie u potencjalnych kupujących o ewentualnych wadach kupowanego przez nich produktu, niejako wymusza na sprzedających obniżkę ceny. Ci ostatni, nie godząc się na to, zniechęcają się do zawarcia transakcji, obniżając tym samym płynność rynku, na którym dominować zaczynają faktycznie samochody gorszej jakości, jeszcze chętniej sprzedawane przez ich dotychczasowych właścicieli¹⁵⁴. Omówiony przykład uznać należy za uniwersalny, mający zastosowanie także do innych rynków, w tym finansowego (z uwzględnieniem specyfiki jego poszczegól-

¹⁵⁰ P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, op. cit., s. 45-46.

¹⁵¹ W. Szpringer, *Spółeczna odpowiedzialność banków. Między ochroną konsumenta a osłoną społeczną*, Warszawa 2009, s. 48.

¹⁵² G.A. Akerlof, *The Market for »Lemons«: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, w: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 No. 3 1970, s. 488-500.

¹⁵³ Potocznie określanych w USA mianem tytułowych *lemons*, czyli cytryn. Samochody w dobrym stanie technicznym, nazwane zostały przez G.A. Akerlofa jako *cherries*, czyli wiśnie.

¹⁵⁴ Niekiedy zjawisko to opisywane jest terminem „mechanizmu wypierania lepszego przez gorsze” opisywanego poprzez analogię do prawa M. Kopernika, iż „zły pieniądz wypiera pieniądz dobry”, opisanego przez niego w pracy *Sposób urzędzenia monety*, w: M. Kopernik, *O obrotach ciał niebieskich i inne pisma*, Warszawa 2001, s. 124 i nast. Na ten temat, w: I. Bludnik, *Negatywna selekcja na polskim rynku kredytów hipotecyjnych w latach 2007-2009*, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 3 2010, s. 65 i nast.

gólnych segmentów), na którym jak się uważa skutkuje on podniesieniem kosztu pozyskania kapitału oraz obniżeniem płynności¹⁵⁵. W rzeczywistości rynkowej bowiem bank nie ma możliwości jednoznacznego i pewnego ustalenia ryzyka niespłacenia długu, firma ubezpieczeniowa prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia, które skutkować będzie wypłatą odszkodowania jego klientom. Wobec opisanego stanu asymetrii informacji zarówno bank, jak i firma ubezpieczeniowa zmuszone będą do traktowania wszystkich podmiotów oraz dóbr danej transakcji w sposób jednakowy, kreując w ten sposób zjawisko negatywnej selekcji. A to dlatego, gdyż oprocentowanie czy też wysokość składki ubezpieczeniowej dla klientów wspomnianych instytucji finansowych będą musiały być identyczne, choć wśród nich będą podmioty rodzące zarówno mniejsze, jak i większe ryzyko. W konsekwencji wypierane będą z rynku produkty o dobrej jakości¹⁵⁶. Powstaje więc pytanie o ewentualne rozwiązanie problemu negatywnej selekcji, czy też szerzej, będącej jej źródłem asymetrii informacji. Jednym z nich jest aktywność prawodawcy tworzącego stosowne regulacje, mające na celu minimalizację różnic w zakresie dostępu do informacji czy też uniemożliwienie wykorzystywania ich przez wąską grupę odbiorców. Przykładem tego rodzaju rozwiązań są przepisy rynku kapitałowego wymuszające publikację określonych informacji, a także zakazujące wykorzystywania informacji poufnych¹⁵⁷. Na rynku bankowym negatywnej selekcji z całą pewnością zapobiegać będą wymogi dające podmiotom finansowym możliwość pozyskiwania określonych informacji na temat ich klientów, które stanowiąc będą następnie podstawę do szacowania poziomu ryzyka z nimi związanego i tworzenia zabezpieczeń na jego poczet. Jak podkreśla F.S. Mishkin negatywna selekcja to problem związany z asymetrią informacji, który pojawia się *ex ante*, czyli przed zawarciem transakcji. W odróżnieniu od drugiego z wymienionych wcześniej zjawisk, tj. pokusy nadużycia, pojawiającego się *ex post*, a więc po zawarciu transakcji¹⁵⁸. Identyfikować to należy między innymi z zach-

¹⁵⁵ Więcej na ten temat zob. C.B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Warszawa 2015, s. 133 i nast.; Zob. także J.J. Hansen, *The Trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation*, w: *International Journal Disclosure and Governance*, Vol. 1 2003, s. 83.

¹⁵⁶ I. Bludnik, *Negatywna selekcja na polskim rynku kredytów hipotecznych w latach 2007-2009*, op. cit., s. 66-67.

¹⁵⁷ Dogłębna analiza tego i innych problemów związanych z rynkiem kapitałowym zaprezentowana została w pracach: J. Kołacz, *Prawo inwestora do informacji na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012 oraz Cz. B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, op. cit.; P. Tereszkievicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, op. cit., s. 130-250. Zob. także Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku), OJ L 173/179; Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku 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, OJ L 173/1.

¹⁵⁸ F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 258 i nast.

waniami bardziej ryzykownymi, na które pozwalać będzie sobie podmiot mający świadomość większej ochrony, która stała się źródłem owej pokusy.

Dla wytłumaczenia tego przykładu należy zdefiniować **pokusę nadużycia**, jako sytuację, w której zabezpieczenie przed skutkami pewnego zdarzenia, powoduje, iż prawdopodobieństwo jego wystąpienia jest o wiele wyższe, aniżeli gdyby tego zabezpieczenia nie było¹⁵⁹. Jej źródła upatrywać należy w regulacjach rynku finansowego, które wpływają na postawy ich adresatów. Bowiem, jak słusznie uważa R. Gengatharen regulacja jest „towarem darmowym”, a takich nie powinno być za dużo, gdyż negatywnie wpływa to na motywację ich „konsumentów”, którzy nie koncentrują się na ich „jakości”¹⁶⁰. Wykorzystując w tym celu na przykład system gwarantowania depozytów bankowych¹⁶¹. Przykładowo objęcie 100% gwarancją przez państwo systemu gwarantowania depozytów bankowych może powodować, iż klienci banków większą uwagę przywiązywać będą do swoich potencjalnych zysków ze środków zdeponowanych w banku o wątpliwej sytuacji finansowej (oferującego wyższe w porównaniu z konkurencją odsetki od depozytów), aniżeli do bezpieczeństwa swoich oszczędności. Ich zachowanie wynikać będzie ze 100% bezpieczeństwa gwarantowanego przez państwo. Analogicznie osoby odpowiedzialne za zarządzanie tym bankiem będą odczuwać opisywaną pokusę, wiedząc, iż w przypadku problemów z realizacją zobowiązań wobec swoich klientów, skutkujących wstrzymaniem wypłat ich oszczędności, i tak ostatecznie to państwo przejmie ciężar problemu. W tym przypadku konieczne staje się przyjęcie stosownej filozofii regulacyjnej, która umożliwi minimalizację negatywnych konsekwencji analizowanego zjawiska. Rozwiązaniem może być więc rozłożenie odpowiedzialności pomiędzy państwo, banki a ich klientów, których oszczędności nie będą w pełni gwarantowane, co z kolei wpłynie na podejmowane decyzje o miejscu ich zdeponowania. W przypadku klientów oszczędności będą chronione na przykład w 100%, ale tylko do określonej kwoty¹⁶². Z kolei na banki nałożony może zostać obowiązek obowiązkowego uczestniczenia w systemie gwarantowania depozytów, który zasilany będzie stałymi składkami przez nie wpłacanymi, a w przypadku kryzysu banki te będą zobowiązane do pokrycia strat innego z nich. Zmaterializuje się tym samym znana z *Trzech muszkieterów* zasada D'Artagnana – „jeden za wszystkich, wszyscy za jednego”. Banki choć konkurują ze sobą, nie mają więc interesu w upadku jednego z nich, gdyż i tak będą musiały

¹⁵⁹ L. Oręziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 1999, s. 19.

¹⁶⁰ R. Gengatharen, *Derivatives Law and Regulation*, the Hague 2001, s. 130.

¹⁶¹ Zob. N. Klefouri, *Deposit protection and bank resolution*, Oxford 2015, s. 28-54; Zob. także D.G. Mayes, *Moral hazard, bank resolution and the protection of depositors*, w: J.R. Barth, Ch. Lin, C. Wihlborg [red.], *Research Handbook on International Banking and Governance*, op. cit., s. 270-284.

¹⁶² Zob. art. 6 ust. 1 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/UE z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie systemów gwarancji depozytów (wersja przekształcona), OJ L 173/149, stanowiący, iż „państwa członkowskie zapewniają, by poziom gwarancji w odniesieniu do sumy depozytów każdego z deponentów wynosił 100 000 EUR w przypadku niedostępności depozytów”.

ponieść tego koszty. Nie wspominając już o innych negatywnych skutkach takiej sytuacji dla systemu finansowego (i społecznego) w postaci paniki, efektu zarażania, domina itp. Oczywiście podmioty odpowiedzialne za ochronę stabilności rynku (bank centralny, rząd, organ nadzoru finansowego, podmiot odpowiedzialny za ochronę depozytów), obecnie identyfikowane z tzw. siecią bezpieczeństwa finansowego (ang. *Financial Safety Net*)¹⁶³, muszą posiadać przygotowany scenariusz na wypadek kryzysu. Ale i w tym przypadku ze względu na potencjalne ryzyko pokusy nadużycia, utrzymują one podmioty obecne na rynku i poddane ich kontroli w tzw. konstruktywnej niepewności (ang. *constructive uncertainty*)¹⁶⁴. Przekornie bowiem, w tym wypadku niepełna wiedza (informacja) trzymająca w niepewności ma być instrumentem gwarantującym stabilność poprzez mniej ryzykowne działania instytucji finansowych¹⁶⁵.

Podsumowując, stwierdzić należy, iż pokusa nadużycia, powszechnie określana jako *moral hazard*¹⁶⁶ już jako samo pojęcie, zawiera w opinii autora zauważalny element emocjonalny, odwołujący się do psychiki osoby odczuwającej ową pokusę¹⁶⁷. Można stwierdzić, iż stan ten jest stanem behawioralnym. Jego źródłem jest z kolei informacja albo jej brak, które przyczyniają się do pojawienia się omówionych powyżej zjawisk. Zjawisk, które niekiedy ze sobą współgrają. Zazwyczaj w sytuacjach, w których obecna jest pokusa nadużycia, mamy również do czynienia z negatywną selekcją, jednak nie odwrotnie. J. Kabza wskazuje jako przykład

¹⁶³ H.M. Schooner, M.W. Taylor, *Global Bank Regulation Principles and Policies*, Amsterdam 2010, s. 51-72; A.M. Jurkowska, *Nowa architektura sieci bezpieczeństwa jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: J. Węclawski [red.], *Bankowość. Zjazd Katedr Finansowych: instytucje, instrumenty i strategie finansowe w dobie integracji gospodarczej*, Lublin 2006, s. 121 i nast.; A. Jurkowska-Zeidler, *Instytucjonalne zmiany w strukturze nadzoru nad rynkiem finansowym a stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego* w: P. Karpuś, J. Węclawski [red.], *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Lublin 2007, s. 99-100.

¹⁶⁴ Na ten temat, w: D.W. Johnson, *Constructive Controversy: Theory, Research, Practice*, Cambridge 2015, s. 1-41.

¹⁶⁵ Zob. także P. Niedziółka, *Pokusy nadużycia w działalności kredytowej banków a stabilność finansowa*, w: *Bank i Kredyt*, nr 11 2008, s. 18-29.

¹⁶⁶ W publikacjach na temat *moral hazard* niekiedy zwraca się uwagę na różnice, jakie istnieją pomiędzy pojęciami „*morale hazard*” a „*moral hazard*”. Pierwsze z nich odnosi się do postawy człowieka, która przyczynia się zwiększenia prawdopodobieństwa wystąpienia straty wskutek zaistnienia niebezpiecznej sytuacji. Przykładem może być zachowanie ubezpieczonego, który posiadając ubezpieczenie, mniejszą wagę przykładając będzie do swojego zachowania, np. „mając ubezpieczony dom nie muszą zamykać drzwi na klucz”. Postawy tego rodzaju mogą być „weryfikowane” poprzez postanowienia umowne, które ograniczają odpowiedzialność firmy ubezpieczeniowej w przypadku kradzieży w domu z otwartymi drzwiami. Drugie z przywołanych pojęć, tj. *moral hazard* cechuje czynnik behawioralny mający swe źródło w nawykach, zwyczajach, moralności, powiedzielibyśmy będących w nas, zwiększających prawdopodobieństwo nieświadomych zachowań ryzykownych, wyłączających racjonalne myślenie, takich jak przykładowo opisany w pracy przykład gwarantowania depozytów bankowych.

¹⁶⁷ Zob. T. Baker, *On the Genealogy of Moral Hazard*, w: *Texas Law Review*, Vol. 75 No. 2 1996, s. 237-292.

osobę zainteresowaną zakupem ubezpieczenia, która nie informuje ubezpieczyciela o swym zamiłowaniu do zachowań ryzykownych, które ta pierwsza podejmuje z większą ochotą z chwilą objęcia ją ubezpieczeniem¹⁶⁸.

Powyższa analiza istoty informacji i zjawisk jej towarzyszących stanowi potwierdzenie tezy o jej znaczeniu w procesie budowania wartości i dóbr rynku finansowego. Sama informacja, jak i omówione wcześniej wartości oraz dobra są pojęciami niekiedy mogłoby się wydawać abstrakcyjnymi, oderwanymi od rzeczywistości. Nic bardziej błędnego. Zaufanie, stabilność, bezpieczeństwo, ryzyko a także informacja funkcjonują w świecie realnym. To na nich oparta jest natura rynku finansowego. To od nich zależy funkcjonowanie współczesnych państw i ich systemów społecznych. I to dlatego prawodawca tak często tworząc prawo rynku finansowego, odwołuje się do wspomnianych pojęć-kluczy, na których opiera się kreowana przez niego filozofia regulacji, wynikająca z kolei z określonych przesłanek regulacji rynku finansowego.

4. O potrzebie regulacji rynku finansowego

Ostatni kryzys finansowy, który dotknął rynki finansowe dowiódł, iż mimo założenia o wolnorynkowym mechanizmie tzw. niewidzialnej ręki rynku, jako najlepszej gwarancji dla wystąpienia stanu efektywności i racjonalności zachowań uczestników rynku, w rzeczywistości nie zawsze on funkcjonuje¹⁶⁹. Przyczyn tego, jak słusznie uważa P. Wajda, upatrywać należy w występowaniu naturalnych niedoskonałości i ryzyka, które powodują, iż funkcjonowanie rynku musi zostać oparte na określonych podstawach prawnych, powszechnie ujmowanych terminem „regulacji rynku finansowego”¹⁷⁰. Regulacje te mają za zadanie eliminować określone niedoskonałości rynku (ang. *market failures*)¹⁷¹, a także stworzyć system kontroli nad ryzykiem. Ich celem nadrzędnym jest natomiast ochrona określonych wartości i dóbr przyjętych przez prawodawcę, dla których zagrożeniem są widoczne lub ukryte nieracjonalne zachowania uczestników rynku, zarówno

¹⁶⁸ J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, op. cit., s. 131.

¹⁶⁹ Historia rynków finansowych dowodzi, iż kryzysy podobne do tego z 2008 roku powtarzały się w już w przeszłości. Literatura przedmiotu poświęciła im wiele publikacji. Za najbardziej spektakularne przykłady tego rodzaju wydarzeń uznać można kryzys 1929 roku, ale także tzw. aferę *South Sea Bubble*, czy też *Tulipomanię*. Więcej na ten temat zob. T. Nieborak, *Historyczne aspekty wykorzystywania instrumentów pochodnych na przykładzie Tulipanomanii*, w: Rynek Terminowy, nr 2 2004, s. 100-110; P.M. Garber, *Tulipmania*, w: *Journal of Political Economy*, Vol. 97 No. 3 1989, s. 543 i nast.; R.P. Flood, P.M. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching*, Cambridge 1994, s. 59 i nast.; C. Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* & J. de la Vega, *Confusión de Confusiones*, New York 1996, passim.

¹⁷⁰ P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, op. cit., s. 96 i nast.

¹⁷¹ Takie jak przykładowo: niesprawność konkurencji, efekty zewnętrzne (ang. *externalities*), deficyt informacji.

tych występujących po stronie instytucji finansowych (podmiotów zarządzających nimi), jak i po stronie ich klientów. Przyjmować mogą one postać pojedynczych aktywności, decyzji, ale także stanu zbiorowej irracjonalności, który skłania do zachowań „stadnych”, jakże trudnych do kontrolowania, w szczególności w dobie globalnych rynków finansowych¹⁷². Z tego też względu ich rozwojowi towarzyszy coraz większa aktywność prawodawcy na wielu płaszczyznach funkcjonowania tychże rynków. Pamiętać bowiem należy, iż wspomniany globalny charakter rynków charakteryzuje zarazem multicentryczność oraz wielopoziomowość. Oznacza to, iż w danym momencie mamy do czynienia z kilkoma ośrodkami tworzenia i stosowania prawa, czego przykładem jest Unia Europejska i budowany przez nią od lat jej rynek finansowy. Rynek, który tworzą rynki krajów członkowskich spajane prawem unijnym, które zmuszone jest uwzględniać tak trendy ogólnoświatowe (np. propozycje Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego), jak i specyfikę rynków finansowych poszczególnych krajów członkowskich. Wszystko to powoduje, iż problematyka regulacji rynku finansowego jest niezwykle skomplikowana i obszerna, a jej zrozumienie nie jest możliwe bez sięgnięcia do podstaw, składających się na tzw. filozofię i przesłanki regulacji rynku finansowego, które w syntetycznej formie zaprezentowane zostaną poniżej. Ową syntezę wymuszają wspomniana obszerność analizowanej materii oraz specyfika poszczególnych jej części, na które składają się poszczególne segmenty rynku, takie jak: bankowy, kapitałowy, ubezpieczeniowy i inne. Mimo owej różnorodności, możliwe jest znalezienie cech wspólnych charakteryzujących regulację poszczególnych z nich¹⁷³.

Analizę ich warto rozpocząć od jakże trafnych, a wypowiedzianych w 1788 roku przez A. Hamiltona, J. Madisona i J. Jaya słów na temat potrzeby istnienia regulacji państwowej. Uznali oni, iż „jeżeli ludzie byliby aniołami, żaden rząd [regulacja -T.N.] nie byłby potrzebny”¹⁷⁴. Myśl ta mimo upływu czasu od momentu jej sformułowania cały czas pozostaje aktualna. Jest ona szczególnie istotna, w sytuacji gdy regulacja będąca formą bezpośredniej interwencji państwa w działalność podmiotów gospodarczych, dotyczy jednego z najbardziej newralgicznych elementów gospodarki, jakim jest rynek finansowy, którego podstawą funkcjonowania jest z kolei zaufanie klientów, a także instytucji finansowych względem siebie¹⁷⁵.

¹⁷² F. Galimberti, *When Man is a Bubble*, w: *etruria oggi*, No. 59, s. 62-63.

¹⁷³ W poniższej analizie wykorzystane zostały wyniki badań zaprezentowane już w monografii autora, pt. *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, op. cit., s. 17-56.

¹⁷⁴ A. Hamilton, J. Madison, J. Jay, *The Structure of the Government Must Furnish the Proper Checks and Balances Between the Different Departments*, w: *The Federalist Papers*, nr 51 1788, opublikowany na: www.infoplease.com/t/hist/federalist-papers/no51.html [dostęp: 20 lutego 2016 roku]; Zob. także W. Talbott, *Which Rights Should Be Universal?*, Oxford 2005, s. 139.

¹⁷⁵ T. Gruszecki, *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Kraków 2004, s. 52-53; Zob. także T. Dębowska-Romanowska, *Tendencje tworzenia regulacji prawnofinansowych i ich wpływ na rozumienie prawa organicznego (ustrojowego) w Polsce*, w: H. Dzwonkowski, J. Głuchowski, A. Pomorska, J. Szolno-Koguc [red.], *W kręgu prawa podatkowego i finansów publicznych. Księga dedykowana Profesorowi Cezaremu Kosikowskiemu w 40-lecie pracy naukowej*, Lublin 2005, s. 77.

4.1. Regulacja – istota

Celem niniejszego rozdziału jest zaprezentowanie istoty rynku finansowego, rozpatrywanego w szerszej perspektywie społecznej, która powinna być brana pod uwagę przez prawodawcę w procesie tworzenia i stosowania przepisów normujących funkcjonowanie tego rynku. Te ostatnie tworzą konstrukcję, którą określić należy prawem rynku finansowego, a którego charakterystyka dokonana została w poprzednim rozdziale. Należy w tym miejscu ponownie zwrócić uwagę na fakt, iż tak w teorii, jak i w praktyce, pisząc o prawie rynku finansowego, autorzy bardzo często wykorzystują pojęcie „regulacji rynku finansowego”. Pojawić może się więc pytanie o relacje pomiędzy nim a terminem „prawo rynku finansowego”, czy też szerzej, „procesem tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego”. Dlatego też konieczna jest w ocenie autora charakterystyka regulacji, którą traktować należy jako uzupełnienie do rozważań na temat istoty procesu tworzenia i stosowania prawa (ryнку finansowego). Wynika to z faktu **konieczności postrzegania regulacji w ujęciu szerszym, obejmującym zarówno tworzenie, jak i stosowanie prawa, a także wartości, przesłanki oraz jego cele**. Tworzenie prawa (ale i jego stosowanie) jest bowiem procesem niezwykle złożonym i wielowątkowym, na który wpływ mają rozmaite czynniki, między innymi natury ekonomicznej, społecznej oraz psychologicznej. Nie inaczej jest w przypadku rynku finansowego, dla prawidłowego funkcjonowania którego konieczne jest podejmowanie różnego rodzaju działań, opartych jednak na zrozumieniu jego natury. Działania te podejmowane są przez określony podmiot (państwo, organ administracji, wyspecjalizowaną agencję) kontrolujący i niejednokrotnie ingerujący w działalność istotną z punktu widzenia danej grupy społecznej (szerzej – społeczeństwa) oparte na przyjętych założeniach, wynikających z określonych wartości. Efektem tej aktywności są normy postępowania, które przyjmując postać norm prawnych (niekiedy nazywanych regulacjami, zasadami), tworzone lub wykorzystywane są przez ten podmiot, dążący do osiągnięcia wyznaczonych przez siebie wcześniej celów. Cele te ujęte mogą być w przepisach prawnych, stanowiących z kolei jedno z narzędzi regulacyjnych, służących realizacji szerszego programu zmian (reform), które w założeniu powinny zostać oparte na wcześniej przyjętych i zdefiniowanych wartościach¹⁷⁶. Biorąc za przykład rynek finansowy, **proces tworzenia i stosowania prawa go normującego powinien zostać wpisany w szerszy kontekst regulacji** tego rynku. Regulacja, jeżeli ma spełniać swoje cele, powinna być więc podejmowana na podstawie pewnej spójnej konsekwentnej, teoretycznej koncepcji tworzenia i stosowania prawa.

¹⁷⁶ K.K. Mwenda, *Legal Aspects of Financial Services Regulation and Concept of a Unified Regulator*, The World Bank, Washington D.C., 2006, s. 5; Zob. także L.M. Friedman, *On Regulation and Legal Process*, w: R.G. Noll [red.], *Regulatory Policy and the Social Sciences*, Berkeley 1985, s. 111 i nast.; B. Fiedor, *Regulacja państwowa a monopole naturalne*, w: *Rynek-Państwo-Regulacja w świetle współczesnej teorii ekonomii i doświadczeń krajów wysoko rozwiniętych*, nr 598, Wrocław 1991, s. 35.

I nie chodzi w tym przypadku o konieczność regulowania wszystkich aspektów danej dziedziny aktywności (np. gospodarczej), ale o to, aby podmiot regulujący w sposób świadomy dokonywał wyboru problemów wymagających regulacji¹⁷⁷.

Co więcej, podjęcie racjonalnej decyzji o uregulowaniu (a także o zaniechaniu regulowania) określonej dziedziny stosunków społecznych (gospodarczych) powinno zostać poprzedzone możliwie wszechstronnym poznaniem i opisaniem danego fragmentu rzeczywistości, który ma być przedmiotem regulacji¹⁷⁸. Regulację bowiem należy ujmować jako sztukę rozpoznawania problemów ważkich oraz znajomości funkcjonowania regulowanej materii¹⁷⁹. Jak słusznie zauważa Ł. Boberek, „współcześnie niewystarczające jest ograniczenie się do analizy świata norm prawnych bez odniesienia się do świata rzeczywistości faktycznej”¹⁸⁰. Regulacje, które powstają przy nieistnieniu tego rodzaju „nawiązania”, nie spełniają swojej roli i w krótkiej perspektywie będą zapewne wypierane przez projekty konkurencyjne¹⁸¹. Istotna jest więc nie tyle sama struktura regulacji prawnych, ile ich efektywność. Efektywna regulacja powinna przemawiać do różnych celów regulowanych podmiotów. Powinna ona odnosić się zarówno do samych regulowanych struktur, ale także wpływać na motywacje podmiotów regulowanych¹⁸².

Istnieje wiele sposobów pojmowania regulacji, z których jedne charakteryzują się niezwykle szerokim zakresem definicyjnym, podczas gdy inne koncentrują się przede wszystkim na roli, jaką ona spełnia. W literaturze przedmiotu procesowi regulacyjnemu przypisuje się odmienne znaczenia. Zwrócił na to uwagę między innymi O. Gut, który stwierdził, iż pojęcie „regulacji” używane bywa bardzo często w znaczeniu odbiegającym od jego rozumienia prawnego¹⁸³. Z kolei, na co warto zwrócić uwagę, w literaturze anglosaskiej obok terminu tego pojawiają się także pojęcia „legislacji” i „nadzoru”. Wymienione w tym miejscu trzy terminy: „legislacji” (ang. *legislation*), „regulacji” (ang. *regulation*), czy wreszcie „nadzoru” (ang. *supervision, surveillance*), przyjmują w polskiej doktrynie prawa zupełnie odmienne znaczenia. Dlatego pisząc o kwestiach dotyczących regulacji, wydaje się słuszne odpowiednie zdefiniowanie tego terminu. Powszechnie wyróżnia się dwa rodzaje definicji regulacji. Szerokie i wąskie.

¹⁷⁷ S. Wronkowska, *Zagadnienia racjonalnego tworzenia prawa*, w: *Studia Prawnicze*, Zeszyt 2, 1979, s. 14.

¹⁷⁸ *Ibidem*, s. 20.

¹⁷⁹ G. Majone, *Regulation and its modes*, w: G. Majone [red.], *Regulating Europe*, London 1996, s. 9.

¹⁸⁰ Ł. Boberek, *Problem niedoskonałości regulacji państwowych, jego związek z oceną skutków regulacji*, w: *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, nr 2 2006, s. 15.

¹⁸¹ *Ibidem*.

¹⁸² A. Shleifer, *Efficient Regulation*, w: D.P. Kessler [red.], *Regulation versus Litigation. Perspective from Economics and Law*, Chicago 2011, s. 27-45; I. Ayres, J. Braithwaite, *Responsive regulation*, Oxford 1992, s. 4; Zob. także R. Mroczkowski, *Efektywność nadzoru nad rynkiem kapitałowym w ujęciu prawnym i ekonomicznym – przyczynek do dyskusji*, w: H. Mamcarz [red.], *Rynki finansowe*, Lublin 2006, s. 27-33.

¹⁸³ A. Gut, *Auditing OTC Derivatives for Banks*, Bern 1995, s. 103; Zob. także A. Surdej, *Determinanty regulacji administracyjnoprawnych w oddziaływaniu państwa na gospodarkę*, Kraków 2006, s. 9-14.

4.1.1. Regulacja – ujęcie szerokie

Przykładem szerokiego ujęcia regulacji może być koncepcja zaproponowana przez A. Ogusa, który odnosi ją do jakichkolwiek form **kontroli zachowań** pochodzących od jakiegokolwiek źródła¹⁸⁴. I choć cytowana definicja jest niezwykle pojemna, to zarazem bardzo dobrze oddaje naturę definiowanego pojęcia, na którego strukturę składają się trzy wyróżnione przez R. Baldwina oraz M. Cave`a elementy. Zdaniem tych autorów są nimi¹⁸⁵:

- a) regulacja – rozumiana jako grupa reguł interwencji wykorzystywanych przez określony podmiot regulacyjny;
- b) regulacja – która ujmowana jest jako celowa interwencja państwa (podmiotu regulacyjnego), która w znaczeniu szerszym odnosi się do jego inicjatyw wpływających pośrednio lub bezpośrednio na zachowania określonych grup społecznych, a także poszczególne segmenty rynku;
- c) oraz regulacja – będąca wszelkimi przejawami oraz formami kontroli społecznej, w której wszystkie mechanizmy regulowanej przez państwo, czy też przez rynek, działalności są regulacją uznaną, dla której charakterystyczne jest nie tyle celowe działanie, a której skutki wynikają raczej incydentalnie.

W omawianych koncepcjach zwraca uwagę kwestia społeczna ujmowana bądź to jako kontrola zachowań, bądź to jako forma kontroli społecznej, które realizowane są z reguły za pomocą norm prawnych, poprzez które prawodawca wskazuje na określone wzorce zachowań. Wzorce te konstruowane są na podstawie wyznaczonych wcześniej celów, których realizacja z kolei przyczyniać się ma do promowania i przede wszystkim ochrony przyjętych wartości. Analiza istoty rynku finansowego, jego natury i przede wszystkim funkcji omówionych wcześniej, a odnoszonych do czasów współczesnych, pozwala wskazać na bezpieczeństwo i stabilność, jako wzorce, których osiągnięcie jest wymogiem dla ochrony podstawowej wartości rynku – czyli zaufania. Droga do stabilności i bezpieczeństwa wiedzie natomiast przez kontrolę ryzyka i informacji.

W wyjaśnieniu fenomenu regulacji pomocne jest sięgnięcie do osiągnięć socjologii, w szczególności tych dotyczących funkcjonowania reguł społecznych, poprzez które wyznaczane są sposoby działania i zachowania poszczególnych członków społeczeństwa, stanowiących element konstrukcyjny tzw. regulacji społecznej¹⁸⁶. Niejednokrotnie reguły te są niezwykle liczne i odnoszą się do ustalania relacji poszczególnych jednostek między sobą, sposobów podejmowania zbiorowych decyzji, mających wpływ także na pozostałe podmioty¹⁸⁷. Tym samym

¹⁸⁴ A. Ogus, *Regulation; Legal Form and Economic Theory*, Oxford 1994, s. 1.

¹⁸⁵ R. Baldwin, M. Cave, *Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice*, Oxford 1999, s. 2.

¹⁸⁶ L. Nader, C. Nader, *A Wide Angle On Regulation. An Anthropological Perspective*, w: R.G. Noll [red.], *Regulatory Policy and the Social Sciences*, op. cit., s. 142.

¹⁸⁷ A. Brémond, J.F. Couet, A. Davie, *Kompendium wiedzy o socjologii*, Warszawa 2006, s. 58.

w przypadku regulacji społecznej istotne są: po pierwsze – koordynacja poszczególnych reguł w ramach danej grupy społecznej, a po drugie – procesy, dzięki którym reguły te są tworzone i następnie wykorzystywane¹⁸⁸. Jednakże zarówno koordynacja tworzenia reguł, jak i procesy jemu towarzyszące wymagają istnienia instytucji, podmiotu, którego zadaniem będzie między innymi kontrola, a także nadzór nad całym omawianym procesem.

Z reguły podmiotem tym będzie państwo¹⁸⁹, które poprzez swoją interwencję może wpływać na ostateczny kształt relacji pomiędzy podmiotami tworzącymi określoną grupę społeczną. Należy jednak podkreślić, iż nie jest tak, iż państwo musi być jedynym źródłem regulacji, gdyż niejednokrotnie regulacja społeczna może być zdecentralizowana poprzez udział w niej poszczególnych przedstawicieli społeczeństwa¹⁹⁰.

Regulację uznać więc należy za jedną z metod, za pomocą której w demokratycznym systemie modyfikowane są stosunki pomiędzy poszczególnymi jednostkami, jednak bez naruszania fundamentów tego systemu¹⁹¹. Takie działania uzasadnione są chęcią osiągnięcia określonego celu, ochronę dóbr oraz wartości, o których mowa była w poprzednich częściach niniejszego rozdziału¹⁹². Tego rodzaju kroki będą zapewne w sposób „odpowiedni” uzasadniane przez podmioty dokonujące regulacji, które wyznaczać będą określone, normatywne wzorce zachowań, a także w razie konieczności w sposób autorytatywny konkretyzować te wzorce¹⁹³. Regulacja ujmowana w powyższy sposób obejmować może w zasadzie wszystkie dziedziny życia i odnosić się do całego systemu prawnego¹⁹⁴.

Podstawowa debata na temat regulacji w czasach nam współczesnych dotyczy jednak regulacji prowadzenia działalności gospodarczej i z reguły utożsamiana jest z regulacjami administracyjnymi. Jednak, jak zauważa L.M. Friedman, na ostateczny kształt regulacji wpływ ma także wiele innych czynników, takich jak wyroki sądów, decyzje władz lokalnych, a także sam rynek ujmowany jako instytucja

¹⁸⁸ Ibidem, s. 60.

¹⁸⁹ Państwo to może być postrzegane, jako „element samoorganizacji nowoczesnego społeczeństwa przemysłowego” – zob. W. Kahl, *Gwarantowanie wykonywania zadań przez podmioty publiczne i prywatne poprzez „nadzór państwa”*, w: Z. Niewiadomski [red.], *Ius Publicum Europeum*, Warszawa 2003, s. 195.

¹⁹⁰ M. Ricketts, *Foreword*, w: J. Blundell, C. Robinson [red.], *Regulation Without the State*, Institute of Economic Affairs, London 1999, s. 13.

¹⁹¹ T. Woś, *Niezależne organy regulacyjne w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Zagadnienia prawne*, Kraków 1980, s. 10.

¹⁹² K. Shaw, M. Ricketts, *The Theory of Regulation*, w: A. Peacock [red.], *The Regulation Game*, Oxford 1984, s. 7.

¹⁹³ M. Szydło, *Regulacja sektorów infrastrukturalnych, jako rodzaj funkcji państwa wobec gospodarki*, Warszawa 2005 s. 31-35. Zob. także R. Stasikowski, *Regulacyjne układy sterowania w administracji publicznej*, w: *Przegląd Prawa Publicznego*, nr 1-2 2007, s. 16-39; H. Izdebski, M. Kulesza, *Administracja publiczna. Zagadnienia ogólne*, Warszawa 2004, s. 106-107.

¹⁹⁴ L. Hancher, M. Moran, *Organizing Regulatory Space*, w: L. Hancher, M. Moran [red.], *Capitalism, culture and economic regulation*, Oxford 1989, s. 271.

ekonomiczna¹⁹⁵. Jak zostało to wykazane, rynek jest obecnie najważniejszą, obok rozmaitych form własności, pieniądza i społeczeństwa, instytucją we współczesnych gospodarkach, a w ujęciu socjologicznym nie tylko kategorią ekonomiczną, lecz także instytucją społeczną¹⁹⁶. Regulację tego rynku za M. Weberem można opisać jako stan, w którym wolność rynkowa jest ograniczana materialnie przez skutecznie oddziaływające porządki¹⁹⁷.

Należy w tym miejscu podkreślić, iż bez względu na miejsce i czas, tym, co wpływa na **proces regulacyjny**, jest system prawny i związana z nim określona kultura prawna, która przekłada się w sposób oczywisty na **kulturę regulacyjną**¹⁹⁸. Wymienione dwa rodzaje kultur posiadają jednak wspólny mianownik, tj. iż należy uznać je za produkt sił społecznych. Za L.M. Friedmanem można stwierdzić, iż zarówno system prawny, jak i system regulacyjny nie są drogami jednokierunkowymi, gdyż na ich formę i substancję wpływa wiele różnorodnych czynników, takich jak grupy nacisku, działalność gospodarcza czy też polityczna. Obydwa systemy służą także właściwej alokacji dóbr i usług, a więc tym samym kreują zasady funkcjonowania wolnego rynku¹⁹⁹.

4.1.2. Regulacja – ujęcie wąskie

W odróżnieniu od szerokiego ujęcia regulacji, wąskie jego zdefiniowanie łącznie nacisk na kontrolę sprawowaną przez powołany w tym celu organ i przyjmuje się, iż tak postrzegana regulacja charakteryzuje się sektorowością, skoncentrowaną na wybranym obszarze gospodarki, na przykład rynku finansowym²⁰⁰. Za godną uwagi uznaje się definicję autorstwa J. Walulika, który **regulację** identyfikuje **jako funkcję państwa**, „polegająca na ciągłym, interwencyjnym jego oddziaływaniu na gospodarkę w odpowiedzi na wybrane zjawiska ekonomiczne **uznane za niedoskonałe**²⁰¹ z punktu widzenia przyjętych **założeń aksjologicznych** – re-

¹⁹⁵ L.M. Friedman, *On Regulation and Legal Process*, w: R.G. Noll [red.], *Regulatory Policy and the Social Sciences*, op. cit., s. 111.

¹⁹⁶ L. Gilejko, *Rynek jako regulator procesów gospodarczych i instytucja społeczna*, w: J. Gardawski, L. Gilejko, J. Siewierski, R. Towalski [red.], *Socjologia gospodarki*, Warszawa 2006, s. 83.

¹⁹⁷ M. Weber, *Gospodarka i społeczeństwo. Zarys socjologii rozumiejącej*, Warszawa 2002, s. 59.

¹⁹⁸ D.A. Westbrook, *The Culture of Financial Institutions: The Institution of Political Economy*, w: J. O'Brien, G. Gilligan [red.], *Integrity, Risk and Accountability in Capital Markets*, Oxford 2013, s. 3-20.

¹⁹⁹ L.M. Friedman, *On Regulation and Legal Process*, op. cit., s. 114-115; Zob. także M. Lederder, *Exchange and Regulation in European Capital Markets*, Münster 2003, s. 45.

²⁰⁰ J. Walulik, *Reforma regulacyjna. Przykład transport lotniczego*, Warszawa 2013, s. 34.

²⁰¹ Przyjąć należy, iż działania regulacyjne nie zawsze muszą wynikać z istnienia określonych niedoskonałości. Ich korekta nie powinna być jedynym zadaniem podmiotu podejmującego działalność regulacyjną. Ważnym jest bowiem podkreślenie także dynamicznej, aktywnej roli regulatora, który powinien być także inicjatorem określonych procesów, podejmowanych na podstawie oceny i uwzględnienia zmieniającej się rzeczywistości. Rynek finansowy i jego dynamizm jest najlepszym tego przykładem. Jego rozwój oraz innowacyjność stanowią, jak wielokrotnie było to już podkreślane,

alizowaną w ramach odrębnych sektorów gospodarki, w celu zapewnienia optymalnej efektywności tych sektorów, poprzez władcze, restrykcyjne **wpływanie na strukturę rynku i zachowania jego uczestników** za pomocą instrumentów modyfikujących i preskryptywnych, wprowadzanych w aktach prawnych o charakterze abstrakcyjno-generalnym oraz indywidualno-konkretnym [zazn. – T.N.]”²⁰². Definicja ta poprzez swoją obszerność jest jednocześnie dowodem na trudności, jakie wiążą się z procesem konstruowania uniwersalnej definicji „regulacji”. Jednocześnie oddaje ona istotę tej instytucji, wskazując na jej restrykcyjny charakter, a także podstawy aksjologiczne oraz ingerencyjny charakter regulacji, w szczególności w odniesieniu do zachowań wybranych grup podmiotów.

Należy w tym miejscu zaznaczyć, iż wpływając na zachowanie uczestników rynku, choć z reguły za pomocą tworzonego i stosowanego prawa, prawodawca coraz częściej sięga także do tzw. **miękkich form oddziaływania na rynek**²⁰³. Do grupy tej zaliczyć można edukację finansową, wykorzystywanie elementów samoregulacji, a także promocję wśród instytucji finansowych idei działalności społecznie odpowiedzialnej²⁰⁴. Bowiern kształtowanie postaw, zachowań musi być osadzone na podstawach aksjologicznych.

Dlatego tak ważne jest określenie aksjologicznych założeń regulacji i oparcie jej na „właściwych” wartościach. Wartości te określa się w literaturze przedmiotu jako skonkretyzowaną czasowo ocenę prawodawcy w stosunku do stanu, przedmiotu, faktu lub zdarzenia, odniesioną do systemu relatywnie stałych ocen²⁰⁵. Ich sprecyzowanie stanowi z kolei przesłankę działań ingerujących w zachowania podmiotów regulowanych, które niosą za sobą czynnik emocjonalny i dlatego też, po pierwsze – muszą być oparte na określonych podstawach prawnych i po drugie – mogą być podejmowane w ustalonych granicach. W przypadku rynku finansowego wyznaczenie owych granic nie jest z pewnością zadaniem łatwym, w szczególności w sytuacji, gdy regulacja stawia sobie za cel ochronę wartości w postaci zaufania. Procesowi regulacyjnemu rynku finansowego towarzyszy bowiem odwieczny dylemat wyrażający się w pytaniu dotyczącym konieczności

wyzwanie dla prawodawcy tworzącego ramy prawne funkcjonowania tego rynku, które uwzględniając inne elementy, jak na przykład aksjologiczne, społeczne, psychologiczne – przyczynia się do kreowania bytu w postaci omawianej regulacji.

²⁰² J. Walulik, *Reforma regulacyjna. Przykład transport lotniczego*, op. cit., s. 34.

²⁰³ Miękkie formy oddziaływania należy odróżnić od tzw. miękkiego prawa (ang. *soft law*), scharakteryzowanego w dalszej części rozdziału.

²⁰⁴ Więcej na ten temat, w: A. Voiculescu, H. Yanacopulos [red.], *The Business of Human Rights an evolving agenda for corporate responsibility*, London 2011; W. Cragg [red.], *Business and Human Rights*, Cheltenham 2012; R. Sullivan [red.], *Business and Human Rights. Dilemmas and Solutions*, Sheffield 2003.

²⁰⁵ Z. Cieślak, *Zbiory zachowań w administracji w administracji państwowej: zagadnienia podstawowe*, Warszawa 1992, s. 40. Por. Z. Cieślak, *Aksjologiczne podstawy jawności. Perspektywa nauk o administracji*, w: Z. Cieślak [red.], *Podstawy aksjologiczne*. Tom II, w serii G. Szpor [red. nauk.], *Jawność i jej ograniczenia*, Warszawa 2013, s. 1-11.

stosowania regulacji rynku finansowego²⁰⁶. Potencjalny regulator²⁰⁷ dążący do ochrony zaufania, jak słusznie się uważa, może znaleźć się pomiędzy przysłówkową Scyllą i Charybdą, gdzie pierwsza oznaczać będzie przeregulowanie rynku, podczas gdy Charybda będzie symbolem jego niedoregulowania²⁰⁸. To z kolei wpływać będzie na rozwój systemu finansowego jako całości, który zależy nie tylko od ogólnych warunków ekonomicznych, ale także od regulacji prawnych go konstruujących²⁰⁹. Poza tym niedoregulowany, ale także i przeregulowany system finansowy może stać się źródłem rozmaitych rodzajów ryzyka, które niekontrolowane skutkować będą kryzysem. Podobny efekt będzie miała **regulacja dysfunkcyjna (pozorna)**, która prowadzić może do niestabilności rynku, zahamowania procesu innowacji, a także ograniczenia konkurencji²¹⁰. Należy więc mieć na uwadze fakt, iż płynne funkcjonowanie struktur finansowych jest jednym z najistotniejszych elementów systemu ekonomicznego każdego z państw, gdyż w erze globalizacji to nic innego, jak tylko mobilność kapitału oddziałuje na nie najbardziej. Dlatego między innymi w Unii Europejskiej tak dużą uwagę przykładają się do ochrony swobody przepływu kapitału.

Podobnie jak i do innej, mającej znaczenie dla regulacji rynku finansowego zasady, tj. **zasady proporcjonalności** ingerencji w funkcjonowanie rynku, określonej także jako zasada adekwatności, której źródła odnajdujemy w zasadzie

²⁰⁶ A.P. Morriss, B. Yandle, A. Dorchak, *Regulation by Litigation*, Yale 2009, s. 16-35.

²⁰⁷ Mając na uwadze zaprezentowane szerokie rozumienie regulacji wykorzystywane w niniejszej pracy, w ten sam sposób definiować należy „regulatora”. Pojęcie to jest zazwyczaj zamiennie używane z terminem „prawodawca”, co uznać należy za działanie prawidłowe. Jednak zakładając, iż regulacja poza wartościami, przesłankami i celami obejmuje proces tworzenia i stosowania prawa, regulatorem poza prawodawcą mogą być także i inne podmioty zaangażowane we wskazany proces i posiadające uprawnienia do wydawania aktów prawnych kształtujących prawa i obowiązki uczestników rynku. Z pewnością takimi podmiotami będą banki centralne, a także podmioty odpowiedzialne za nadzór nad rynkiem finansowym. Warto w tym miejscu wskazać na debatę jaka toczyła się w doktrynie na temat rekomendacji organów nadzoru. Zob. T. Czech, *Charakter prawny rekomendacji Komisji Nadzoru Finansowego*, w: Przegląd Prawa Publicznego, nr 11 2009, s. 63 i nast; C. Kosikowski, *Akty wykonawcze w prawie bankowym jako problem konstytucyjny*, w: T. Dębowska-Romanowska, A. Jankiewicz [red.], *Konstytucja – ustroj – system finansowy państwa. Księga pamiątkowa ku czci prof. Natalii Gajl*, w: Studia i Materiały Trybunału Konstytucyjnego, nr 10 1999, s. 384; E. Fojcik-Mastalska, *Podstawowe źródła prawa bankowego po nowelizacji*, w: Prawo Bankowe, nr 4 2002, s. 51-52; A. Skoczylas, *Środki ochrony banku w postępowaniu przed Komisją Nadzoru Bankowego (wybrane zagadnienia)*, w: Prawo Bankowe, nr 2 2002, s. 53-61; T. Nieborak, *Rekomendacja Komisji Nadzoru Finansowego jako element nadzoru ostrożnościowego – synteza dyskusji*, w: I. Czaja-Hliniak [red.], *Nauka prawa finansowego po I dekadzie XXI wieku, Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Apoloniuszowi Kosteckiemu*, Kraków 2012, s. 301-312.

²⁰⁸ S. Flejterski, B. Świecka [red.], *Elementy finansów i bankowości*, Warszawa 2006, s. 128; Zob. także I. Ayres, J. Braithwaite, *Responsive regulation*, op. cit., s. 3-18.

²⁰⁹ J. Osiński, D. Tymoczko, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 roku*, Warszawa 2006, s. 25.

²¹⁰ M. Lederder, *Exchange and Regulation in European Capital Markets*, op. cit., s. 1; T. Dębowska-Romanowska, *Tendencje tworzenia regulacji prawnofinansowych i ich wpływ na rozumienie prawa organicznego (ustrojowego) w Polsce*, op. cit., s. 78.

państwa prawnego, a jej stworzenie, jak się uważa, zawdzięczamy dziewiętnastowiecznej praktyce orzeczniczej Pruskiego Sądu Administracyjnego. Wzorce niemieckie zostały następnie wykorzystane w innych systemach prawnych, w tym w prawie europejskim²¹¹ oraz międzynarodowym systemie praw człowieka²¹². Istota tej zasady opiera się na twierdzeniu, iż należy zachować odpowiednią zgodność i proporcję pomiędzy celem ingerencji państwa w wolność gospodarczą a zastosowanymi środkami²¹³. Poprzez tę zasadę wyznaczana jest więc granica interwencjonizmu państwa, także w odniesieniu do rynku finansowego, którego funkcjonowanie oparte powinno być na zasadzie wolności gospodarczej²¹⁴. Jednak ze względu na istnienie istotnych przyczyn (np. ważnego interesu publicznego) dopuszcza się możliwość ograniczania praw podmiotom obecnym na tym rynku. Adresatem tejże zasady są zarówno prawodawca, jak i organy administracji (a więc podmioty tworzące i stosujące prawo), których zadaniem jest wazenie interesów podmiotów (regulowanych) i interesu publicznego²¹⁵. Analizując tę zasadę zwraca się uwagę na jej **aspekt formalny** i **materialny**. Pierwszy z nich odnosi się do wymogów, jakie muszą zostać spełnione, aby daną regulację uznać za zgodną z zasadą proporcjonalności. Są to: wymóg odpowiedniości, wymóg niezbędności oraz proporcjonalności w znaczeniu ścisłym²¹⁶. Tym samym wprowadzając dane rozwiązanie ograniczające swobodę działalności, podmiot to czyniący musi rozważyć: 1. Czy jest ono konieczne?; 2. Czy doprowadzi do zamierzonych celów? oraz 3. Czy efekty tego rozwiązania pozostaną w proporcji do nałożonych przez nie ciężarów lub ograniczeń? Realizacja ostatniej z przesłanek wymaga więc zestawienia wartości chronionych i podlegających ograniczeniu, jak również oceny metody realizacji ograniczenia.²¹⁷ Wspominane wartości eksponowane są także w drugim ze wspomnianych aspektów zasady proporcjonalności, tj. aspekcie materialnym, zasadzającym się na twierdzeniu, iż porządek prawny musi respektować określony system wartości²¹⁸. Powyższe uwagi dotyczące zasady pro-

²¹¹ W prawie pierwotnym Unii Europejskiej omawiana zasada zdefiniowana została w art. 5 ust 4. Traktatu o Unii Europejskiej, stanowiącym, iż zgodnie z zasadą proporcjonalności zakres i forma działania Unii nie wykraczają poza to, co jest konieczne do osiągnięcia celów Traktatów. Instytucje Unii stosują zasadę proporcjonalności zgodnie z Protokołem w sprawie stosowania zasad pomocniczości i proporcjonalności. Zob. Traktat o Unii Europejskiej – wersja skonsolidowana, z dnia 26 października 2012 roku OJ C 326/13.

²¹² J. Walulik, *Reforma regulacyjna. Przykład transportu lotniczego*, op. cit., s. 64.

²¹³ Więcej na ten temat K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze publiczne*, Warszawa 2005, s. 64 i nast.

²¹⁴ A. Stępkowski, *Zasada proporcjonalności w europejskiej kulturze prawnej*, Warszawa 2010, s. 39-47.

²¹⁵ K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze publiczne*, op. cit., s. 64 i nast.

²¹⁶ A. Walaszek-Pyziół, *Zasada proporcjonalności w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego*, w: *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, nr 1 1995, s. 14 i nast.

²¹⁷ Więcej na ten temat, w: J. Kabza, *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, op. cit., s. 251 i nast.

²¹⁸ A. Walaszek-Pyziół, *Swoboda działalności prawnej. Studium prawne*, Kraków 1994, s. 58.

porcjonalności (która jako zasada ogólna prawa unijnego, stanowi obok prawa pierwotnego i wtórnego, trzecią kategorię źródeł prawa²¹⁹) można odpowiednio wykorzystać w analizie regulacji rynku finansowego²²⁰. Podejmując ją, po pierwsze – należy postawić wyżej wymienione pytania, sprowadzające się w ogólności do kwestii potrzeby (uzasadnienia) regulacji oraz po drugie – określić wartości, których ochronie mają one służyć²²¹.

4.2. Regulacja rynku finansowego – uzasadnienie

Przyjmując rozumienie regulacji w ujęciu szerszym, a więc obejmującym zarówno proces tworzenia i stosowania prawa, jak i wartości, przesłanki oraz jego cele stojące u jego podstaw, konieczne jest wskazanie na przesłanki, które stanowią o aktywności regulacyjnej. Najważniejsze z nich omówione zostały wcześniej przy okazji charakterystyki rynku finansowego traktowanego jako część systemu społecznego, za którego najważniejszy element uznać należy człowieka. Tego rodzaju postrzeganie rynku implikuje w sobie konieczność

²¹⁹ Por. J. Sozański, *Prawo Unii Europejskiej, Analiza krytyczna system i doktryny*, Toruń 2014, s. 111 i nast.; J. Sozański, *Ogólne zasady prawa a wartości Unii Europejskiej*, Toruń 2012, s. 94 i nast.

²²⁰ Zob. M. Fedorowicz, *Ocena projektu ustawy o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym w świetle zasady proporcjonalności ze szczególnym uwzględnieniem charakteru prawnego Rady ds. Ryzyka Systemowego oraz instrumentów nadzoru makroostrożnościowego*, Warszawa 2014, s. 8-9. W pełni należy zgodzić się z poglądem wyrażonym przez autorkę dotyczącym relacji pomiędzy zasadą proporcjonalności a zakresem ingerencji nadzoru w funkcjonowanie rynku. Prezentuje ona pogląd, iż: „Zasada proporcjonalności dotyczy tak procesu tworzenia, jak i stosowania prawa. Szczególnym przypadkiem w analizowanej sytuacji jest tworzenie i stosowanie prawa związanego z nadzorem nad rynkiem finansowym, bowiem z istoty regulacji nadzorczych wynika, że mają one ograniczać dany podmiot w jego działaniach na rynku w związku z nieprzestrzeganiem przepisów dotyczących nadzoru lub wymusić zmianę zachowania uczestników rynku finansowego i doprowadzenie tego zachowania do wzorca wynikającego z przepisów prawa lub przyjętych wzorców dobrego postępowania. Ograniczenie to ma jednak być najmniejsze z możliwych dla poszanowania swobód rynkowych, ale zarazem takie, aby adekwatnie spełniało założenia regulacji nadzorczych. Wydaje się, że zachodząca tutaj sprzeczność założeń regulacyjnych (zasady proporcjonalności) i konstruowania efektywnych regulacji nadzorczych stanowi o specyfice normowania tych zagadnień i wymaga szczególnego wyważenia interesów regulacyjnych. Analizy dotyczące zasady proporcjonalności (i również subsydiarności) na rynku finansowym przybierają w czasach postkryzysowych w sposób szczególnie na znaczeniu”. Zob. także S. Kasiewicz, L. Kurkliński, W. Szpringer, *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, Warszawa 2014, s. 39-76.

²²¹ W literaturze wskazuje się także na możliwość spojrzenia na zasadę proporcjonalności od strony innowacji regulacyjnych, które stanowiąc mają narzędzia okresowej oceny stopnia i zasadności ingerencji. W. Szpringer zalicza do nich przykładowo: tzw. klauzulę zmierzchową (ang. *sunset clause*) wymuszająca przegląd regulacji po upływie określonego czasu; wakacje regulacyjne (ang. *regulatory holidays*), a więc zwolnienie określonych kategorii podmiotów z niektórych obciążeń regulacyjnych z jednoczesnym monitorowaniem ich zachowań; oraz drabinę inwestycyjną (ang. *ladder of investment*), mającą na celu kojarzenie regulacji z zachętami do inwestowania. Zob. W. Szpringer, *Instytucje nadzoru w sektorze finansowym. Kierunki rozwoju*, Warszawa 2014, s. 58.

wskazania, co uczynione zostało wcześniej, na podstawowe wartości oraz dobra, których ochrona służyć ma rozwojowi rynku i realizacji jego funkcji z pożytkiem dla społeczności faktycznie go tworzącej. W analizie tej nie powinno jednak zabraknąć omówienia przesłanek podejmowanych działań podmiotu regulacyjnego, który obligując do mądrego i właściwego działania, ma na celu dążenie do osiągnięcia szczęścia podmiotów realizujących obowiązki przez niego narzucane. Pojawia się oczywiście wątpliwość o intensywność zabiegania o szczęście własnych obywateli, których przy tej okazji wolności mogą zostać ograniczone²²². Odpowiedź na tę wątpliwość uzależniona będzie między innymi od filozofii towarzyszącej procesowi regulacyjnemu, która rzutować będzie na elementy go konstruujące. Za M. Orlickim wyróżnić można trzy zasadnicze rodzaje owej filozofii, którymi są: filozofia liberalna, paternalistyczna czy też komunitarystyczna, odnoszone przez cytowanego autora do ubezpieczeń obowiązkowych, które składają się na jeden z podstawowych segmentów rynku finansowego, czyli ubezpieczeniowy²²³. Nie omawiając szczegółowo ich w tym miejscu, warto jednak zwrócić uwagę na dwa spośród wymienionych nurtów, które kojarzą się z interwencyjnym charakterem regulacji. Są nimi: komunitaryzm (kolektywizm) oraz paternalizm.

Z perspektywy rynku finansowego w pierwszej filozofii ważny jest wątek dotyczący wspólnoty wartości i pamięci, jako zworników łączących członków wspólnoty. Konsekwencją członkostwa w niej powinno być poczucie odpowiedzialności za jej losy oraz losy wszystkich jej członków. Z kolei tłumacząc ideę paternalizmu, za G. Dworkinem stwierdzić należy, iż przejawia się on w ingerowaniu w wolność działania jakiejś osoby, mającym swe uzasadnienie w racjach odnoszących się wyłącznie do dobrobytu, dobra, szczęścia, potrzeb, interesów czy też wartości osób będącej przedmiotem przymusu²²⁴. Jako argument przemawiający za działaniami paternalistycznymi podawana jest „ograniczona racjonalność” działań jednostek, której źródła upatruje się w tym, że „w wielu dziedzinach życia ludziom brakuje jasnych, stabilnych i uporządkowanych preferencji. Ich wybory zależą między innymi od sposobu przedstawienia sprawy, możliwości postrzegania i toku generowania informacji”²²⁵. Zaprezentowane poglądy uznać należy za bliskie regulacji rynku finansowego, w której widoczne jest niekiedy przedkładanie wolności nad bezpieczeństwo czy też faworyzowanie bezpieczeństwa kosztem wolności. Charakterystyczne jest w tym względzie przejmowanie przez państwo (regulatora) inicjatywy w zarządzaniu ryzykiem, w charakterystyczny dla niego sposób, a więc

²²² M. Orlicki, *Ubezpieczenia obowiązkowe*, Warszawa 2011, s. 194.

²²³ Ibidem, s. 195-196.

²²⁴ G. Dworkin, *Paternalism. Some Second Thoughts*, w: R. Sartorius [red.], *Paternalism*, Minneapolis 1983, s. 105-112.

²²⁵ A. van Aaken, *Begrenzte Rationalität und Paternalismusgefahr*, w: M. Anderheiden, P. Bürkli, H.M. Heining, S. Kirste, K. Seelmann [red.], *Paternalismus und Recht. In memoriam Angela Augustin (1968-2004)*, Tübingen 2006, s. 110, cyt. za M. Orlicki, *Ubezpieczenia obowiązkowe*, op. cit., s. 201.

poprzez uniemożliwienie niekiedy podejmowania przez podmioty wolnych decyzji, z użyciem w określonych sytuacjach przymusu włącznie²²⁶. Państwo to, jak dobry i mądry ojciec, dba o dobro swych obywateli, i to w sytuacjach gdy jak się twierdzi, nieświadomi i krótkowzroczni obywatele nie odczuwają takiej potrzeby, czy są temu wręcz przeciwni²²⁷.

Przesłanki tak postrzeganej regulacji nie są stałe i zmieniają się w czasie. Dotyczą one przy tym dwóch układów widocznych na rynku finansowym, którymi są wzajemne uprawnienia oraz obowiązki podmiotów stosunków rynkowych regulowane przy wykorzystaniu przepisów prawa prywatnego – tzw. stosunki poziome oraz uprawnienia i obowiązki prawne uczestników stosunków rynkowych i państwa, normowane przepisami prawa publicznego – tzw. stosunki pionowe²²⁸. Ingerencja w nie, podejmowana jest, jak należy zakładać, na podstawie określonej „filozofii regulacji”²²⁹, która w zależności od wyznawanej ideologii gospodarczej stanowić będzie uzasadnienie dla mniejszej lub większej ingerencji w stosunki wolnorynkowe, wykorzystując przy tym szeroką paletę przesłanek. Przesłanek, które w sposób kompleksowy prezentowane są przez przedstawicieli poszczególnych doktryn ekonomicznych, i wyznaczających kierunki w poszukiwaniu odpowiedzi na pytanie: Dlaczego regulować?²³⁰.

Jedną z zasadniczych przesłanek regulacji rynku gospodarczego, jak się uważa, jest występowanie na nim licznych „niedoskonałości”, które wpływając na niego w sposób negatywny, rodzą niebezpieczeństwo pojawienia się między innymi **ryzyka systemowego**. Ryzyko to definiować należy jako możliwość wystąpienia sytuacji, których jedną z konsekwencji jest utrata zaufania do określonego systemu (np. finansowego). Towarzyszy temu niepewność o los tego systemu, która w następstwie skutkuje określonymi implikacjami (np. bankructwami firm) dla gospodarki jako całości²³¹. Ryzyko to bywa niekiedy porównywane do plagi, podczas której choroba roznosi się i wpływa istotnie na całą populację, a przy okazji i na jej dobra²³². Istnienie tego rodzaju potencjalnej sytuacji stanowi zasadniczy argument za regulacją rynków i nadzoru nad nimi, których celem jest zapewnienie

²²⁶ M. Orlicki, *Ubezpieczenia obowiązkowe*, op. cit., s. 203.

²²⁷ Ibidem, s. 202.

²²⁸ C. Kosikowski, *Polskie publiczne prawo gospodarcze*, Warszawa 2003, s. 83.

²²⁹ Przyjmuje się, iż filozofia regulacji uzależniona jest od zasad i zwyczajów charakteryzujących dany system finansowy. Uważa się, iż rozważania na jej temat prowadzone mogą być na dwóch płaszczyznach, z których pierwsza odnosi się do ogólnej ideologii (poglądów) dotyczącej postrzegania roli rynku finansowego, podczas gdy druga związana jest już z rolą pełnioną przez konkretne regulacje dotyczące określonych problemów. Na ten temat, w: D.T. Llewellyn, *Filozofia, cele i zasady stosowania regulacji finansowych*, w: Bank i Kredyt, nr 9 1995, s. 4-10.

²³⁰ C. Kosikowski, *Publiczne prawo gospodarcze Polski i Unii Europejskiej*, Warszawa 2005, s. 226.

²³¹ G. De Nicoló, M.L. Kwast, *Systematic risk and financial consolidation: Are they related?*, w: IMF Working Paper, nr WP/02/55, Washington 2002, s. 4.

²³² O. De Brandt, P. Hartmann, *Systematic risk: a survey*, w: European Central Bank Working Paper Series, nr 35, Frankfurt am Main 2000, s. 10.

omówionej stabilności systemu²³³. Stabilność ta leży przede wszystkim w interesie państwa i uznawana jest przez nie za dobro publiczne. Z tego też względu państwo wspiera istnienie specjalnie powołanych instytucji, a także tworzy regulacje mające ograniczać wspomniane niedoskonałości i motywuje to²³⁴:

- 1) popytem na regulacje wśród konsumentów usług finansowych, którzy powinni posiadać pewien komfort przy dokonywaniu zakupu usług finansowych;
- 2) koniecznością budowania zaufania klientów instytucji finansowych;
- 3) potencjalnymi problemami systemowymi, na które wpływ mają czynniki zewnętrzne, takie jak przykładowo utrata płynności przez instytucję finansową, która może wpłynąć na sytuację całego sektora;
- 4) koniecznością ograniczenia niedoskonałości rynkowych i ich konsekwencji, w sytuacji braku idealnej konkurencji na rynku i przykładowo słabszej pozycji klientów banku;
- 5) niedoskonałością informacji – związaną z występowaniem omówionego wcześniej zjawiska asymetrii informacji i konsekwencjami z tym związanymi;
- 6) korzyściami dla instytucji finansowych w postaci większej efektywności działania oraz zaufania klientów;
- 7) a także potrzebą ciągłego monitorowania instytucji finansowych.

Wymienione przesłanki są najczęściej przytaczane w debacie o regulacji rynku finansowego. Wydaje się, iż poszczególne z nich są mniej lub bardziej eksponowane, w zależności od sytuacji na rynku finansowym, polaryzującej się pomiędzy kryzysem a stabilnością. Oczywiście ostatnia z wymienionych jest tą pożądaną, jednak doświadczenie dowodzi, iż historia rynku finansowego jest niczym przysłowiowa sinusoida, na której okresy stabilności przeplatane są z czasami zawirowań. Ma to swoje odzwierciedlenie także w procesie regulacji rynku finansowego i w tzw. **efekcie spirali cykliów** (nazywanym także zjawiskiem $3 \times R$), a więc regulacji – reakcji –

²³³ A. Matysek-Jędrzych, *Wpływ współczesnych przeobrażeń system finansowego na stabilność finansową*, w: H. Mamcarz [red.], *Rynki finansowe*, op. cit., s. 13-20; Zob. także M. Fedorowicz, *Wzmocniona integracja nadzorcza jako cecha współczesnego rynku bankowego UE*, w: K. Opolski, J. Górski [red. nauk.], *Strategie gospodarcze i społeczne Unii Europejskiej „Mechanizmy funkcjonowania strefy euro”*, Warszawa 2015, s. 35-42; 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.

²³⁴ D.T. Llewellyn, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, *Financial Services Authority*, Occasional Paper Series 1, April 1999, s. 9-10; Zobacz także G. Borys, *Dyskusja wokół regulacji i nadzoru nad sektorem finansowym*, w: P. Karpuś, J. Węclawski [red.], *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju*, Tom I, Lublin 2005, s. 9-10; Ch. A.E. Goodhart, *Some regulatory concerns*, w: C.A.E. Goodhart [red.], *The emerging framework of financial regulation*, Central Banking Publications, London 1998, s. 218-223; S. Breyer, *Analyzing Regulatory Failure: Mismatches, Less Restrictive Alternatives, and Reform*, w: A.I. Ogus, C.G. Veljanowski [red.], *Readings in the Economics of Law and Regulation*, Oxford 1994, s. 234-240; J. de Haan, S. Oosterloo, D. Schoenmaker, *Financial Markets and Institutions. A European Perspective*, Cambridge 2012, s. 362-365; G.J. Benston, *Regulating Financial Markets. A Critique and some Proposals*, London 1998, s. 27-29.

reregulacji, który oznacza, iż na skutek wprowadzania nowych regulacji podmioty regulowane „dostosowują się do nich” (reakcja) w taki sposób, który wymusza na prawodawcy tworzenie nowych przepisów (reregulacja)²³⁵. Ów efekt jest doskonałym potwierdzeniem tezy, iż regulacja rynku finansowego mająca za swój przedmiot niezwykle obszerną i skomplikowaną materię, wymaga od podmiotu ją tworzącego podejścia uniwersalnego, opartego jednak na określonych przesłankach aksjologicznych. Te ostatnie są konieczne ze względu na dylemat przed jakim jest on stawiany, a który sprowadza się do znalezienia równowagi pomiędzy efektywnością regulacji (przyczyniającą się w założeniu do jego rozwoju) a jego stabilnością, będą gwarantem ochrony podstawowej wartości rynku czyli zaufania. Jej osiągnięcie wymaga zastosowania określonych instrumentów, ale także odpowiedzenia sobie na pytanie o rozumienie efektywności i wyznaczenie granic w drodze do niej.

Efektywna regulacja powinna przemawiać do różnych celów, obejmując regulowane struktury i wpływając jednocześnie na postawy i motywację regulowanych podmiotów. Za przekonującą uznać w tym względzie należy koncepcję tzw. **elastycznej regulacji** (ang. *responsive regulation*), autorstwa I. Ayresa i J. Braithwaite²³⁶. Według tych autorów elastyczna regulacja nie powinna być postrzegana jako jasno określony program czy też zestaw zasad najlepszego sposobu regulacji. Strategia regulacyjna powinna zależeć przede wszystkim od kontekstu, w którym osadzona jest regulowana materia, kultury regulacyjnej, a także tradycji. Efektywność w takim przypadku jest określoną postawą, dzięki której rodzą się różnicowane i innowacyjne regulacyjne koncepcje²³⁷. Postulaty powyższe są szczególnie aktualne w odniesieniu do otoczenia regulacyjnego Unii Europejskiej, w stosunku do którego od kilku lat postulowana jest poprawa jego przejrzystości i czytelności. Zwraca się przy tym uwagę, iż zbytnia kazuistyka przepisów, liczne dwuznaczności, skutkować mogą zakłóceniem konkurencyjności, a także fragmentaryzacją rynku. Niezbędna jest także aktualizacja, która zapewni ich zgodność ze zmieniającymi się warunkami, przede wszystkim prowadzenia działalności gospodarczej przy zachowaniu proporcjonalności nakładów do celów²³⁸. Jednak postępująca, jak trafnie określa ją M. Fedorowicz, nadaktywność prawodawcy europejskiego²³⁹, wydaje się zaprzeczać sformułowanemu we wcześniejszym zdaniu postulatowi. Wspomniana aktywność wynika z jasno postanowionego celu, jakim jest pełna integracja rynku finansowego Unii Europejskiej, co należy przyznać nie jest zadaniem łatwym, mając na uwadze wielość kultur regulacyjnych, niejednolity rozwój poszczególnych rynków krajowych, czy wreszcie nawyki (sposoby zachowania) uczestników tych rynków.

²³⁵ K. Jackowicz, *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych UE*, w: *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, w: Bank i Kredyt, nr 10 2007, s. 12.

²³⁶ I. Ayres, J. Braithwaite, *Responsive regulation*, op. cit., s. 101 i nast.

²³⁷ Ibidem, s. 4-5.

²³⁸ M. Wiktorowicz, *Uproszczenie otoczenia regulacyjnego w Unii Europejskiej*, w: *Prawo i Podatki Unii Europejskiej*, nr 11 2006, s. 42-43.

²³⁹ M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013, s. 19.

5. Rynek finansowy Unii Europejskiej jako przykład współczesnych trendów w regulacji rynku finansowego – synteza problemu

Rynek finansowy Unii Europejskiej uznać należy w chwili obecnej za jeden z najważniejszych elementów globalnych struktur finansowych. Stanowi on istotny element funkcjonowania zjednoczonych struktur europejskich, a proces jego powstawania wpisuje się w kolejne etapy integracji gospodarczej²⁴⁰. Kwestią dyskusyjną jest, w jaki sposób powinien być on w chwili obecnej opisywany. Czy możemy mówić o jednolitym rynku finansowym Unii Europejskiej, czy raczej o strukturze opartej na rynkach finansowych krajów członkowskich, dla których elementem jednoczącym jest prawo europejskie? Rozstrzygnięcie tej kwestii nie jest łatwe i uzależnione od przyjętego określonego założenia identyfikacji rynku jako rynku jednolitego. Pomocne w tym względzie może być sięgnięcie do metod, za pomocą których zazwyczaj określa się zaawansowanie procesu integracji rynku finansowego. Metodami tymi są²⁴¹:

- 1) tzw. prawo jednej ceny – uznające rynki za zintegrowane, gdy ceny tych samych produktów będących przedmiotem obrotu na integrującym się rynku tworzonym przez te rynki są identyczne;
- 2) określenie stopnia integracji przez pryzmat uczestników rynku – a dokładniej korzyści jakie mogą być przez nich osiągnięte w związku z unifikacją rynku.

Z całą pewnością obecnie żaden z powyższych elementów nie jest spełniony w Unii Europejskiej, czego przykładem mogą koszty obsługi rachunków bankowych w poszczególnych krajach unijnych, czy też koszty związane z dokonywaniem transakcji płatniczych²⁴². Stwierdzić także należy, iż sami uczestnicy rynku, zarówno ci profesjonalni (instytucje finansowe), jak i nieprofesjonalni (konsumenci) w swych wyborach inwestycyjnych nie zawsze kierują się przesłanką korzyści. Dotyczy to w szczególności drugiej grupy, zaliczanej do tzw. rynku detalicznego, dla którego ważnymi elementami decyzyjnymi są z pewnością: bliskość podmiotu oferującego daną usługę, uwarunkowanie kulturowe, a także językowe oraz po-

²⁴⁰ M.N. Jovanović, *The Economics of European Integration*, Second Edition, Cheltenham 2013, s. 1-144.

²⁴¹ J. Żabińska, *Procesy integracyjne na europejskim rynku bankowym*, w: J. Węclawski [red.], *Bankowość*, op. cit., s. 55; Zob. także M. Iwanicz-Drozdowska, *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie*, w: *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, w: Bank i Kredyt, nr 1 2007, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007, s. 8-9.

²⁴² Zob. np. Commission Staff Working Document National measures and practices as regards access to basic payment accounts Follow-up to the Recommendation of 18 July 2011 on access to a basic payment account, Brussels, 22.8.2012 SWD (2012) 249 final.

ziom edukacji finansowej²⁴³. W praktyce oznacza to, iż stając przed wyborem danej usługi, klient (konsument) nie do końca kierować będzie się ideą europejskości i zapewne podejmie decyzję o „charakterze lokalnym”, wybierając usługę oferowaną na rynku finansowym kraju, z którego on pochodzi, nawet w sytuacji, gdy będzie to dla niego mniej opłacalne. Mimo tego usługa ta będzie miała jednak charakter europejski, albowiem na jej strukturę, sposób świadczenia i nadzór nad podmiotem ją oferujący, wpływ będą miały regulacje rynku finansowego Unii Europejskiej.

Nieprzypadkowo w tym miejscu użyte zostało pojęcie „regulacji”, w rozumieniu szerokim, zaprezentowanym wcześniej i obejmującym poza procesem tworzenia i stosowania prawa, także filozofię jemu towarzyszącą, zasadzającą się na przekonaniu o konieczności ochrony określonych wartości i dóbr. Zanim jednak zostaną one wskazane i scharakteryzowane, warto po pierwsze – rozstrząsać analizowaną naturę rynku finansowego Unii Europejskiej, a po drugie – dokonać jego zwięzłej syntezy o charakterze strukturalno-historycznym, ze szczególnym wskazaniem na widoczne trendy w zakresie realizowanych reform.

5.1. Konsensus bazylejski jako element nowego paradygmatu regulacyjno-nadzorczego (Unii Europejskiej)

Odnosząc się do pierwszego z wymienionych wątków, mając na uwadze postępującą integrację poprzez regulację rynków finansowych państw członkowskich, można obecnie mówić już o istnieniu i funkcjonowaniu rynku finansowego Unii Europejskiej, dla którego elementem spajającym jest prawo europejskie, którego tworzenie i stosowanie oparte jest na **nowym**, trafnie nazwanym, **paradygmacie regulacyjno-nadzorczym**²⁴⁴. Jego istota wyraża się na odchodzeniu od tzw. paradygmatu waszyngtońskiego, który stanowił wytyczną w określaniu globalnych standardów finansowych i zasadzał się na bezwzględnej wierze w racjonalność rynków finansowych. Zakładana efektywność tych rynków, wspomagana gwarancją dostępności do informacji rynkowej oraz w ograniczonym zakresie aktywnością prawodawcy, miała być osiągnięta przez uczestników rynku. W podejściu tym optyka regulacyjna koncentrowała się na wymiarze krajowym rynków finansowych, nie dostrzegając przy tym: wymiaru globalnego działalności, związanego z tym ryzyka (przede wszystkim systemowego), zagrożeń dla stabilności systemu gospodarczego (a tym samym i społecznego)²⁴⁵. W efekcie przyjęcie tej

²⁴³ Special Eurobarometer 373 Retail Financial Services Report, March 2012, opublikowany na: http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/policy/eb_special_373-report_en.pdf [dostęp: 25 stycznia 2016 roku].

²⁴⁴ J. Monkiewicz, M. Monkiewicz, *Ochrona konsumentów w nowym paradygmacie regulacyjno-nadzorczym rynków finansowych*, w: J. Monkiewicz, M. Orlicki [red.], *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce. Współczesne wyzwania*, Warszawa 2015, s. 13-14.

²⁴⁵ Ibidem, s. 14-15.

tw. „trylogii regulacyjnej”²⁴⁶, a więc większej przejrzystości, jawności i lepszego zarządzania ryzykiem, okazało się nieprzystające do zmieniającej się, co należy podkreślić, jakże dynamicznej sytuacji na rynkach finansowych, które mimo tego, iż uważane za krajowe, stały się częścią struktur globalnych, które przyczyniły się do globalnego kryzysu finansowego i wymusiły przyjęcie nowej filozofii regulacyjnej (zob. tabela poniżej), opartej na nowym paradygmacie.

Tabela 1. Stary i nowy konsensus regulacyjno-nadzorczy rynków finansowych

Obszary	Postrzeganie rynków finansowych	Instrumenty oddziaływania	Charakter nadzoru
Stary konsensus waszyngtoński	<ul style="list-style-type: none"> • racjonalne, mądre, samonaprawiające się • innowacje finansowe jako ważny element stabilności finansowej i bezpieczeństwa • ład korporacyjny i modele biznesu jako element swobodnego wyboru 	<ul style="list-style-type: none"> • dyscyplina rynkowa wspierana przez regulacje • rozbudowana transparentność • prywatny zarząd ryzykiem finansowym 	<ul style="list-style-type: none"> • formalny i powierzchny • perspektywa mikroostrożnościowa • bezpieczeństwo domową prywatną • nadzór odizolowany od polityki
Nowy konsensus bazylejski	<ul style="list-style-type: none"> • procykliczne, często zawodne, bez gwarancji samonaprawy • innowacje finansowe potencjalnym czynnikiem destabilizacji rynku • ład korporacyjny i modele biznesu jako przedmiot kontroli publicznej 	<ul style="list-style-type: none"> • dyscyplina regulacyjna wspierana przez dyscyplinę rynkową • rozbudowane uprawnienia organów nadzoru • publicznoprawne zarządzanie ryzykiem finansowym 	<ul style="list-style-type: none"> • materialny, głęboki i wielofilarowy • perspektywa makroostrożnościowa uwzględniająca wzajemne powiązania • bezpieczeństwo domową publiczną • ochrona konsumentów ważnym elementem składowym systemu nadzorczego • nadzór powiązany z polityką

Źródło: J. Monkiewicz, M. Monkiewicz, *Ochrona konsumentów w nowym paradygmacie regulacyjno-nadzorczym rynków finansowych*, w: J. Monkiewicz, M. Orlicki [red.], *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce. Współczesne wyzwania*, Warszawa 2015, s. 16.

Za taki uważa się tzw. **konsensus „bazylejski”**, którego nazwa nawiązuje do siedziby Banku Rozrachunków Międzynarodowych [ang. *Bank for International Settlements*], nazywanego niekiedy bankiem centralnym świata i funkcjonującego w jego ramach Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego (ang. *Basel Committee of Banking Supervision*)²⁴⁷. Podmioty te, choć nie mają uprawnień do

²⁴⁶ Ibidem.

²⁴⁷ P. Stanisławiszyn, *Zasady Bazylejskie – międzynarodowe standardy bezpieczeństwa i stabilności sektora bankowego*, w: M. Duczmał, T. Pokusa [red.], *Przejawy i instrumenty nowoczesnego za-*

tworzenia przepisów powszechnie obowiązujących, to poprzez swój prestiż i doświadczenie wywierają znaczący wpływ na współczesną architekturę rynków finansowych²⁴⁸. Opracowując między innymi standardy regulacyjne (funkcjonalne źródła prawa²⁴⁹), będące następnie inspiracją dla lokalnych prawodawców, wśród nich i europejskiego.

Standardy te opierają się na nowej filozofii regulacyjnej, która dostrzega: niestabilność rynku, jego procykliczność i towarzyszące jemu zachowania stadne. Co więcej, systemy finansowe stają się coraz bardziej złożone, wykorzystują kolejne innowacje finansowe (jak niektórzy przekornie mówią, rozumiane jedynie przez ich twórców), a ich nieodłącznym elementem staje się ryzyko²⁵⁰. W rezultacie mamy do czynienia z uruchomieniem omówionego już mechanizmu dialektyki regulacyjnej, w którym akcja (zmiany na rynku) wymusza reakcję, w tym wypadku prawodawcy i wyposażonych przez niego w stosowne instrumenty prawne podmiotów (banków centralnych, organów nadzoru itp.). Można w tym miejscu pokusić się o sformułowanie tezy, iż rynek finansowy jako swego rodzaju żywy organizm, sam przyczynił się do obecnych zmian i przyjęcia nowego paradygmatu regulacyjno-nadzorczego, opartego na przytoczonym konsensusie bazylejskim, silnie akcentującym tzw. perspektywę makroostrożnościową²⁵¹, skoncentro-

rzędzania, Opole 2004, s.137-168; M. Iwanicz-Drozdowska, *Zmiany w regulacjach ostrożnościowych a harmonizacja nadzoru bankowego w Unii Europejskiej*, w: R. Wierzbą, M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński [red.], *Nowa Umowa Kapitałowa Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego – konsekwencje dla gospodarki i sektora bankowego w Polsce*, Gdańsk 2004, s. 145-146; T. Nieborak, *Realizacja zaleceń Komitetu Bazylejskiego ds. Nadzoru Bankowego dotyczących procesu powstawania i funkcjonowania banku w polskim prawie bankowym*, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 1-2 2001, s. 51-66.

²⁴⁸ Więcej na ten temat, w: A.M. Jurkowska, *Nowa architektura sieci bezpieczeństwa jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: J. Węclawski [red.], *Bankowość*, op. cit., s. 121 i nast; Zob. także M. Gałą, *Nowa międzynarodowa architektura finansowa jako element długofalowego, strategicznego procesu zmian w światowym systemie finansowym*, w: *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie*, z. 51 2004, s. 17 i nast.

²⁴⁹ Zob. R. Kaszubski, *Funkcjonalne źródła prawa bankowego publicznego*, Warszawa 2006.

²⁵⁰ J. Monkiewicz, M. Monkiewicz, *Ochrona konsumentów w nowym paradygmacie regulacyjno-nadzorczym rynków finansowych*, w: J. Monkiewicz, M. Orlicki [red.], *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce. Współczesne wyzwania*, op. cit., s. 15.

²⁵¹ M. Fedorowicz, *Nowy europejski nadzór finansowy ze szczególnym uwzględnieniem nadzoru bankowego- pojęcie, istota prawna i funkcje*, w: *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* nr 630 2010, *Roczniki Prawnicze* nr 22, s. 59-75; M. Fedorowicz, *Normatywne aspekty regulacji europejskiego nadzoru finansowego ze szczególnym uwzględnieniem europejskiego nadzoru w prawie bankowym*, w: A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński [red.], *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, wyd. I, Warszawa 2010, s. 299- 307; M. Fedorowicz, *Główne zasady organizacyjne nowego europejskiego nadzoru finansowego, na przykładzie Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego oraz Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego*, w: *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, nr 7 2011, s. 2-9; M. Fedorowicz, *Kompetencje regulacyjne Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego w zakresie przeciwdziałania kryzysowi finansowemu*, w: J. Szambelańczyk [red.], *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, Warszawa 2011, s. 109-127; M. Fedorowicz, *Prawne ujęcie nadzoru makroostrożnościowego w świetle krajowych projektów*

waną na publicznym zarządzaniu ryzykiem systemowym²⁵². Za J. Monkiewiczem i M. Monkiewiczem wyróżnić można kilka cech charakteryzujących nowy paradygmat, którymi są²⁵³:

- Silne zaakcentowanie roli dyscypliny regulacyjnej, dopuszczającej możliwość ingerowania w mechanizmy rynkowe²⁵⁴.
- Tworzenie wielopoziomowych, rozbudowanych, skomplikowanych systemów regulacyjnych²⁵⁵.
- Wykorzystanie nowych, „miękkich” instrumentów regulacyjnych (ang. *soft law*), takich jak wytyczne, rekomendacje, opinie, zalecania, wiążące standardy techniczne²⁵⁶.
- Korzystanie z pozasądowych systemów przymusowej restrukturyzacji oraz uporządkowanie upadłości instytucji finansowych (tzw. systemy rezolucyjne)²⁵⁷.
- Opracowanie i realizacja koncepcji systemów nadzoru finansowego opartej na kilku filarach, z których najczęściej eksponowanymi są makro- i mikroostrożeńciowy²⁵⁸.
- Tendencja do jeszcze większego wyartykułowania potrzeby ochrony praw konsumentów, którzy, jak dowiodły wydarzenia ostatnich lat, nie zawsze działają racjonalnie, a niejednokrotnie o ich decyzjach decydują aspekty behawioralne. Ich efekty nie są obojętne dla rynku i jego stabilności, stąd pojawiła się potrzeba połączenia polityki ochrony konsumenta na rynku finansowym z ramami stabilności finansowej (ang. *the financial stability model of consumer protection*).

ustaw o nadzorze makroostrożeńciowym nad systemem finansowym w ramach przedsejmowego etapu legislacyjnego, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, s. 113-136.

²⁵² J. Monkiewicz, M. Monkiewicz, *Ochrona konsumentów w nowym paradygmacie regulacyjno-nadzorczym rynków finansowych*, w: J. Monkiewicz, M. Orlicki [red.], *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce. Współczesne wyzwania*, op. cit., s. 16.

²⁵³ Ibidem, s. 16-25.

²⁵⁴ Zob. także M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 35-71.

²⁵⁵ Obecnie za najambitniejsze tego rodzaju przedsięwzięcie uznać należy realizację koncepcji Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego.

²⁵⁶ Problematyka *soft law* zostanie omówiona w dalszej części rozdziału. Zob. D. Wojtczak, *Soft law i mechanizmy nielegislacyjne jako instrumenty integracji rynku usług bankowych Unii Europejskiej*, w: *Monitor Prawa Bankowego*, nr 1 2012, s. 58-71.

²⁵⁷ Czego przykładem jest budowana i funkcjonująca już w części w Unii Europejskiej – Unia Bankowa.

²⁵⁸ Jako przykład wskazać należy budowę nowych europejskich struktur nadzoru finansowego, opartych na filarach mikro- i markooostrożeńciowym. Na ten temat D. Green, *The Relationship between Micro-Macro-Prudential Supervision and Central Banking*, w: E. Wymeersch, K.J. Hopt, G. Ferrarini [red.], *Financial Regulation and Supervision*, Oxford 2012, s. 57-71.

5.2. Rynek finansowy Unii Europejskiej – ujęcie strukturalno-historyczne

Analizę rynku finansowego Unii Europejskiej z perspektywy strukturalno-historycznej rozpocząć należy od stwierdzenia, iż jego obecna transformacja realizowana jest z całą pewnością w oparciu o założenia zaprezentowanego powyżej nowego paradygmatu regulacyjno-nadzorczego, do którego prawodawca europejski dochodził przez kilka ostatnich dziesięcioleci rozwijając ideę budowy jednolitego rynku wewnętrznego, zdefiniowanego w art. 26 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej [dalej: TFUE]²⁵⁹ jako obszar bez granic wewnętrznych, w którym jest zapewniony swobodny przepływ towarów, osób, usług i kapitału, zgodnie z postanowieniami Traktatów²⁶⁰.

Koncepcja tego rynku jako przestrzeni pozbawionej barier wewnętrznych jest jednym z normatywnych fundamentów Unii Europejskiej²⁶¹. Powszechnie przyjmuje się, iż rynek finansowy Unii Europejskiej powinien być postrzegany jako część rynku wewnętrznego²⁶². Teza ta towarzyszy także tworzonemu i stosowanemu nowym regulacjom unijnego prawa rynku finansowego, za których normatywną podstawę przyjęcia, podaje się konkretne przepisy prawa pierwotnego. Jako przykład tego rodzaju metodologii można podać projekt tworzenia Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego, dogłębnie przeanalizowany w monografii M. Fedorowicz²⁶³. Autorka, omawiając normatywne podstawy, jednej z najważniejszych w chwili obecnej koncepcji nadzoru finansowego nad rynkiem europejskim, dokonuje w pierwszej kolejności egzegezy przepisów traktatowych. Wskazuje przy tym na fundamentalny art. 114 TFUE, który stanowi o prawie Parlamentu Europejskiego i Rady, stanowiących zgodnie ze zwykłą procedurą prawodawczą i po konsultacji z Komitetem Ekonomiczno-Społecznym, do przyjęcia środków dotyczących zbliżenia przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych państw członkowskich, które mają na celu ustanowienie i funkcjonowanie rynku wewnętrznego. Korzystanie z tych uprawnień jest jednak ograniczone do podejmowania inicjatyw prawodawczych, jeżeli unijne prawo pierwotne tego nie zabrania i jeśli inicjatywy te służyć mają urzeczy-

²⁵⁹ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej – wersja skonsolidowana z dnia 26 października 2012 r., OJ C 326/47.

²⁶⁰ N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford 2014, s.1-42; P. Zawadzka, *Instrumenty finansowe w gospodarce gminy*, Warszawa 2015, s. 42-63.

²⁶¹ B. Bacia, A. Zawadzka, *Swoboda przepływu kapitału i usługi finansowego w Unii Europejskiej*, Warszawa 2011, s. 48.

²⁶² C. Kosikowski, *Finanse i prawo finansowe Unii Europejskiej*, Warszawa 2014, s. 270-272; J. de Haan, S. Oosterloo, D. Schoemaker, *Financial Markets and Institutions. A European Perspective*, op. cit., s. 178-184; T. Nieborak, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, op. cit., s. 62-123.

²⁶³ M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, passim.

wistnieniu zapewnienia w Unii Europejskiej swobodnego przepływu towarów, osób, usług i kapitału w obrębie rynku wewnętrznego²⁶⁴. „Sekwencję” art. 114 TFUE i art. 26 TFUE uznać należy za podstawową i wyjściową dla zmian, jakie dokonują się obecnie w środowisku regulacyjnym rynku finansowego Unii Europejskiej²⁶⁵. Albowiem uznając ten rynek za część rynku wewnętrznego Unii, prawodawca upoważnia stosowne jej organy do podejmowania kolejnych inicjatyw, które pozwolą zrealizować w przyszłości ideę zbudowania w pełni jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej, który jak należy przypuszczać, w założeniu prawodawcy europejskiego ma być ponadnarodową strukturą gospodarczą²⁶⁶.

Jednym z jej przejawów jest między innymi działający już począwszy od 2011 roku europejski nadzór finansowy, który na podstawie zaprezentowanej sekwencji wyposażony został w instrumenty dotychczas nie spotykane, które zapewnić mają jemu efektywne działanie. Za cytowaną powyżej autorką podzielić można je na dwa zasadnicze rodzaje, tj. niewiążące prawnie instrumenty działania organów nadzoru tworzących Europejski System Nadzoru Finansowego oraz wiążące prawnie instrumenty działania tychże organów²⁶⁷. Specyfika poszczególnych z nich stanowi potwierdzenie tezy o zmianie dotychczasowej filozofii regulacyjnej prawodawcy europejskiego stosowanej w odniesieniu do rynku finansowego. Instrumenty te bowiem uznać należy za prawdziwe *novum*, nigdy wcześniej nie stosowane w praktyce.

Odnosząc się do pierwszego z wątków, dotyczącego zmiany filozofii regulacyjnej, warto przypomnieć, iż do czasu globalnego kryzysu z roku 2008 dominowało przeświadczenie o możliwości kontynuowania procesów zmian regulacyjnych na unijnym rynku finansowym, opierających się na uznawanej dotychczas za „świętą” – **zasadzie harmonizacji minimalnej**, która podkreślała rolę autonomii państw członkowskich w omawianym procesie. Państwa te, mające wyznaczony w aktach prawnych przez prawodawcę cel, miały określoną swobodę w jego realizacji. Jednak postępująca globalizacja rynków w połączeniu z kryzysem i widoczną pokusą

²⁶⁴ M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, op. cit., s. 113.

²⁶⁵ Tak też D. Wojtczak-Samoraj, *Cele unijnego prawa rynku finansowego*, w: W. Miemieć, K. Sawicka [red. nauk.], *Instytucje prawnofinansowe w warunkach kryzysu gospodarczego*, Warszawa 2014, s. 579.

²⁶⁶ Koncepcja ta ze względu na różnorodność czynników występujących na krajowych rynkach finansowych wydaje się trudna (żeby nie powiedzieć niemożliwa) do zrealizowania. Bardziej realne wydaje się dążenie do budowy rynku finansowego Unii Europejskiej o strukturze federacyjnej, opierającej się na wspólnych strukturach nadzorczych (których organizacja, uwzględnia czynnik krajowy) i podstawach prawnych. W tym ostatnim przypadku niełatwym zadaniem będzie z pewnością stworzenie jednolitych ram prawnych, które uwzględniałyby przykładowo różnice w rozwoju rynku finansowego Wielkiej Brytanii i Polski.

²⁶⁷ Zob. także M. Fedorowicz, *Funkcje nowego europejskiego nadzoru finansowego ze szczególnym uwzględnieniem funkcji nadzorczych w sektorze bankowym*, w: *Kwartalnik Prawa Publicznego*, nr 4 2010, s. 59-79.

do tzw. „pozłacania” regulacji unijnych (ang. *goldplating*)²⁶⁸, wpłynęły na zmianę kursu w kierunku **maksymalnego harmonizowania** prawa rynku finansowego Unii Europejskiej. Przejawem tego jest między innymi kreowanie nowych, ponadnarodowych, paneuropejskich struktur nadzorczo-kontrolnych tworzonych przez organy wyposażone w instrumenty prawne, umożliwiające im ingerencję (po spełnieniu określonych przesłanek) w sprawy dotychczas zagwarantowane dla organów państw członkowskich²⁶⁹. Co więcej, zmiany dotyczą także aktów prawnych normujących funkcjonowanie poszczególnych segmentów rynku²⁷⁰. W odniesieniu do tych najważniejszych (np. bankowego, kapitałowego) prawodawca tworzy dla nich podstawy prawne, przyjmując z reguły akty, które stanowią swoistą „parę”, na którą składają się dyrektywa oraz rozporządzenie. Przy czym pierwsza z nich może być tzw. dyrektywą harmonizacji maksymalnej, wymagającą od państw członkow-

²⁶⁸ Ideę „pozłacania regulacji unijnych” zdefiniować można jako proces przyjmowania ich przez prawodawców państw członkowskich do ich wewnętrznych porządków prawnych w taki sposób, iż co prawda oddany jest duch regulacji, ale nie zostaje osiągnięty jej cel. Realizowane jest to przy pomocy „odpowiednio” zredagowanych tekstów prawnych. Tego rodzaju działanie spowodowane jest chęcią utrzymania konkurencyjności rodzimego rynku względem rynków innych państw, co w konsekwencji prowadzi do nierównej konkurencji, czego skutkiem jest przykładowo arbitraż regulacyjny. Instytucje finansowe wybierają bowiem na miejsce swej aktywności bardziej dogodne środowisko regulacyjne, które nie zawsze musi być środowiskiem bezpieczniejszym. Poza elementem konkurencyjności, za negatywny aspekt opisywanego zjawiska uznać więc należy także zagrożenie dla stabilności systemu.

²⁶⁹ W tym miejscu wskazać można na decyzje nadzorcze europejskich organów nadzoru, uregulowane np. w art. 19 ust. 4 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 roku w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylecia decyzji Komisji 2009/78/WE, OJ L 331/12 – dalej: rozporządzenie EBA, stanowiący, iż „bez uszczerbku dla uprawnień Komisji na mocy art. 258 TFUE, w przypadku gdy właściwy organ nie stosuje się do decyzji Urzędu, a w ten sposób nie zapewnia spełnienia przez instytucję finansową wymogów, które stosowane są wobec niej bezpośrednio na mocy aktów, o których mowa w art. 1 ust. 2, Urząd może wydać skierowaną do instytucji finansowej decyzję indywidualną, zobowiązującą tę instytucję do podjęcia działań niezbędnych do wypełnienia jej obowiązków wynikających z prawa Unii, w tym do zaprzestania określonych praktyk”; Więcej na ten temat, w: M. Fedorowicz, A. Michór, *O charakterze prawnym decyzji nowych europejskich organów nadzoru nad rynkiem finansowym UE*, w: Europejski Przegląd Sądowy, nr 11 2011, s. 24- 35; M. Fedorowicz, *Reforma nadzoru nad rynkiem finansowym w Unii Europejskiej a samodzielność krajowego nadzorca*, w: W. Rogowski [red.], *Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego. Nadzór makrostabilnościowy. Nadzór bankowy SKOK. Instrumenty finansowe*, Kraków-Warszawa 2014, s. 33-49; T. Nieborak, *Decyzja jako szczególna forma działań podejmowanych przez Europejski Organ Nadzoru Bankowego*, w: A. Pomorska, P. Smoleń, J. Stelmasiak, A. Gorgol [red.], *Prawo finansowe w warunkach członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Księga Jubileuszowa dedykowana Profesor Wandzie Wójtowicz*, Lublin 2011, s. 321-332.

²⁷⁰ Obejmujących między innymi problematykę: nadzoru finansowego, Unii Bankowej, działalności parabankowej (ang. *shadow banking*), krótkiej sprzedaży, funduszy inwestycyjnych, wykorzystania pochodnych instrumentów finansowych, funkcjonowania alternatywnych funduszy inwestycyjnych, Unii Kapitałowej, tzw. *crowdfunding*, jednolitego obszaru płatności w strefie euro (SEPA), systemu gwarantowania depozytów, ubezpieczeń społecznych i umownych, postępowania naprawczego i upadłościowego banków (tzw. *resolution*), konglomeratów finansowych, nadzoru nad agencjami ratingowymi, audytu, zapobiegania zjawisku prania brudnych pieniędzy i wiele innych.

skich ścisłej implementacji do ich porządków prawnych, a więc przy braku zgody na pominięcie lub dodanie innych wymogów. Jednak z możliwością zastosowania, uzgodnionych na etapie jej przyjmowania określonych tzw. opcji narodowych, upoważniających do wyboru jednego ze wskazanych rozwiązań. Z kolei rozporządzenie jest jak wiadomo unijnym aktem prawnym mającym bezpośrednie zastosowanie. Mimo tego i w jego przypadku wskazać można na nieznanne dotychczas rozwiązania, przyjęte po raz pierwszy w przypadku rozporządzeń (ale i dyrektyw) dotyczących rynku finansowego. Chodzi o stworzenie możliwości ich doprecyzowania poprzez zastosowanie oryginalnych instrumentów prawnych, do których zaliczyć należy tzw. wiążące standardy techniczne (ang. *binding technical standards* – BTS)²⁷¹. Opracowywane i zatwierdzane są one na podstawie procedury i tym razem sięgają swymi korzeniami przepisów TFUE, normujących delegowane (art. 290 TFUE) i wykonawcze (art. 291 TFUE)²⁷² akty o charakterze nieustawodawczym, które w hierarchii aktów prawa Unii Europejskiej muszą być zgodne z aktami ustawodawczymi²⁷³.

Nie dokonując w tym miejscu ich szczegółowej analizy, za doktryną przyjęć należy, iż rola tych aktów przejawia się w tworzeniu poczucia stabilizacji i zrównania konkurencji na unijnym rynku, osiąganych poprzez precyzyjne, szczegółowe określanie wymogów dla podmiotów finansowych w ich działalności. Zwraca się także uwagę na ich rolę w zakresie tworzenia jednolitych wzorców postępowania (tzw. aspekt spójnościowo-konwergencyjny) w formie rozporządzeń czy też decyzji, co realizowane jest jednak kosztem podmiotów krajowych odpowiedzialnych za funkcjonowanie rynków rodzimych²⁷⁴. Zgodzić należy się w tym miejscu w poglądem M. Fedorowicz, iż ich precyzja i szczegółowy charakter mogą okazać się dobrodziejstwem dla rynku finansowego Unii Europejskiej, ale rodzić mogą również dezorientację i wrażenie przeregulowania²⁷⁵.

²⁷¹ Zob. np. art. 97 ust. 4 rozporządzenia CRR stanowiący, iż EUNB [Europejski Urząd Nadzoru Bankowego – T.N.], w porozumieniu z EUNGiPW [Europejskim Urzędem Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych – powszechnie znany pod nazwą ESMA – T.N.], opracowuje projekty regulacyjnych standardów technicznych w celu doprecyzowania następujących elementów: a) obliczania wymogu posiadania uznanego kapitału w wysokości co najmniej jednej czwartej stałych kosztów pośrednich poniesionych w roku poprzednim; b) warunków korygowania przez właściwe organy wymogu posiadania uznanego kapitału w wysokości co najmniej jednej czwartej stałych kosztów pośrednich poniesionych w roku poprzednim; c) obliczania prognozowanych stałych kosztów pośrednich w przypadku firmy inwestycyjnej, która nie prowadzi jeszcze działalności przez pełny rok.

²⁷² J. Barcz, *Akty delegowane i akty wykonawcze – pojęcie i kryteria rozróżnienia*, w: Europejski Przegląd Sądowy, nr 3 2012, s. 6-16; A. Piesiak, *Główne problemy w negocjacjach i we wprowadzaniu w życie nowego systemu aktów delegowanych i wykonawczych zgodnie z art. 290 i art. 291 TFUE* w: Europejski Przegląd Sądowy, nr 3 2012, s. 17-22; J. Bast, *New Categories of Acts after the Lisbon Reform: Dynamics of Parliamentarization in EU Law*, w: Common Market Law Review, No. 3 2012, s. 885-927; M. Chamon, *EU agencies between Meroni and Romano or the devil and the deep blue sea*, w: Common Market Law Review, No. 4 2011, s. 1055-1075.

²⁷³ M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, op. cit., s. 169 i nast.

²⁷⁴ Ibidem, s. 175-175.

²⁷⁵ Ibidem, s. 176.

Teza ta jest w pełni zasadna, gdy podda się analizie wybrane przykłady regulacji unijnych, tworzonych na podstawie nowej filozofii harmonizacji maksymalnej. Filozofii, która niejednokrotnie prowadzi do sytuacji, w której dyrektywa coraz częściej zaczyna przypominać rozporządzenie, natomiast rozporządzenie doprecyzowywane, np. BTSami – dyrektywę. Nieprzypadkowo w ostatnim zdaniu zaznaczono, iż BTSy stanowią jedynie przykład form doprecyzowania określonych aktów prawnych, zaliczanych także do przytoczonych wcześniej wiążących prawnie instrumentów działania europejskich organów nadzoru. Inne są bowiem niewiążące formy stosowania prawa, za które uznać należy wytyczne, zalecenia, opinie (zaliczane do kolejnej niezwykle interesującej kategorii tzw. *soft law*, a więc prawa miękkiego), ostrzeżenia czy też zalecenia.

Przytoczoną problematykę *soft law* i możliwości jego zastosowania w prawie rynku finansowego uznać należy za jeden z ważniejszych wątków dyskusji na jego temat. Choć, co należy przyznać, nie doczekał się on jak dotychczas pogłębionego opracowania, w szczególności w europejskiej literaturze przedmiotu²⁷⁶. Zagadnienia *soft law* z reguły utożsamiane są z prawem międzynarodowym, którego przedstawiciele przyczynili się do powstania tego terminu, niekiedy zamiennie określanego pojęciem *flexible law*. Warto w tym miejscu wskazać, iż wśród przedstawicieli doktryny, nie ma pełnej zgody co do na przykład jego zakresu definicyjnego lub możliwości określania owych rzeczywistych środków pozaprawnych mianem prawa²⁷⁷. Jednak za najważniejszy problem wskazanej

²⁷⁶ Na uwagę zasługuje w tym względzie monografia C. Brummera, *Soft Law and the Global Financial System. Rule making in the 21st Century*, Cambridge 2012, passim. Autor prezentuje w niej koncepcję międzynarodowego prawa rynku finansowego (nazywaną co prawda po angielsku *International Financial Law* – zob. uwagi w poprzednim rozdziale na temat definiowania prawa rynku finansowego w relacji do prawa finansowego), w którego tworzenie zaangażowane są podmioty międzynarodowe, które z prawnego punktu widzenia nie posiadają prawa do tworzenia źródeł prawa powszechnie obowiązującego. Te ostatnie stanowią przykład zdefiniowanego przez niego *soft law*, mającego być odpowiedzią na wyzwania stawiane przez współczesne rynki finansowe. Dlatego niezbędna jest współpraca w ramach podmiotów takich, jak przykładowo: G-20, *Financial Stability Board*, *Basel Committee on Banking Supervision*, *IOSCO (International Organization for Securities Commissions)*, *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, *International Accounting Standards Board (IASB)*, *Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)*, *Financial Action Task Force (FATF)*, *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)*, *International Association of Deposit Insurers (IADI)*, a także *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*, w których spektrum zainteresowania zawsze znajdują się kwestie związane z rynkiem finansowym.

²⁷⁷ Wyczerpująca problematyka ta omówiona została w artykule A. Wyrozumskiej, *Instrumenty międzynarodowe niewiążące prawnie (soft law lub flexible law)*, w: A. Łazanowsky, R. Ostrihansky [red.], *Współczesne wyzwania europejskiej przestrzeni prawnej. Księga pamiątkowa dla uczczenia 70. urodzin Profesora Eugeniusza Piontka*, Kraków 2005, s. 607-644. Zob. także R. Bierzanek, „Miękkie” prawo międzynarodowe, w: *Sprawy Międzynarodowe*, nr 1 1987, s. 91-106; H. Hilgenberg, *A Fresh Look at Soft Law*, w: *European Journal of International Law*, Vol. 10 No. 3 1999, s. 499-515; I. Seidl-Hohenveldern, *International Economic „Soft Law”*, w: *Recueil des Cours de l'Academie de Droit International*, 1979 – II, s. 169 i nast.; A.J. P. Tammes, *Soft Law*, w: *Essays on International and Comparative Law in Honour of Judge Erades*, den Haag 1983, s. 187 i nast.

debaty uznać należy kwestię charakteru (prawnego i pozaprawnego) instrumentów zaliczanych do kategorii miękkiego prawa. Czy mogą one jako instrumenty prawnie niewiążące wywoływać skutki prawne? Czy należy jedynie postrzegać je jako akty, których podstawową zaletą są: ich elastyczność i mniejszy formalizm zastosowania, a także łatwość zmiany lub uchylecia? Mimo tego, iż niejednokrotnie ze względu na prestiż podmiotu je przyjmującego są one wykonywane²⁷⁸. Osiągany jest tym samym cel charakteryzujący prawo „twarde”, którego prawnie wiążący charakter przejawia się w ekspektatywie sankcji za jego nieprzestrzeganie. Możliwe jest to z jednej strony dzięki wspomnianemu prestiżowi, a z drugiej strony niewątpliwej sile politycznej stojącej za filozofią ich wykorzystania, a także ich walorami perswazyjnymi i moralnymi. Dlatego też zgodzić należy się z poglądem, iż wszelkiego rodzaju „rezolucjom, wytycznym, kodeksom postępowania, memorandum, porozumieniom, deklaracjom zasad, deklaracjom interpretacyjnym, raportom i programom nie nadawano wprawdzie mocy prawnej, jednak wspólne państwowo przesłanki ich przyjęcia lub brak jednoznacznego i wyraźnego sprzeciwu ich przyjęciu, a także daleko posunięta konwergencja przyjmowanych standardów czyniły z nich istotny punkt odniesienia dla stosowania prawa”²⁷⁹. Nie inaczej jest w przypadku rynku finansowego Unii Europejskiej, na którym widoczna jest tendencja do jego „rozmiękczenia”. Wynika ona z całą pewnością ze specyfiki regulowanej materii, w tym przede wszystkim jej rozległości – i co najważniejsze – dynamiki. Nowe formy inwestycji opracowywane przez rynek wymuszają reakcję prawodawcy. Jednakże niekiedy nie jest możliwe stworzenie przez niego przepisu, który w sposób uniwersalny mógłby unormować funkcjonowanie określonej inwestycji w dłuższym czasie i nie wymagałby interwencji prawodawcy opierającej się na przewidzianych procedurach tworzenia prawa. Można więc uznać, iż elastyczność rynku wymusiła elastyczność prawodawcy, który sięgnął po możliwości, jakie daje *soft law* w postaci wytycznych, zaleceń, opinii, ostrzeżeń, zaleceń, wydawanych na przykład przez organy składające się na strukturę europejskiego nadzoru finansowego. W tym przypadku należy je rozpatrywać w dwóch wymiarach: wewnętrznym (*pro foro interno*), a więc w zakresie w jakim miękkie prawo dotyczy organów nadzoru krajów członkowskich oraz zewnętrznym (*pro foro externo*), czyli ukierunkowanym na instytucje finansowe poddane nadzorowi²⁸⁰. Nie dokonując w tym miejscu szczegółowej analizy poszczególnych form *soft law*, obecnych w prawie rynku finansowego UE (głównie normującym strukturę nadzoru nad nim), po-

²⁷⁸ A. Wyrozumka, *Pojęcie prawa Unii Europejskiej i zasady jego działania*, w: J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumka, *Instytucje i prawo Unii Europejskiej*, Warszawa 2015, s. 291-292. Zob. także P. Pęczak, „Miękkie” prawo międzynarodowe w procesie stosowania prawa krajowego, w: L. Leszczyński [red.], *Wykładnia prawa. Odrębności w wybranych gałęziach prawa*, Lublin 2006, s. 129-137.

²⁷⁹ M. Menkes, *Soft law i jego tworzenie w relacjach międzynarodowych*, w: P. Chmielnicki [red.], *Pochodzenie, tworzenie i efektywność prawa*, Warszawa 2014, s. 312.

²⁸⁰ M. Fedorowicz, *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, op. cit., s. 153.

dzielić należy tezy M. Fedorowicz, która, omawiając problematykę miękkiego prawa, stwierdza²⁸¹:

- 1) iż spełnia ono funkcje służebne w procesie spójnego i jednolitego rozumienia oraz przestrzegania prawa rynku finansowego Unii Europejskiej;
- 2) regulacja jego w dużym stopniu odbiega od tradycyjnie pojmowanego unijnego *soft law*, wykazując cechy silniejszego niż dotychczas, faktycznego związania jego adresatów;
- 3) efektywność jego jest zapewniona w dużej mierze dzięki normatywnym instrumentom wymuszającym i sankcjonującym niezrealizowanie intencji twórcy miękkich form oddziaływania;
- 4) iż akty je tworzące uznać należy za *soft law* nowej generacji pełniącego szczególną funkcję w prawie rynku finansowego Unii Europejskiej, wynikającą z faktu, iż prawodawca unijny, nie mogąc przypisać im bezpośrednio wiążącego charakteru (opartego na prawie pierwotnym), dąży do wymuszenia na adresatach tego prawa określonych skutków prawnych, istotnych z punktu widzenia celów tworzonych przez niego regulacji (w tym przypadku dotyczących nadzoru nad europejskim rynkiem finansowym).

Krótki opis specyfiki nowej filozofii regulacyjnej Unii Europejskiej w zakresie jej rynku finansowego, prowadzi do wniosku, iż jej efektem są między innymi nowe rozwiązania prawne, które na pierwszy rzut oka wydają się służyć realizacji idei ujednoczenia rynku. Towarzyszy im jednak ryzyko przeregulowania. Wrażenie takie odnieść można już po analizie ilości, nazwijmy je tzw. podstawowych aktów prawnych (dyrektyw, rozporządzeń), normujących funkcjonowanie unijnego rynku finansowego. W tej chwili jest ich około siedemdziesiąt, a prace nad kolejnymi czterdziestoma są w toku. Co więcej, biorąc za przykład sektor bankowy, dla którego najważniejszymi aktami prawnymi są tworzące przytoczoną ową „parę” – dyrektywa CRDIV oraz rozporządzenie CRR, których objętość razem to 436 strony (nie licząc wydanych na ich podstawie innych omówionych instrumentów działania), rodzi się pytanie o zasadność tego rodzaju (nad)aktywności prawodawcy europejskiego. Tym bardziej iż podany przykład stanowi jedynie część wszystkich inicjatyw prawnych, dotyczących przykładowo rynku kapitałowego (najważniejsze akty to łącznie około 1000 stron), czy też realizacji koncepcji Unii Bankowej²⁸²

²⁸¹ Ibidem, s. 162-163.

²⁸² Zob. T.H. Tröger, *Regulatory Influence on Market Conditions in the Banking Union*, w: House of Finance Working Papers, SAFE Working Paper No. 109 2015.; J. Monkiewicz, *Unia bankowa jako zmiana architektury regulacyjnej i nadzorczej rynku finansowego z perspektywy ekonomicznej*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, op. cit., s. 59-73; A. Jurkowska-Zeidler, *Prawo unii bankowej*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, op. cit., s. 74-93; T. Nieborak, *Unia bankowa - w stronę bezpieczeństwa i stabilności rynku finansowego Unii Europejskiej?*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, op. cit., s. 94-112; P. Stanisławiszyn, *Unia Bankowa – blaski i cienie nowego mechanizmu rynku finansowego*, w: Z. Ofiar-

(w którą włączony został Europejski Bank Centralny)²⁸³, Unii Kapitałowej²⁸⁴, a w przyszłości zapewne i Unii Ubezpieczeniowej.

Z całą pewnością większości z wymienionych projektów przyświeca chęć stworzenia rynku finansowego Unii Europejskiej, który byłby w stanie konkurować z innymi tego rodzaju rynkami na świecie. Widoczna jest także determinacja tak władz unijnych, jak i samego prawodawcy w tym względzie. Czy jednak przy tak dużej ilości źródeł prawa, o jakże odmiennych formach i niezwykle dużym stopniu skomplikowania oraz szczegółowości możliwa jest rzeczywista kontrola funkcjonowania rynku? Tym bardziej, iż nowa tendencja regulacyjna jest efektem woli zapanowania nad tym rynkiem, która ujawniła się szczególnie silnie po 2008 roku. Oczywiście mnożenie kolejnych regulacji wynika z samej aktywności rynku, stanowiąc przykład opisanego syndromu $3 \times R$, kiedy to regulacja zostaje wymuszona reakcją rynku na istniejące już wcześniej regulacje. Kreatywność rynku i będące jego efektem kolejne innowacje finansowe pozwalają stwierdzić, iż proces ten będzie postępował²⁸⁵. Czy sprzyjać będzie on realizacji celów i ochronie dóbr oraz wartości zapisanych w aktach prawnych unijnego prawa rynku finansowego? Czy prawodawca unijny uwzględni w swych kalkulacjach także elementy behawioralne, związane z recypowaniem poszczególnych rozwiązań prawnych w praktyce i ich wpływem na zachowania uczestników rynku? Czy przeciętny klient banku, firmy inwestycyjnej, instytucji płatniczej, zamiast ochrony otrzymuje tylko tysiące regulacji zupełnie dla niego (a niekiedy i dla samych instytucji finansowych) niezrozumiałych? Czy zapewniają one ochronę stabilności i służą ochronie naczelnej wartości rynku, tj. zaufania? Te i wiele innych pytań nasuwa się przy okazji analizowania dorobku prawnego prawodawcy europejskiego w zakresie rynku finansowego. I choć nie jest zamiarem autora udzielenie odpowiedzi na wszystkie z nich, to ich postawienie ma wzbudzić w czytelniku poczucie zainteresowania, a być może i wątpliwości. Bowiem dochodząc do tego momentu książki zapewne zapoznał się on już z istotą problematyki dotyczącej regulacji rynku finansowego w dobie globalizacji, której przyświeca idea budowania rynku bezpiecznego, stabilnego i opartego na zaufaniu.

ski [red.], *XXV lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym – ocena dokonań i wnioski na przyszłość*, Szczecin 2014, s. 851-860.

²⁸³ Rozporządzenie Rady (UE) nr 1024/2013 z dnia 15 października 2013 roku powierzające Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi, OJ L 287/63; Zob. także M. Fedorowicz, *Stabilnościowe elementy Europejskiej Unii Bankowej jako podstawa reformy zadań i funkcji Europejskiego Banku Centralnego oraz Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego*, w: Z. Ofiarski [red.], *XXV lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym – ocena dokonań i wnioski na przyszłość*, Szczecin 2014, s. 691-700.

²⁸⁴ Na ten temat, w: Communication from The Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital Markets Union, Brussels, 30.9.2015, COM(2015) 468 final.

²⁸⁵ Zob. także A. Samborski, *Globalizacja rynków finansowych*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 3 2004, s. 16 i nast.

Nie inaczej jest w przypadku Unii Europejskiej i jej prawa. Prawodawca unijny normując funkcjonowanie poszczególnych segmentów rynku finansowego, wskazuje na cele swych działań, a czyni to wykorzystując między innymi preambuły poszczególnych aktów prawnych²⁸⁶. Jak się przyjmuje, wykorzystanie przez niego tych niejednokrotnie niezwykle rozbudowanych form wynika z roli, jaką przypisuje się wykładni funkcjonalnej, w tym celowościowej, dostrzegającej istotę celów i wartości Unii Europejskiej²⁸⁷. Podzielić należy pogląd D. Wojtczak-Samoraj, iż mimo tego, że wskazana wykładnia w tradycji poszczególnych państw członkowskich miała zazwyczaj subsydiarny charakter, to jednak multicentryczny charakter systemu prawnego²⁸⁸, na który składa się współistnienie w jednym momencie kra-

²⁸⁶ Zob. np. pkt 9 preambuły rozporządzenia CRR mówiący, iż „z uwagi na pewność prawa oraz potrzebę zapewnienia równych warunków działania w Unii jednolity zestaw regulacji dla wszystkich uczestników rynku jest jednym z kluczowych elementów dla funkcjonowania rynku wewnętrznego. Aby unikać zakłóceń rynkowych i arbitrażu regulacyjnego, minimalne wymogi ostrożnościowe powinny zatem zapewniać maksymalną harmonizację. W rezultacie okresy przejściowe przewidziane w niniejszym rozporządzeniu mają kluczowe znaczenie dla jego sprawnego wdrożenia i unikania niepewności na rynkach”. A także pkt 6 PSD2, w którym prawodawca stanowi, iż „należy ustanowić nowe przepisy, aby wyeliminować luki regulacyjne, zapewniając jednocześnie większą jasność prawa i spójne stosowanie ram legislacyjnych w całej Unii. Dotychczasowym oraz nowym uczestnikom rynku należy zagwarantować równorzędne warunki działania, umożliwiając upowszechnienie nowych sposobów płatności wśród szerokiego kręgu użytkowników i zapewniając wysoki poziom ochrony konsumentów przy korzystaniu z tych usług płatniczych w całej Unii. Powinno to podnieść efektywność całego systemu płatności i doprowadzić do powstania szerszej oferty usług płatniczych i ich większej przejrzystości, przy jednoczesnym wzmocnieniu zaufania konsumentów do zharmonizowanego rynku płatności”.

²⁸⁷ M.E. Stefaniuk, *Preambuła aktu normatywnego w doktrynie oraz w procesie tworzenia i stosowania prawa w latach 1989-2007*, Lublin 2009, s. 143 i nast.

²⁸⁸ Problematyka multicentryczności systemu prawnego stanowi od wielu lat przedmiot ożywionej debaty. Impuls do jej rozpoczęcia dały przemiany jakie dokonują się w globalnej rzeczywistości, której jednym z efektów jest między innymi powstawanie nowych ponadnarodowych centrów decyzyjnych, kreujących określone normy postępowania bezpośrednio lub pośrednio wpływające na rozmaite aktywności podejmowane przez człowieka. Owe centra utożsamiać należy zarówno z organizacjami międzynarodowymi, jak i podmiotami o charakterze publicznoprawnym, takimi jak na przykład Unia Europejska. Efektem tego jest istnienie niekiedy w danym momencie kilku ośrodków tworzenia prawa, których efekty działania w postaci aktów prawnych muszą być brane pod uwagę przez podmioty stosujące to prawo. Przykładem tego rodzaju układu są regulacje prawa podatkowego, które posiada obecnie wymiar międzynarodowy, europejski oraz krajowy (więcej na ten temat D. Maćczyński, *Międzynarodowe prawo podatkowe*, Warszawa 2015, s. 36-39). Ale także i prawa rynków finansowych, które coraz częściej staje się prawem międzynarodowym rynku finansowym, wykorzystującym nieznanie dotychczas temu segmentowi gospodarki instrumenty prawne, takie jak chociażby tzw. *soft law* (C. Brummer, *Soft Law and the Global Financial System. Rule making in the 21st Century*, op. cit., s. 60- 114). Potrzebę wyróżnienia multicentrycznego (nazywanego także policentrycznym, wielocentrycznym, pluralistycznym) systemu prawa tłumaczy się faktem, iż „obecne współczesne systemy prawne coraz mniej przypominają układ monocentryczny (opisywany przez H. Kelsena i obrazowany najczęściej jako piramida, na której szczycie znajduje się państwo jako główne centrum decyzyjne), a coraz bardziej konglomerat, w którym znajduje się wiele autonomicznych i niezależnych, choć wzajemnie oddziałujących na siebie centrów decyzyjnych”. (A. Kalisz, *Multicentryczność system prawa polskiego a działalność orzecznicza Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości i Europej-*

owego oraz europejskiego porządku prawnego, wymusił konieczność uwzględnienia jej w procesie stosowania unijnego prawa rynku finansowego²⁸⁹. Autorka ta słusznie twierdzi także, iż w przypadku poszukiwania celów unijnego prawa rynku finansowego, w pierwszej kolejności należy zwrócić się ku tym wynikającym z prawa pierwotnego i odnoszącym się do rynku wewnętrznego, jako części systemu prawnego Unii Europejskiej, i dopiero następnie kontynuować poszukiwania celów szczegółowych odnoszących się do rynku finansowego. Te ostatnie „ukryte są” w aktach prawnych zajmujących niższą pozycję w hierarchicznej strukturze źródeł prawa unijnego²⁹⁰.

Analiza wybranych z nich pozwala określić cele wspólne regulacji rynku finansowego, które są następnie doprecyzowane w poszczególnych aktach prawnych. Naczelnymi celami wspólnymi są **bezpieczeństwo rynku finansowego** oraz **ochrona interesów jego uczestników**²⁹¹. Na ich bazie budowana jest cała gama innych celów. Wszystkie one poddają się określonej systematyzacji, zaproponowanej w literaturze przedmiotu, na podstawie której wyróżnić możemy następujące ich rodzaje²⁹²:

- 1) zewnętrzne i wewnętrzne cele regulacji rynku finansowego, z których pierwsze wynikają i odnoszone powinny być do celów nadrzędnych (ogólnych) systemu prawnego Unii Europejskiej, podczas gdy drugie ujmowane są w szczegółowych regulacjach rynku finansowego²⁹³;

skiego Trybunału Praw Człowieka, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 4 2007, s. 35). Mimo rozbieżności w postrzeganiu tej tendencji, w tym jej krytyki, widoczna jest potrzeba dyskusji w tym względzie, dla której uzasadnieniem są postępujące zmiany środowiska, w którym prawo musi funkcjonować. Więcej, na ten temat, w: A. Kustra, *Polemika. Wokół multicytryczności systemu prawa*, w: *Państwo i Prawo*, nr 6 2006, s. 85 i nast.; E. Łętowska, *Multicytryczność współczesnego systemu prawa i jej konsekwencje*, w: *Państwo i Prawo*, nr 4 2005, s. 3 i nast. E. Łętowska, *Multicytryczność współczesnego systemu prawa i wykładnia jej przyjazna*, w: L. Ogiegło, W. Popiołek, M. Szpunar [red.], *Rozprawy prawnicze. Księga pamiątkowa Profesora Maksymilina Pazdana*, Kraków 2002, s. 1127 i nast.

²⁸⁹ D. Wojtczak-Samoraj, *Cele unijnego prawa rynku finansowego*, op. cit., s. 578.

²⁹⁰ Ibidem, s. 580.

²⁹¹ Zob. np. art. 1 ust. 5 rozporządzenia EBA, mówiący, iż celem Urzędu jest ochrona interesu publicznego przez przyczynianie się do zapewniania w perspektywie krótko-, średnio- i długoterminowej stabilności i efektywności systemu finansowego na korzyść gospodarki Unii, jej obywateli i przedsiębiorstw. Urząd przyczynia się do: a) polepszenia funkcjonowania rynku wewnętrznego, w tym w szczególności do zapewnienia właściwego, skutecznego i spójnego poziomu regulacji i nadzoru; b) zapewniania integralności, przejrzystości, efektywności i prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych; c) wzmocnienia międzynarodowej koordynacji w zakresie nadzoru finansowego; d) zapobiegania arbitrażowi regulacyjnemu i propagowania równych warunków konkurencji; e) zapewnienia właściwej regulacji oraz nadzoru w zakresie podejmowania ryzyka kredytowego i innych rodzajów ryzyka; oraz f) wzmocnienia ochrony klientów.

²⁹² D. Wojtczak-Samoraj, *Cele unijnego prawa rynku finansowego*, op. cit., s. 579-585.

²⁹³ Zob. pkt 7 preambuły rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/751 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie opłat *interchange* w odniesieniu do transakcji płatniczych realizowanych w oparciu o kartę, OJ L 123/1, mówiący iż: „W kilku państwach członkowskich już przepisy lub trwają prace ustawodawcze, które mają na celu bezpośrednie lub pośrednie ure-

- 2) wspomniane cele naczelné (wspólne) i pochodne²⁹⁴;
- 3) cele wertykalne o charakterze publicznoprawnym (odnoszące się do struktury rynku) i horyzontalne po części o charakterze prywatnoprawnym (oddziałującym na relacje pomiędzy instytucjami finansowymi a ich klientami), z których pierwsze i drugie niekiedy wzajemnie się uzupełniają²⁹⁵;
- 4) cele pozytywne i cele negatywne, wyrażające intencje prawodawcy w odniesieniu do pożądanego przez niego stanu faktycznego²⁹⁶;
- 5) oraz cele podstawowe dotyczące bezpośrednio regulowanej materii, a także cele posiłkowe, utożsamiane między innymi z procesem tworzenia i stosowania prawa (jego jakości, przejrzystości, a także spójności)²⁹⁷.

gulowanie opłat *interchange* i które obejmują wiele kwestii, w tym wprowadzenie pułapów opłat *interchange* na różnych poziomach, opłaty akceptanta, zasady honorowania wszystkich kart oraz środki służące kierunkowaniu wyboru. Obowiązujące decyzje administracyjne w niektórych państwach członkowskich znacznie się między sobą różnią. Aby w większym stopniu ujednolicić poziomy opłat *interchange*, przewiduje się dalsze wprowadzanie na poziomie krajowym środków regulacyjnych, których celem jest reagowanie na poziomy tych opłat lub rozbieżności w ich zakresie. Takie krajowe środki doprowadziłyby prawdopodobnie do powstania znacznych przeszkód dla zakończenia tworzenia rynku wewnętrznego w obszarze płatności realizowanych przy pomocy kart płatniczych oraz transakcji realizowanych przez internet i za pośrednictwem urzędów przenośnych w oparciu o płatności kartą, a w związku z tym ograniczałyby swobodę świadczenia usług”.

²⁹⁴ Na przykład art. 2 ust. 1 rozporządzenia EBA, w którym prawodawca unijny stanowi, iż „Urząd stanowi część Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (ESNF). Głównym celem ESNF jest zapewnienie właściwego wdrażania przepisów dotyczących sektora finansowego, w sposób umożliwiający zachowanie stabilności finansowej i zapewnienie zaufania do systemu finansowego jako całości oraz odpowiedniej ochrony konsumentów usług finansowych”.

²⁹⁵ Zob. pkt 33 preambuły dyrektywy CRDIV, w którym prawodawca unijny stanowi, iż „w celu wzmocnienia nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami oraz ochrony klientów instytucji audytorzy powinni być zobowiązani do niezwłocznego powiadomienia właściwych organów w każdym przypadku, gdy w trakcie wykonywania swoich zadań uzyskają wiedzę o pewnych faktach, które mogą mieć poważne konsekwencje dla sytuacji finansowej instytucji lub dla organizacji takiej instytucji pod względem administracyjnym i księgowym”.

²⁹⁶ Zob. pkt. 4 preambuły rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku 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, OJ L 173/1, w którym stwierdza się, że „potrzebne jest ustanowienie bardziej jednolitych i wyraźniejszych ram w celu zachowania integralności rynku, uniknięcia ewentualnego arbitrażu regulacyjnego, zapewnienia nieuchronności poniesienia odpowiedzialności w przypadku usiłowania manipulacji oraz zwiększenia pewności prawa i zmniejszenia złożoności przepisów regulacyjnych dla uczestników rynku. Niniejsze rozporządzenie ma w istotnej mierze przyczynić się do właściwego funkcjonowania rynku wewnętrznego i dlatego też jego podstawą powinien być art. 114 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), tak jak jest to interpretowane zgodnie z utrwalonym orzecznictwem Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej”.

²⁹⁷ Zob. pkt 93 preambuły rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 roku uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II), OJ L 12/1, mówiący, iż „dobre zarządzanie stanowi podstawę skutecznego i prawidłowego zarządzania zakładami ubezpieczeń i zakładami reasekuracji, a także jest ono głównym elementem ram regulacyjnych. System zarządzania zakładami ubezpieczeń i zakładami reasekuracji powinien

Choć wszystkie z wymienionych celów uznać należy za ważne, to ze względu na przyjęte w niniejszej publikacji założenie o fundamentalnym znaczeniu zaufania dla funkcjonowania rynku, w którego osiągnięciu niezbędne jest zapewnienie jego stabilności, bezpieczeństwa (poprzez między innymi kontrolę ryzyka) i przejrzystości, warto nieco więcej uwagi poświęcić wyróżnionym celom podstawowym, czyli bezpieczeństwu rynku finansowego oraz ochronie interesów jego uczestników, które służyć mają promocji zaufania jako fundamentalnej wartości rynku.

Wybór tych celów uznać należy za w pełni prawidłowy. Wątek bezpieczeństwa i związanej z nim stabilności rynku w ostatnich latach jest mocno eksponowany przez prawodawcę europejskiego. Owa, jak ją się ją określa, **narracja stabilnościowa** (ang. *stability narrative*) stała się wyznacznikiem jego działań, opartych na postrzeganiu stabilności jako dobra publicznego²⁹⁸. W jej osiągnięciu pomocne ma być tworzenie i stosowanie **regulacji zorientowanych na kontrolę ryzyka** (ang. *risk-approach to regulation*), przede wszystkim poprzez zastosowanie metod pozwalających na jego kwantyfikację, na której to podstawie podejmowane są następnie określone działania. Szacowanie ryzyka nie byłoby z kolei możliwe bez posiadania danych, służących opisowi określonego fragmentu rzeczywistości, składających się na szerszą kategorię, jaką jest w tym przypadku informacja. Tak postrzegana informacja stanowi tylko jeden z elementów polityki europejskiego prawodawcy w zakresie tamtejszego rynku finansowego.

Drugi z wyróżnionych powyżej celów podstawowych regulacji unijnej, to ochrona uczestników rynku. Ochrona ta osiągnana ma być na dwa sposoby. Po pierwsze poprzez kreację instytucjonalnego systemu nadzoru i kontroli nad rynkiem, tworzonego przez organy posiadające uprawnienia do pozyskiwania niekiedy bardzo szczegółowych i wyszukanych informacji²⁹⁹, na podstawie których podejmowane mają być działania służące zapewnieniu stabilności. System ten utożsamiać należy ze: zrealizowaną już koncepcją Europejskiego Systemu Nad-

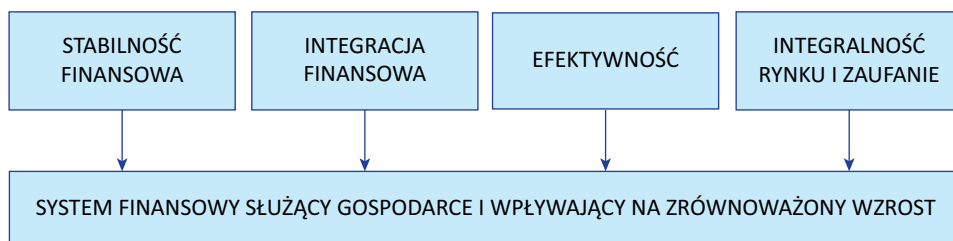
opierać się na odpowiednim i przejrzystym podziale obowiązków nadzorczych i kierowniczych, który służy ustanowieniu skutecznych procedur decyzyjnych, zapobieganiu konfliktom interesów i zapewnieniu skutecznego zarządzania zakładem”.

²⁹⁸ M. Andenas, I. H-Y Chiu, *The Foundation and the Future of Financial Regulation*, London 2013, s. 18-38; Zob. także J.P. Trachtman, *The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and Cooperation*, w: *Journal of International Economic Law*, No. 13 2010, s. 719.

²⁹⁹ Zob. art. 11 ust. 1 dyrektywy MiFID2, brzmiący „Państwa członkowskie wymagają, aby każda osoba fizyczna lub prawna, bądź kilka takich osób działających w porozumieniu („potencjalny nabywca”), która postanowiła (które postanowiły) nabyć, bezpośrednio lub pośrednio, znaczny pakiet akcji w firmie inwestycyjnej lub zwiększyć, bezpośrednio lub pośrednio, taki posiadany znaczny pakiet akcji w firmie inwestycyjnej, w wyniku czego udział posiadanych praw głosu lub posiadanego kapitału osiągnie bądź przekroczy 20%, 30% lub 50% albo firma inwestycyjna stanie się przedsiębiorstwem zależnym takiej osoby (takich osób), („planowane nabycie”), uprzednio powiadomiła (powiadomiły) na piśmie właściwe organy firmy inwestycyjnej, w której zamierza ona (zamierzają one) nabyć lub zwiększyć znaczny pakiet akcji, wskazując wielkość tego pakietu oraz przekazała (przekazały) istotne informacje, o których mowa w art. 13 ust. 4”.

zoru Finansowego, wdrażaną w życie Unią Bankową oraz projektowaną Unią Kapitałową, funkcjonującymi w środowisku regulacyjnym opartym na filozofii maksymalnej harmonizacji, normującym funkcjonowanie rynku finansowego tworzonego przez poszczególne jego coraz to nowsze segmenty. Drugim sposobem ochrony uczestników rynku ma być możliwość pozyskiwania przez nich informacji, za pomocą których będą oni mogli podejmować, jak się przyjmuje, racjonalne decyzje. Oczywiście pojęcie „uczestnika” jest niezwykle szerokie i może być odnoszone zarówno do podmiotów profesjonalnych (instytucji finansowych), jak i nieprofesjonalnych (konsumentów), który to podział jest także cechą charakterystyczną dla części regulacji unijnego rynku finansowego. Różnice te powinny i przynajmniej w założeniu brane są pod uwagę, czego przykładem są unormowania dotyczące rynku kapitałowego czy też rynku usług płatniczych.

Jak należy przypuszczać i mając na uwadze analizę brzmienia przepisów poszczególnych aktów prawnych tworzonych przez prawodawcę europejskiego (osadzonych na filozofii stabilnościowej oraz mającej za cel ochronę uczestników rynku), ideą przyświecającą jego działaniom była ochrona wartości w postaci zaufania do rynku, dla której niezbędne jest zapewnienie stabilności i przejrzystości jego funkcjonowania (zob. rys. 2)³⁰⁰.



Rys. 2. Cele reform w zakresie regulacji rynku finansowego UE

Źródło: Commission staff working document Economic Review of the Financial Regulation Agenda Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions A reformed financial sector for Europe COM (2014) 279 final, s. 8.

Tego rodzaju podejście wpisuje się w zaprezentowaną na początku niniejszego rozdziału koncepcję postrzegania rynku finansowego jako elementu systemu społecznego, z wszelkimi tego konsekwencjami. Omawiana struktura regulacji unijnego rynku finansowego, choć niezwykle rozbudowana, składa się na logicz-

³⁰⁰ Koncepcja budowy rynku finansowego Unii Europejskiej na najbliższe lata zaprezentowana została wyczerpująco w dokumencie pt. Commission staff working document Economic Review of the Financial Regulation Agenda Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions A reformed financial sector for Europe COM (2014) 279 final.

ną całość, która niczym wszechświat cały czas się powiększa, obejmując kolejne rodzaje aktywności finansowej, będąc zarazem dowodem na istnienie dialektyki regulacyjnej. Użycie w tym miejscu zdefiniowanego wcześniej pojęcia „regulacji” jest jak najbardziej zasadne, gdyż analizowany proces to nie tylko tworzenie i stosowanie prawa, ale także elementy aksjologiczne i socjologiczne z nim związane, które odnajdujemy czy to w aktach prawnych czy też w dokumentach roboczych, takich jak na przykład Białe Księgi³⁰¹, *Impact Assessment Documents*³⁰², które niejednokrotnie poprzedzają przyjęcie konkretnych rozwiązań prawnych.

Rodzi się jednak pytanie o skuteczność tego rodzaju działań, w sytuacji istnienia tak rozbudowanych struktur organizacyjnych, ilości przepisów, a także informacji mających służyć podejmowaniu racjonalnych decyzji inwestycyjnych. Czy nie jest tak, iż obawiając się wzrastającej dominacji rynku finansowego, prawodawca europejski zdecydował o uregulowaniu wszystkich jego obecnych i przyszłych segmentów, nie bacząc przy tym na racjonalność tego rodzaju rozwiązania? Czy brał on w swych działaniach także pod uwagę elementy pozaprawne, takie jak aksjologiczne, ekonomiczne lub behawioralne? Zaprezentowana synteza regulacji europejskiego rynku finansowego wskazuje na zdefiniowanie przez prawodawcę europejskiego określonej filozofii regulacyjnej, która jest konsekwencją powstania w ostatnich latach, jak trafnie się je określa – imperium finansowego (ang. *financial empire*)³⁰³, na czele z tzw. SIFIs (ang. *Systemically Important Financial Institution*), czyli instytucjami istotnymi dla całego (w tym globalnego) systemu finansowego. Materializacja tejsz filozofii zaowocowała: wyparciem koncepcji harmonizacji minimalnej przez harmonizację maksymalną; stworzeniem ponadnarodowych struktur kontrolno-nadzorczych, mogących korzystać z nowych instrumentów stosowania prawa (dających np. możliwość zakazu oferowania wybranych form inwestycji³⁰⁴); zwiększeniem współpracy międzynarodowej, także

³⁰¹ Zob. np. Commission White Paper of 1 December 2005 on Financial Services Policy 2005-2010 COM(2005) 629 final.

³⁰² Na temat skutków oceny regulacji, w: W. Szpringer, W. Rogowski [red.], *Ocena skutków regulacji – poradnik OSR, doświadczenia, perspektywy*, Warszawa 2007; C. Kirkpatrick, D. Parker [red.], *Regulatory Impact Assessment. Towards Better Regulation?*, Cheltenham 2007. Zob. np. Impact Assessment Report Accompanying the proposal for Commission delegated Regulation (EU), Supplementing directive 2009/138/EU of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II), Brussels, 10.10.2014, SWD(2014) 308 final.

³⁰³ M. Andenas, I. H-Y Chiu, *The Foundation and the Future of Financial Regulation*, op. cit., s. 295 i nast.

³⁰⁴ Zob. np. art. 40 ust. 1 rozporządzenia MiFID2, stanowiący, iż „zgodnie z art. 9 ust. 5 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010, EUNGiPW [Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych – powszechnie znany pod nazwą ESMA – T.N.] może, jeżeli warunki, o których mowa w ust. 2 i 3, zostały spełnione, tymczasowo zakazać lub wprowadzić ograniczenia w Unii w zakresie: a) wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży określonych instrumentów finansowych lub instrumentów finansowych o pewnych określonych cechach; lub b) rodzaju działalności lub praktyki finansowej. Zakaz lub ograniczenie może mieć zastosowanie w okolicznościach określonych przez EUNGiPW bądź z zastrzeżeniem wyjątków określonych przez EUNGiPW”.

w wymiarze globalnym; wdrożeniem w życie omówionej koncepcji bazylejskiej; niespotykaną dotychczas inflacją przepisów; oraz po raz kolejny podkreśleniem konieczności zwiększenia ochrony konsumenta, który jako rozsądny uczestnik rynku jest w stanie podejmować racjonalne decyzje, opierając się na przekazanych (udostępnionych) jemu informacjach.

Ostatni z elementów uznać należy za dyskusyjny, mając na uwadze coraz częściej podawany w wątpliwość paradygmat o istnieniu *homo oeconomicus*, który, jak się wydaje towarzyszył prawodawcy europejskiemu przy opracowywaniu przez niego części z przepisów normujących funkcjonowanie rynku finansowego. Konieczna jest jednak redefinicja owego paradygmatu i zastąpienie koncepcji konsumenta rozsądnego koncepcją konsumenta świadomego, który zdaje sobie sprawę zarówno z zachodzących zjawisk wewnętrznych (jego emocji, procesów myślowych), jak i zjawisk mających miejsce w środowisku zewnętrznym (np. na rynku finansowym)³⁰⁵. Mając tę wiedzę, wspartą także przez działania edukacyjne, konsument taki powinien być w stanie reagować na wymienione zjawiska i przejmować część ryzyka związanego z podejmowanymi decyzjami. Oczywiście zmiana tego rodzaju musi następować stopniowo i uwzględniać, poza warunkami strukturalnymi, także i te behawioralne, które – jak wykazała analiza istoty zjawiska regulacji – są, były i będą obecne na rynku. W ich poznaniu oraz zrozumieniu, ale także i implementacji w proces tworzenia i stosowania prawa pomocna okazać może się rozwijana z powodzeniem w ostatnich latach nowa problematyka badań behawioralnych, które poprzez naukę ekonomii przenikać zaczęły także do nauki prawa.

6. Podsumowanie

Podsumowując rozważania na temat regulacji rynku finansowego w dobie globalizacji, jeszcze raz podkreślić należy konieczność postrzegania tego procesu w szerszej perspektywie³⁰⁶. Składają się na nią poddany analizie w poprzednim rozdziale pracy proces tworzenia i stosowania prawa (ryнку finansowego), ale także przesłanki, cele oraz wartości jemu towarzyszące. W opinii autora ważne jest wyartykułowanie ostatniego z wymienionych elementów – czynnika aksjologicznego, tak ważnego w dobie kryzysu wartości, który zmaterializował się w ciągu ostatnich lat na światowych rynkach finansowych. W połączeniu z opisaną finansjalizacją życia codziennego, wykreowana została nie spotykana dotychczas w historii ludzkości rzeczywistość, gdzie z jednej strony dostęp do określonych

³⁰⁵ D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo rynku finansowego*, op. cit., s. 208-209.

³⁰⁶ Na ten temat także P. Wajda, *Wpływ globalizacji na publicznoprawne regulacje rynku finansowego*, w: T. Giaro [red.], *Prawo w dobie globalizacji*, Warszawa 2011, s. 181-203.

dóbr stał się łatwiejszy, codzienne życie dzięki licznym innowacjom stało się łatwiejsze, jednak z drugiej strony erozji uległy relacje międzypersonalne, tak ważne dla budowania struktur społecznych, których czynnikiem scalającym jest między innymi zaufanie.

Zaufanie, które, jak starano się to wykazać, stanowi także o istnieniu rynku finansowego, będącego jakże ważnym elementem systemu społecznego³⁰⁷. Założenie to wydaje się towarzyszyć także procesowi tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, który musi uwzględniać czynnik ludzki. Wynika to z samej istoty prawa, jako instrumentu za pomocą którego kształtowane są stosunki społeczne. Dlatego podkreślić należy konieczność humanizacji rynku, w której ważną rolę do odegrania ma również prawodawca, a także podmioty stosujące prawo. Muszą one rozumieć naturę regulowanej materii, a przede wszystkim określić cele swych działań. Z ostatnimi natomiast związany jest problem określonych dóbr, których ochrona służyć ma promocji ważnych dla danej społeczności wartości. W przypadku rynku finansowego, bez względu na jego wymiar czasowy czy też terytorialny, za wartość fundamentalną uznać należy zaufanie, dla którego istnienia niezbędne jest zapewnienie funkcjonowania stabilnego i bezpiecznego rynku. Jednak doprowadzenie do stanu stabilności wymaga określonych działań regulacyjnych.

Specyfika rynku finansowego, jako regulowanej materii, wyrażająca się w jego innowacyjności, rozległości czy też dynamice powoduje, iż wtłoczenie go w ramy prawne jest zadaniem niełatwym. Za przykład służyć może rynek finansowy Unii Europejskiej i wysiłki prawodawcy unijnego, który poprzez swą nadaktywność, przybliżył się do celu uregulowania wszystkich najważniejszych aspektów funkcjonowania tego rynku. Wykorzystuje przy tym nowatorskie rozwiązania prawne, tworzy nowe struktury organizacyjne oraz uchwała dziesiątki nowych aktów prawnych, z których lektury wynika wola budowania jednolitego rynku finansowego opartego na idei bezpieczeństwa, stabilności i zaufania. Czy jednak zostanie ona zrealizowana za pomocą regulacji totalnej? Czy rzeczywiście służyć ona będzie budowie rynku uwzględniającego humanistyczny jego charakter? Dostrzegający potrzeby jego uczestników – i co najważniejsze – zapewniający im bezpieczeństwo. Czy współczesny prawodawca (europejski) przewiduje skutki swych działań, w postaci zachowań adresatów swych norm? Czy zachowania te być może stanowią inspirację dla jego działań, które muszą uwzględniać także elementy pozaprawne, a więc ekonomiczne, socjologiczne oraz psychologiczne?

Analiza dokumentów towarzyszących procesowi tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego (w szczególności europejskiego), nie pozwala na sformułowanie pozytywnej odpowiedzi na ostatnie z zadanych pytań, a tym samym wskazanie na konkretne przykłady.

³⁰⁷ Zob. także, W. Szpringer, *Regulacja konkurencji a konkurencja regulacyjna. Ujęcie instytucjonalne*, Warszawa 2010, s. 225-232.

Dlatego też, zdaniem autora, konieczne jest rozpoczęcie dyskusji na ten temat. Tym bardziej iż dotychczasowy dorobek nauki, zaprezentowany w poprzednim rozdziale, potwierdza tezę o konieczności interdyscyplinarnego spojrzenia na prawo. Prawodawca musi uwzględniać w swej aktywności dynamikę zmieniającego się świata, pozostając przy tym wierny swoim wartościom, kierując się którymi, konstruuje on system prawny. Omawiany w pracy rynek finansowy z pewnością nie należy do materii, którą uznać można by za łatwą do ujęcia w ramy prawne³⁰⁸. Stanowią o tym: jego wielowymiarowość, przejawiająca się przenikaniem wątków prywatnoprawnych z publicznoprawnymi³⁰⁹, multicentryczność wynikająca z jego globalnego charakteru, liczne konflikty interesów, a także rzadko spotykana w innych segmentach gospodarki wrażliwość. Ostatnią odnieść należy do elementów behawioralnych obecnych na rynku finansowym. I to zarówno po stronie instytucji finansowych (a dokładniej osób nimi zarządzających), jak i przede wszystkim konsumentów. Obydwie grupy ująć można w zbiorczą kategorię uczestników rynku.

Wskazane czynniki behawioralne w ostatnich latach stały się ważnym elementem ożywionej debaty naukowej przedstawicieli ekonomii, ale także i prawa. Przytoczone w tym rozdziale wybrane zjawiska towarzyszące funkcjonowaniu rynku finansowego (asymetria informacji, negatywna selekcja, pokusa nadużycia, efekt zarażania, efekt domina, zachowania stadne) stanowią argument za jej kontynuowaniem, a nawet rozwijaniem. Żywić należy nadzieję, iż ów czynnik behawioralny z jeszcze większą siłą przenikać zacznie do praktyki, którą w przypadku prawa (rynku finansowego) odnosić należy do procesu jego tworzenia i stosowania. Włączenie w niego elementów behawioralnych stanowić może bowiem „nowy początek”, będący w pewnym sensie powrotem do korzeni opisanych w poprzednim rozdziale. Za takowe uznać należy teorie, które uwzględniały w definiowaniu istoty prawa istnienie czynnika ludzkiego i związanych z nim emocji, będących niejednokrotnie źródłem nieracjonalnych zachowań. Wydaje się, iż rynek finansowy

³⁰⁸ Trudność regulacji rynku finansowego została trafnie i obrazowo scharakteryzowana przez J.R. Bartha, G. Caprio Jr. oraz R. Levine w ich książce pt. *Guardians of Finance. Making Regulators Work for US*, op. cit., s. 26-27. Autorzy ci przyrównali regulację rynku finansowego do przyrządzania ... gorącej i kwaśnej zupy, której przygotowanie wymaga połączenia i zrównoważenia mieszanki smaków: pikantnego, słodkiego i kwaśnego. Nie może to jednak sprowadzać się tylko do odmierzenia dokładnej ilości każdego ze smaków. Dodanie łyżeczki chili spowoduje popsucie zupy, ale nie dodanie tego smaku w gorącej i kwaśnej zupie zrujnuje delikatną równowagę smaków. Podobnie ma się rzecz z sokiem pomarańczowym, który choć doskonały, „nie jest sobą” dodany do omawianej zupy. Dlatego zdaniem autorów, wybór składników w oparciu o ich wyjątkowe cechy nie jest najlepszą strategią przygotowania smacznej zupy. Kluczem w takim przypadku jest osiągnięcie stanu równowagi. Podobnie jak opisane przygotowanie zupy, także proces kreacji stabilnych regulacji rynku finansowego, zdaniem autorów, wymaga dokonania oceny, jak indywidualne rozwiązania prawne połączone w całość będą oddziaływać na rynek finansowy. Błędny jest więc dokonywanie oceny regulacji bez uwzględnienia szerszego horyzontu wzajemnych oddziaływań czy też na przykład czynników pozaprawnych.

³⁰⁹ Zob także S. Włodyka, *Problem prawa gospodarczego w świetle aktualnej nauki o systematyce prawa*: w: Państwo i Prawo, nr 12 1972, s. 41.

i jego regulacja stały dotychczas na uboczu dyskursu o behawioralnej koncepcji prawa. Wynikało to zapewne z jego skompilowanej natury, ale także i rozległości badanej materii, które to cechy wymuszają współpracę przedstawicieli kilku nauk (socjologii, psychologii, ekonomii oraz prawa). Rezultaty jej mogą okazać się jednak bezcenne, przy założeniu, iż uwzględnione zostaną one przez prawodawcę w kreowaniu przez niego, za pomocą prawa, otaczającej nas rzeczywistości. Uprzedzając ten proces, warto więc przyjrzeć się omawianej koncepcji behawioralnego spojrzenia na prawo i opierając się na tak przeprowadzonej analizie odpowiedzieć na pytanie: Czy rzeczywiście możliwe jest jej recypowanie w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego?

BEHAWIORALNA KONCEPCJA PRAWA JAKO NOWY PARADYGMAT PRAWA RYNKU FINANSOWEGO?

Chciałbym aby moje życie i podejmowane przeze mnie decyzje zależały ode mnie, a nie od wszelkiego rodzaju sił zewnętrznych. Chciałbym być narzędziem samym dla siebie, niepoddanym woli jakiegokolwiek innego człowieka. Chciałbym być podmiotem, a nie przedmiotem¹.

Isaiah Berlin

Prawo jest „mechanizmem”, a nie tekstem. Tekst prawny kreuje idealny świat iluzji, z którym nie koresponduje późniejsza praktyka².

Ewa Łętowska

1. Wprowadzenie

Dotychczas prowadzone rozważania dotyczące procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego w świetle koncepcji jego ekonomizacji, koncentrowały się na dwóch wzajemnie od siebie zależnych elementach. Pierwszy z nich dotyczył istoty prawa, sposobu jego definiowania, zadań jemu przypisywanych, a także jego relacji z innymi naukami, w tym w szczególności ekonomią. Jego analiza opierała się na założeniu o konieczności instrumentalnego postrzegania prawa, a więc jako zjawiska złożonego, którego funkcjonowanie zależne jest od wielu czynników. Tak ujmowane prawo, jako byt dynamiczny, powinno reagować na zachodzące zmiany. Proces globalizacji powoduje, iż dokonują się one niezwykle szybko, a jednym z ich efektów jest rosnąca wiedza współczesnego człowieka, który wykorzystując ją, przyczynia się do kreacji innowacji, na przykład w postaci nowych rozwiązań finansowych.

Wiedza to także informacje, których tysiące docierają do nas każdego dnia, wpływając na podejmowane przez nas decyzje. Ich inflacja stanowi prawdziwe wyzwanie czasów nam współczesnych, gdyż – jak się wydaje – nie nadąża za nią nasz rozwój ewolucyjny (przede wszystkim mózgu). Oczywiście jest tak, iż nie

¹ Cyt. za E.S. Fruehwald, *Law and Human Behavior: A Study in Behavioral Biology, Neuroscience, and the Law*, Lake Mary 2011, s. 121.

² Cyt. za K. Pałecki, *Neutralization of Values in Law – Main Concepts*, w: K. Pałecki [red.], *Neutralization of Values in Law*, Warszawa 2013, s. 22.

jest konieczne przetwarzanie wszystkich docierających do nas informacji. Jednak są wśród nich takie, które w istotny sposób wpływają na nasze codzienne życie. Zaliczyć do nich należy z całą pewnością informacje związane z funkcjonowaniem współczesnych rynków finansowych. Sfera finansowa jest tą, w której koncentrują się najważniejsze problemy współczesnego świata, a więc społeczne, psychologiczne, historyczne, ekonomiczne i prawne, wzajemnie na siebie oddziałujące. Rynki finansowe poprzez omówioną już finansjalizację, wpływają na nas zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio. W pierwszym przypadku skutki owego oddziaływania dostrzegamy w naszym codziennym życiu, na przykład spłacając ratę kredytu, której wysokość uzależniona jest od wahań na rynku walutowym, a o których regulach funkcjonowania przeciętny człowiek ma znikomą wiedzę. Pośrednie oddziaływanie zdaniem autora można odnieść, po pierwsze do sfery regulacji rynku finansowego, a po drugie ważnej dla niej sfery behawioralnej, dotyczącej tworzenia i stosowania owych regulacji. Regulacji, która była przedmiotem analizy w poprzednim rozdziale i – co należy podkreślić – rozumiana jest w tej publikacji szeroko, jako proces obejmujący zarówno tworzenie, jak i stosownie prawa, ale także i wartości, przesłanki oraz jego cele. Naczelną z wartości rynku finansowego jest zaufanie do niego, które postrzegane powinno być przez czytelnika jako swego rodzaju słowo klucz. Dążąc do osiągnięcia stanu zaufania, ludzie podejmują zakłady, interakcje, które uruchamiają cały łańcuch reakcji międzyludzkich, niezbędnych do rozwoju ludzkości. Ważnym elementem tego rozwoju jest omówiony już rynek finansowy, który pełni określone funkcje, w tym tę odnoszącą się do dostarczania życiodajnego kapitału gospodarce, niezbędnego do jej rozwoju, a więc i powstawania innowacji, ale przede wszystkim zwiększania dobrobytu społeczeństw.

Jednym z centralnych podmiotów, które stanowią o istocie rynku finansowego (jako elemencie systemu społecznego), ale także jego regulacjach – jest człowiek, istota ludzka. To bowiem on, jak zostało to już wspomniane, podejmuje określone decyzje inwestycyjne. To on jest potencjalnym odbiorcą poszczególnych, niekiedy niezwykle wyszukanych (i niezrozumiałych) produktów finansowych. Dlatego zdaniem autora analiza procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego osadzonego w sferze aksjologicznej, musi uwzględnić także aspekty behawioralne³, odnoszące się do uczestników rynku⁴, których zachowania wpływają na

³ Należy w tym miejscu wskazać na podkreślaną w literaturze przedmiotu różnicę pomiędzy podejściem behawioralnym a behawioryzem, ujmowanym jako kierunek psychologiczny, który „za przedmiot psychologii przyjmuje obserwowane bezpośrednio lub pośrednio (za pomocą przyrządów) zachowanie człowieka, bez odwoływania się do treści świadomości. Behawioryzm ogranicza się do wykrywania opisów związków między bodźcem a reakcją, podczas gdy w podejściu behawioralnym formułuje się wyjaśnienia, odwołując się m. in. do preferencji podmiotu, jego percepcji, emocji”. Cyt. za M. Małecka, *O behawioralnym podejściu do badania prawa, paradoksy, do którego prowadzi i sposobie jego przewyciężenia*, w: Nauka i Szkolnictwo Wyższe, nr 1 2013, s. 31.

⁴ Celowo użyte zostało w tym miejscu pojęcie „uczestnik rynku”, które powinno być rozumiane szeroko i obejmować zarówno stronę podażową, jak i popytową rynku finansowego. Pierwsza,

ten proces. Jednocześnie zachowania te są niejako sterowane poprzez istniejące regulacje prawne. Fundamentem, na którym opierają się omawiane zależności jest z kolei prawo, którego istotą jest ochrona określonych dóbr, w tym bezpieczeństwa i stabilności rynku finansowego.

Znalezienie „optymalnego” sposobu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego jest trudne, gdyż wymusza wybór pomiędzy z jednej strony interesem państwa (jego stabilnością oraz bezpieczeństwem) i społeczeństwa, a z drugiej strony interesem instytucji finansowych, opierających swoje funkcjonowanie na idei wolności gospodarczej, tak ważnej dla zrównoważonego rozwoju gospodarczego państwa. Jednak zarówno państwo (prawodawca), jak i instytucje finansowe muszą w swej działalności dostrzegać czynnik ludzki i korzystać z dorobku innych nauk. Dlatego w ocenie autora dążyć należy do stworzenia systemu opartego na zabezpieczeniu praw konsumentów usług finansowych (obejmującego wsparcie ich edukacji i świadomości finansowej) przy jednoczesnym zapewnieniu nieskrępowanego funkcjonowania rynku finansowego (poddanego jednak nadzorowi), uwzględniającego w swych działaniach element socjologiczny. Zadanie to z całą pewnością nie jest łatwe, mając na uwadze między innymi złożoność problemów. Jednak konieczne jest wskazywanie prawodawcy (i podmiotom stosującym prawo) także pozaprawnych aspektów ich aktywności.

Źródeł wiedzy na ten temat poszukiwać można w dorobku nauk behawioralnych, które rozwijają się niezwykle dynamicznie w ciągu ostatnich lat. Choć, co należy podkreślić, były one już wskazywane i analizowane dużo wcześniej, czego przykładem jest psychologiczna koncepcja prawa L. Petrażyckiego. Wielowątkowość dyskusji o behawioralnych aspektach prawa wymusza na autorze subiektywny wybór najważniejszych jej wątków, który oparty jest na realizowanej na kolejnych stronach książki koncepcji. Zakłada ona postrzeganie prawa (rynku finansowego) jako złożonego zjawiska społecznego, opartego na określonych wartościach, których ochrona i realizacja wymaga uwzględnienia w procesie tworzenia i stosowania prawa także aspektów pozaprawnych, w tym behawioralnych. Ostatnie bowiem, jak zostanie to wykazane, są obecne na rynku finansowym oraz w jego regulacjach i mają znaczenie w kształtowaniu postaw (zachowań) adresatów prawa. Postawić przy tym należy tezę, iż poprzez prawo prawodawca ma możliwość kreowania odpowiednich z jego punktu widzenia zachowań, służących na przykład budowaniu poczucia zaufania. Czyniąc to, musi być on świadom dialektyczności swych działań, to znaczy pojawienia się pod wpływem jego aktywności

w tym wypadku utożsamiana jest z instytucjami finansowymi (niekiedy nazywanymi profesjonalnymi uczestnikami rynku), a bardziej szczegółowo z osobami nimi zarządzającymi. Strona popytowa, to zdaniem autora, podmioty korzystające z usług finansowych, a więc konsumenci usług finansowych, która to kategoria mieści się w grupie „klientów instytucji finansowych” (obejmującej poza konsumentami, także podmioty gospodarcze). Choć w dalszej części pracy prowadzona analiza i formułowane w oparciu o nią tezy, dotyczyć będą przede wszystkim konsumentów, to część z nich dotycząca kwestii behawioralnych ma zastosowanie także do profesjonalnych uczestników rynku.

(ale także i warunków zewnętrznych) zmian w zachowaniu adresatów norm. Nie mniej ważne jest uwzględnienie postaw owych adresatów względem prawa. Ale także i skuteczności określonych inicjatyw, na którą wpływ będą miały i inne czynniki, takie jak: wykorzystane instrumenty prawne, poziom wykształcenia adresatów norm, szybkość reakcji na zachodzące zmiany, chęć do wprowadzenia zmian, czy też chociażby multicentryczność systemów prawnych. Wielowątkowość problemu wymaga zawężenia optyki dyskusji do najważniejszych jej elementów, przy jednoczesnym odesłaniu do wyników prac innych badaczy i zilustrowaniu omawianych problemów przykładami unormowań z określonych segmentów rynku, w szczególności rynku kapitałowego oraz usług płatniczych⁵.

2. Finanse behawioralne – początki drogi ku behawioralnemu myśleniu o prawie

Rozważania na temat możliwości recepcji koncepcji behawioralnych przez regulacje prawa rynku finansowego, rozpocząć należy od krótkiej charakterystyki tego nurtu. Nurtu, który uznać należy za interdyscyplinarny i – jak wskazuje jego nazwa – koncentrujący się na kwestiach związanych z oceną określonych zachowań człowieka, ich przyczyn i skutków. Konieczność interdyscyplinarnego spojrzenia na owe zachowania wynika ze specyfiki badanego obiektu – a więc istoty ludzkiej, która poprzez swój rozwój sama doprowadziła do powstania różnorodnych specjalności nauki, dzięki którym możliwe stało się znalezienie odpowiedzi na część pytań przez nią stawianych. Problematyka behawioralna łączy bowiem w sobie biologię⁶, socjologię, psychologię, medycynę, ekonomię, a ostatnio i prawo.

W tym ostatnim przypadku podejście behawioralne z całą pewnością uznane zostanie przez przedstawicieli nauki prawa za swoiste *novum*, a co pewne, przez niektórych z nich poddane ostrej krytyce. Gdyż – jak wyobrazić można sobie interpretację prawa przez pryzmat aspektów behawioralnych? Czy nie stoi to w sprzeczności z istotą prawa, którego istnienie zawdzięczamy bądź co bądź racjonalnemu prawodawcy, posiadającemu wszechstronną wiedzę na temat regulowanej materii? Czy jest tak w rzeczywistości? Czy tworzone i stosowane prawo uwzględnia także pozaprawne elementy, które wpływać mogą na jego skuteczność? Jeżeli tak, to dlaczego mimo istnienia licznych przepisów, a także organów nadzoru je stosujących, doszło do niespotykanego wcześniej w dziejach ludzkości globalnego kryzysu rynków finansowych?

⁵ Celem autora nie jest egzegeza poszczególnych rozwiązań prawnych, które stanowić mają raczej tło dla teoretycznych.

⁶ Zob. E.S. Fruehwald, *Law and Human Behavior: A Study in Behavioral Biology, Neuroscience, and the Law*, op. cit., s. 121-154.

Kryzysu, do którego przyczyniła się nadmierna chciwość i zaburzona ocena ryzyka finansowego, ale także brak elementarnej wiedzy na temat konsekwencji poszczególnych inwestycji oraz rozwiązań instytucjonalnych. Prawdziwym bohaterem owego załamania stał się natomiast przeciętny Amerykanin, który nie posiadając odpowiednich dochodów, niejednokrotnie pracy i aktywów, miał możliwość zaciągnięcia kredytu na swój wymarzony dom. Ów Amerykanin – określany powszechnie terminem „NINJA” (ang. *no income, no job, no assets*) – nie był świadom mechanizmu całej operacji, który stał za udzieleniem jemu kredytu, na podstawie którego instytucje stworzyły kolejne niezwykle wyszukane i oderwane od rzeczywistości instrumenty finansowe, takie jak: CDO (ang. *collateralized debt obligations*), syntetyczne CDO, ABS (ang. *asset-backed securities*) czy też CDS (ang. *credit default swaps*), sprzedawane następnie na całym świecie. Na podstawie analizy publikacji na temat ostatniego kryzysu finansowego można postawić tezę, iż jedną z jego przyczyn było wycofanie się państwa z obecności w systemie finansowym i dopuszczenie przez nie do wykorzystania instrumentów, których zasady działania znane były jedynie wąskiej grupie osób. I z całą pewnością nie tym, które, jak się miało wkrótce okazać, najbardziej ucierpiały na kryzysie. Wydarzenia jakie wtedy się rozegrały, mogą stanowić tło do badań przeprowadzonych w dwóch wcześniejszych rozdziałach, których celem było ukazanie specyfiki rynku finansowego, ale przede wszystkim podkreślenie konieczności sięgnięcia do korzeni i postrzegania za L. Petrażyckim prawa jako zjawiska psychologicznego, a więc uwzględniającego element behawioralny. W przypadku tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego konieczne jest także skorzystanie z dorobku ekonomii, a w szczególności ekonomicznej analizy prawa.

Rynek finansowy jest bowiem nacechowany elementami behawioralnymi, takimi jak omówione szczegółowo w poprzednim rozdziale: ryzyko, informacja, stabilność, bezpieczeństwo, czy przede wszystkim zaufanie. Wszystkie one w większym lub mniejszym stopniu odwołują się do sfery psycho-socjologicznej człowieka. Nauką, która od dawna za przedmiot swych badań stawia ową sferę, jest między innymi psychologia ekonomiczna, która wykorzystuje wiedzę o umyśle i psychice człowieka do opisu zachowań ekonomicznych⁷. Nie jest ona jedyną tego rodzaju nauką, która, co ważne, potrafiła stworzyć autonomiczne sposoby formułowania teorii, a także metody prowadzenia badań⁸.

Obok niej dynamicznie rozwijał się w ostatnich latach nurt nauki ekonomii, opisywany zbiorczym pojęciem „**ekonomii behawioralnej**”, który wśród czę-

⁷ Przyjmuje się, iż początkiem jej rozwoju jest opublikowanie w 1902 r. dwutomowego dzieła G. Tarde, pt. *Psychologia ekonomiczna*. Uznanie jej za osobną dziedzinę nauki, związane jest natomiast z pracami G. Kantony i przedstawicieli szkoły austriackiej. Na ten temat, w: S. Flejterski, *Neurobankowość. Nauki o finansach w poszukiwaniu nowych paradygmatów*, w: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka*. Bankowość, Zeszyty Naukowe, Uniwersytet Szczeciński, nr 548 2009, s. 529 i nast.

⁸ T. Zaleśkiewicz, *Psychologia ekonomiczna*, Warszawa 2011, s. 33.

ści ekonomistów rodzi liczne pytania, a niekiedy i emocje. Te ostatnie wynikają z faktu, iż przedstawiciele nowego spojrzenia na ekonomię w swych twierdzeniach zaprzeczyli jej fundamentalnemu paradygmatowi, tj. koncepcji doskonałego racjonalnego człowieka gospodarującego (*homo oeconomicus*), do którego już kilkakrotnie nawiązywano w niniejszej publikacji⁹. Zmiana ta określana jest jako „**przewrót paretowski**” (ang. *Paretian turn*) i w swej nazwie nawiązuje do zanegowania teorii V. Pareto, według którego „teorie ekonomiczne powinny być dowodzone na podstawie dobrze ustalonych empirycznych faktów dotyczących obserwowanych ludzkich wyborów, bez użycia psychologicznych pojęć, jak użyteczność, wrażenia czy szczęście”¹⁰. I to mimo tego, iż ekonomia jako nauka za podstawowy podmiot swych badań stawia człowieka i jego zachowania, co wynika między innymi z jej definicji zaproponowanej przez L.C. Robinsa, który stwierdza, iż „ekonomia jest nauką, która bada zachowania człowieka jako związku między celami i ograniczonymi środkami mogącymi mieć alternatywne zastosowania”¹¹.

Poszukiwania prekursorów ekonomii behawioralnej rozpocząć należy od ojca ekonomii – A. Smitha, autora napisanego w 1776 roku powszechnie znanego dzieła pt. *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, które, o czym nie wszyscy wiedzą, poprzedziła publikacja (w 1759 roku) nie mniej ważnej, choć rzadziej cytowanej *Teorii uczuć moralnych*¹², w której to książce podjął się opisanie natury ludzkiej i zasad mających znaczenie dla właściwego kształtowania współżycia między ludźmi¹³. Dopiero 200 lat później powstawać zaczęły prace, które dziś uznawane są za podwaliny nurtu ekonomii behawioralnej. Wśród ich autorów wymienić należy: H. Simona, twórcę koncepcji ograniczonej racjonalności (ang. *bounded rationality*); G. Kantona¹⁴, H. Leibensteina – zwolenników wykorzystania psychologii w ekonomii; J. Kornaia – autora koncepcji *anti-equilibrium*; a także D. Kahnemana i A. Tverskiego, którzy swoimi pracami pt. *On the Psychology of Prediction*¹⁵, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*¹⁶, oraz *Judgment*

⁹ Słowo „racjonalny” pochodzi od łacińskiego „*rationalis*”, oznaczającego „rozsądny”, wywodzonego z kolei od „*ratio*”, czyli „osąd; rozum; rachunek”. Zob. także R. Zeckhauser, *Comments: Behavioral versus Rational Economics: What You See Is What You Conquer*, w: *Journal of Business*, Vol. 59 No. 4 1986, s. 435-449.

¹⁰ J. Polowczyk, *Podstawy ekonomii behawioralnej*, w: *Przegląd Organizacji*, nr 12 2009, s. 3.

¹¹ L.C. Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, London 1935, s. 16. Cyt. za J. Polowczyk, *Podstawy ekonomii behawioralnej*, op. cit., s. 3.

¹² A. Smith, *Teoria uczuć moralnych*, Warszawa 1989, *passim*.

¹³ Zob. J. Polowczyk, *Elementy ekonomii behawioralnej w dziełach Adama Smitha*, w: *Ekonomista*, nr 4 2010, s. 493-522.

¹⁴ G. Kantona, J.N. Morgan, *Essays on Behavioral Economics*, Ann Arbor 1980.

¹⁵ D. Kahneman, A. Tversky, *On the Psychology of Prediction*, w: *Psychological Review*, Vol. 80 No. 4 1973, s. 237-251.

¹⁶ D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, w: *Econometrica*, Vol. 47 No. 2 1979, s. 263-292.

*under Uncertainty: Heuristics and Biases*¹⁷, stworzyli podwaliny dla dalszego dynamicznego rozwoju ekonomii behawioralnej¹⁸.

Ostatni z wymienionych badaczy są twórcami **teorii perspektywy**, która tłumaczy problematykę wyborów w sytuacji niepewnej przyszłości i jednocześnie zmienia obraz człowieka racjonalnego, wyznaczając nowe normy racjonalności¹⁹. Przeprowadzone przez nich doświadczenia dowiodły, iż inwestorzy podejmujący decyzje kierują się w dużej mierze emocjami, nie są konsekwentni, a ich decyzje uzależnione są niejednokrotnie od przypadku czy też sposobu przedstawienia problemu i to w warunkach niepewności²⁰. Ich decyzje podejmowane w sytuacjach ryzyka powinny być tłumaczone w świetle możliwych opcji wyboru w kategorii zysków i strat. Badacze dowiedli, iż wybierając pomiędzy opcjami postrzeganymi jako zysk, człowiek wykazuje awersję do ryzyka. Podczas, gdy wybierając już spośród opcji ujmowanych w kategoriach straty, jest on skłonny do dokonywania wyborów ryzykownych²¹.

Inną ważną pracą, zasługująca na uwagę, a której autorzy rozwijają analizę wątków badanych w teorii perspektywy, jest publikacja R.H. Thaler'a i C.R. Sunsteina, pt. *Nudge: Improving decisions about health, wealth and happiness*²², w której omawiają zjawisko tzw. **nudgingu** (od ang. *nudge* – czyli dawać szturchańca), tłumaczonego na język polski jako **impuls**²³. Zaprezentowana przez nich koncepcja jest niezwykle ciekawa, także z punktu widzenia regulacji rynku finansowego. Istotę *nudgingu* bardzo dobrze oddaje oryginalna okładka przywołanej książki, na której widnieje rysunek słonicy „zachęcającej” swoje małe do dalszej wędrówki poprzez delikatne jego „szturchnięcie” (zob. Rys. 1). Symbolizuje ona podmiot nazywany przez autorów **architektem wyboru**, którego obowiązkiem jest organizowanie kontekstu, w którym ludzie podejmują decyzje. Każdego dnia nasze decyzje uzależnione są w mniejszym lub większym stopniu od tego rodzaju faktycznych lub fikcyjnych architektów. Faktycznym architektem jest z całą pewnością prawodawca, który poprzez tworzone (i stosowane następnie) prawo wpływa na nasze

¹⁷ D. Kahneman, A. Tversky, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, w: Science. New Series, Vol. 185 No. 4157 1974, s. 1124-1131.

¹⁸ J. Polowczyk, *Podstawy ekonomii behawioralnej*, op. cit., s. 4.

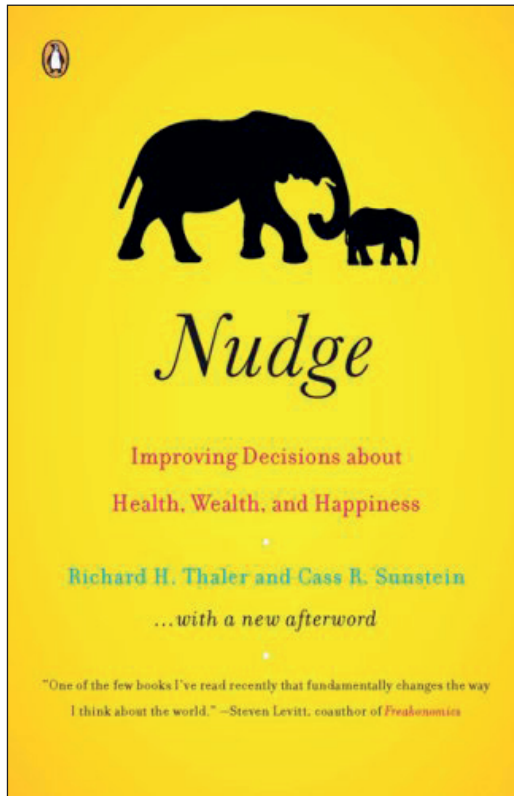
¹⁹ B. Dzik, T. Tyszka, *Problem racjonalności podmiotów ekonomicznych*, w: T. Tyszka [red.], *Psychologia ekonomiczna*, Sopot 2004, s. 53-55; Zob. także P. Zielonka, *Giełda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Warszawa 2011, s. 9-15.

²⁰ M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, Warszawa 2012, s. 13.

²¹ M. Małecka, *Prawo, ekonomia, ludzkie działanie. Dyskusja nad zastosowaniem ekonomii behawioralnej do analizy prawa*, w: Archiwum filozofii prawa i filozofii społecznej, nr 1 2011, s. 18-19. Zob. także C. Guthrie, *Prospect Theory, Risk Preference & the Law*, w: Vanderbilt University Law School Law&Economics, Working Paper, nr 02-12.

²² R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Nudge: Improving decisions about health, wealth and happiness*, Londyn 2009.

²³ Zob. polskojęzyczne wydanie tej książki R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, Poznań 2012.



Rys. 1. Oryginalna okładka książki R.H. Thalera i C.R. Sunsteina

Źródło: Wydawnictwo the Penguin UK

zachowania. Fikcyjnym architektem wyboru może być w zasadzie każdy z nas. Przykładowo wybór zaproponowanego rozwiązania zależy od atrakcyjności jego prezentacji. Na stworzenie miłej atmosfery spotkania może mieć wpływ umieszczenie w jego miejscu bukietu pięknych kwiatów. Przykłady można mnożyć. Jak piszą R.H. Thaler i C.R. Sunstein „małe i niepozorne szczegóły mogą mieć ważny wpływ na zachowanie ludzi. Dobrą zasadą praktyczną jest założenie, że »liczy się wszystko«. W wielu przypadkach siła drobiazgów bierze się ze zwrócenia uwagi użytkowników w konkretnym kierunku”²⁴.

Tłumacząc swoją koncepcję autorzy odnoszą się do idei **libertariańskiego paternalizmu**²⁵. Zakładają oni, iż na ogół ludzie powinni być wolni i robić co chcą.

²⁴ R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, op. cit., s. 14.

²⁵ R.H. Thaler, C. Sunstein, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, w: *University of Chicago Law Review*, Vol. 70 No. 4 2003, s. 1154-1202.

Słowo „libertariański” powinno być rozumiane jako „zachowujący wolność”, przede wszystkim myśli. Natomiast paternalizm (który zazwyczaj kojarzy się z zaprzeczeniem libertariałizmu), ma pełnić funkcję służebną wobec dokonywanych wyborów, to znaczy kierować człowieka ku zachowaniu, które zapewni jemu życie dłuższe, zdrowsze i lepsze²⁶. Zaproponowana koncepcja stała się przedmiotem dyskusji i głosów krytycznych²⁷.

Włączając się w jej nurt, warto zastanowić się nad możliwością zastosowania wskazanej koncepcji w procesie tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, któremu, jak zostało to zaprezentowane w poprzednim rozdziale, nieobce są wpływy paternalizmu. Wynika to między innymi ze znaczenia rynków finansowych. Zakładając w ogólności recypowanie idei libertariańskiego paternalizmu na grunt regulacji rynku finansowego, należy założyć, iż rolą prawodawcy jest wyznaczenie celów oraz wskazanie wartości, opierając się na których, za pomocą instrumentów prawa będzie starał się on zrealizować owe cele w praktyce. Przy jednoczesnym pozostawieniu pewnego zakresu swobody uczestnikom rynku, w szczególności konsumentom, przede wszystkim w odniesieniu do dokonywanych wyborów. Owa swoboda może dotyczyć także i drugiej grupy zawierającej się w kategorii uczestników rynku, czyli instytucji finansowych (a dokładniej osób nimi zarządzających), którym dane zostanie prawo skorzystania z dobrodziejstw, modnej do niedawna na rynku finansowym, samoregulacji. Zaprezentowane dwa przykłady dotyczące odpowiednio uczestników i instytucji finansowych, ujmowane w perspektywie koncepcji R.H. Thaler, C.R. Sunsteina mogą prowadzić do zgoła odmiennych wniosków, uzależnionych jednak od przyjętych założeń wstępnych, składających się na określoną filozofię regulacyjną²⁸.

²⁶ R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, op. cit., s. 16. W dyskusji na temat tej koncepcji, umożliwiającej „sterowanie” wyborami adresatów norm prawnych, bez pozbawiania ich wolności wyboru, wskazuje się na możliwość zastosowania dwóch rodzajów instrumentów, tj. *opt-out* i *opt-in*. Tytułem przykładu, chcąc zwiększyć uczestnictwo pracowników w programie oszczędnościowym oferowanym im przez pracodawcę, korzystając z opcji *opt-out* można objąć ich wszystkich tym programem, pozostawiając jednak im opcję rezygnacji z uczestnictwa w nim. Można także uczestnictwo to uzależnić od obowiązku wyrażenia zgody przez pracowników (opcja *opt-in*). W obydwu zaprezentowanych przypadkach pozostawiony pozostaje wybór, choć pierwsza opcja skutkować będzie w praktyce większą ilością osób objętych programem oszczędnościowym. Przykład za M. Małecką, *Prawo, ekonomia, ludzkie działanie. Dyskusja nad zastosowaniem ekonomii behawioralnej do analizy prawa*, op. cit., s. 19.

²⁷ Zob. na przykład G.S. Becker, R.A. Posner, *Nieoczywistości. Ekonomiczna teoria wszystkiego*, Warszawa 2013, s. 161- 166; D. Klein, *Statist Quo Bias*, w: *Econ Journal Watch*, Vol. 1 No. 2 2004, s. 260-271.

²⁸ Zgodzić się należy w tym miejscu z wnioskami R. Lepeniesia i M. Małeckiej, iż wykorzystanie koncepcji *nudgingu* wymaga ostrożności, w szczególności oddania służących jej realizacji instrumentów w ręce polityków pragnących zmieniać demokratyczne społeczności z „świat impulsów” (ang. *nudge world*). Więcej na ten temat, w: R. Lepenies, M. Małecka, *The Institutional Consequences of Nudging – Nudges, Politics, and the Law*, w: *Review of Philosophy and Psychology*, No. 6 2015, s. 427-437.

W pierwszym przypadku, zdaniem autora, możliwe jest pogodzenie zaprezentowanej teorii z „wolnością” konsumentów rynku finansowego, przy założeniu zmiany paradygmatu ich postrzegania (szczególnie widocznego w Unii Europejskiej, o czym mowa będzie w dalszej części rozdziału) jako podmiotów rozsądnych, które na podstawie dostarczonych im przez instytucje (obligatoryjnie wymuszonych przepisami prawa) informacji, podejmują racjonalne, najlepsze dla nich decyzje (co w praktyce niejednokrotnie okazuje się fikcją). Nadmiar informacji może jednak okazać się równie szkodliwy, jak ich brak. Dlatego zgodzić należy się z tezą D. Cymana, iż „proces informowania konsumenta powinien uwzględniać brak jego profesjonalizmu (co dowodzą osiągnięcia nauk behawioralnych) w stopniu umożliwiającym podjęcie właściwej decyzji i wyboru oferty jak najbardziej odpowiadającej jego celom i możliwościom. Nie może jednak przytłaczać nadmiarem szczegółów. Zmianie powinien ulec również model konsumenta, z rozsądnego na świadomego. W dobie powszechnego korzystania z technologii coraz bardziej złożonych mechanizmów dokonywania operacji bankowych, konsument wciąż zachowując swój nieprofesjonalizm, świadomy jest jednak zasad działania różnorodnych instrumentów finansowych. Za niewłaściwy uznać należy przyjmowany niekiedy model klienta nierozsądnego, realizowany poprzez zastąpienie nakazu informowania konsumenta zakazem stosowania określonych praktyk lub postanowień umownych, obciążonych rygorem nieważności lub bezskuteczności tych postanowień. Jest on sprzeczny z samą ideą ochrony konsumenta, która nie powinna ograniczać ani eliminować jego aktywności, ale umożliwić mu podjęcie optymalnej decyzji”²⁹. Osobną kwestią pozostaje możliwość kreowania przez rynek określonych rodzajów instrumentów, oferowanych następnie podmiotom nieprofesjonalnym. W takiej sytuacji zastosowanie powinny mieć zdaniem autora idee paternalistyczne, które w imię dobra ogólnego (bezpieczeństwa i stabilności) będą dawały państwu w wyjątkowych sytuacjach prawo do oceny danego instrumentu finansowego i niedopuszczenia go do obrotu. Założenie istnienia klienta świadomego i podejmującego swobodnie swe decyzje w warunkach gwarancji bezpieczeństwa oraz stabilności przez państwo, uznać należałoby za realizację idei libertariańskiego paternalizmu.

Druga sytuacja związana jest z samoregulacją rynku przez instytucje finansowe. Dopuszczenie tego rodzaju możliwości jest z całą pewnością elementem świadczącym o szerokim zakresie wolności gospodarczej na rynku. Prawodawca, dopuszczając taką możliwość, musi być jednak świadomy konsekwencji swojego postępowania i wziąć pod uwagę jego wady i zalety. Zaletą takiej możliwości jest z całą pewnością wskazany zakres swobody (wolności) funkcjonowania. Natomiast negatywne jej konsekwencje związane mogą być z brakiem akceptacji samoregulacji przez społeczeństwo, co wynika między innymi z niebezpieczeństwa

²⁹ D. Cyman, *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, Warszawa 2013, s. 208.

self-serving, a więc tworzenia zasad w interesie regulujących i zachowania niezależności od własnych interesów. Doskonale kwestia ta oddana została w opisie samoregulacji postrzeganej jako sytuacja, w której lis (państwo-regulator) pozostaje pod rządami kur, a więc podmiotów regulowanych, których przedstawiciele mogą wykazywać tendencję do nieproporcjonalnego rozłożenia stosunku pomiędzy ich interesami a interesami ich klientów³⁰. Dlatego chcąc łączyć idee wolnościowe z paternalistycznymi, dopuścić można w wybranych kontekstach sytuacyjnych, wykorzystanie raczej koregulacji, aniżeli samoregulacji. Koregulacja w swej istocie zbliżona jest do samoregulacji, jednak jej koncepcja uzupełniona jest o nadzór państwa nad przyjmowanymi regulacjami, a także nad ich przestrzeganiem. Przejawia się on między innymi sankcjonowaniem przez władze publiczne tworzonych przez podmioty rynkowe regulacji, które stają się z tym momentem obowiązującymi normami³¹.

Bez względu na akceptację przytoczonej koncepcji libertariańskiego paternalizmu, czy też jej brak, uznać należy ją za nowatorską. Rozważenie jej zastosowania należy wziąć pod uwagę, projektując przyszłe rozwiązania w zakresie funkcjonowania rynków finansowych. Ich regulacja wymaga od prawodawcy analizy wszelkich „za i przeciw”, związanych z jego ingerencją w funkcjonowanie tego rynku. Jak bowiem pisał P.L. Bernstein: „umiejętność formułowania precyzyjnych prognoz dotyczących możliwego przebiegu przyszłych zdarzeń i dokonywania wyborów między różnymi alternatywami jest najistotniejszym aspektem życia współczesnych społeczeństw. Kontrolowanie ryzyka wyznacza kierunek naszych działań w tak różnorodnych dziedzinach wiążących się z podejmowaniem decyzji, jak alokacja zasobów pieniężnych, tworzenie systemu powszechnej opieki zdrowotnej, prowadzenie wojny, planowanie rodziny”³².

Z całą pewnością pomocny w tym względzie okazać może się dorobek omawianej ekonomii behawioralnej, która jak słusznie zauważa J. Polowczyk, nie jest spójną teorią, a „raczej szerokim heterodoksyjnym projektem badawczym składających się z różnych hipotez, narzędzi i technik. Tworzy ją wiele różnych kierunków (szkół, prądów poznawczych) powiązanych ze sobą w mniej lub bardziej ścisły sposób. Kierunki te łączy przede wszystkim opozycyjność wobec paradygmatu ekonomii tradycyjnej, opartego na założeniu ścisłej racjonalności”³³.

³⁰ M. Pagano, A. Röell, *Self-regulation of financial markets*, w: P. Newman, M. Milgate, J. Eatwell [red.], *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. III, London 1992, s. 440; M.C. Malaguti, *Private-Law Instruments for Reduction of Risks on International Financial Markets: Results and Limits of Self-Regulation*, w: *Open Economies Review* 11:S1 2000, s. 254-256.

³¹ K. Kowalik-Bañczyk, *Sposoby regulacji handlu elektronicznego w prawie wspólnotowymi międzynarodowym*, Kraków 2006, s. 67.

³² P.L. Bernstein, *Przeciw bogom. Niezwykłe dzieje ryzyka*, Warszawa 1997, s. XIV.

³³ J. Polowczyk, *Podstawy ekonomii behawioralnej*, op. cit., s. 4. Autor do najważniejszych jej nurtów zalicza: ekonomię psychologiczną, ekonomię ewolucyjną, ekonomię eksperymentalną, makroekonomię behawioralną, ekonomię złożoności oraz finanse behawioralne.

Co należy w tym miejscu podkreślić, to fakt, iż zakwestionowanie paradygmatu racjonalności, nie powinno, co często ma miejsce, być odbierane na równi z zupełnym brakiem tejże racjonalności, której samo zdefiniowanie także nastęrcza wiele problemów³⁴. Przyjęcie takiego założenia oznaczałoby bowiem podział na podmioty racjonalne i nieracjonalne. Tymczasem badania wykazują, iż człowiek jest istotą rozumną i logiczną, choć podatną na działanie nieuświadomionych, ale regularnych **emocji**³⁵ [zazn. – T.N]. Ekonomia behawioralna pokazuje, że indywidualni decydenci nie są tak racjonalni, jak mówi ekonomia tradycyjna. Nie oznacza to jednakże, że są zupełnie nieracjonalni³⁶. Pytanie o racjonalność towarzyszy także jednemu z nurtów ekonomii behawioralnej, tj. finansom behawioralnym, której przedstawiciele (m. in. R.H. Thaler, R. Shiller, A. Shleifer, H. Shefrin) wykazują, iż rynki finansowe nie zawsze są tak efektywne, jak zakłada to standardowa teoria ekonomii. Uzasadnienia swych tez poszukują oni w badaniach zachowań uczestników rynków.

Powyższy jakże cenny i trafny cytat J. Polowczyka, dotyczący konieczności ostrożnego podejścia do kwestii nieracjonalności człowieka, przytoczony został w tym miejscu nieprzypadkowo. Po pierwsze, ma on nadać kierunek dalszym rozważaniom na temat problematyki behawioralnej i możliwości jej recypowania przez naukę prawa. Po drugie, jego wartość wynika ze wskazania w nim na emocje, o których pisał już L. Petrażycki, analizując istotę prawa. Emocje rodzą bowiem reguły, z których część przekształca się następnie w normy prawne³⁷. Są one jednymi z przeżyć psychicznych, obok poznania, uczucia i woli. Człowiek odczuwa je natomiast jako poczucie postępowania w określony sposób.

Jest to między innymi widoczne na rynku finansowym, będącym przedmiotem zainteresowania w szczególności jednego z nurtów ekonomii behawio-

³⁴ Z pytaniem o racjonalność związany jest problem dotyczący znalezienia odpowiedzi na pytanie: Co to jest racjonalność? Jego rozwiązanie stanowi przedmiot niezwykle interesującej debaty przedstawicieli różnych nauk, której wielowątkowy, szeroki zakres nie pozwala na przybliżenie jej w tym miejscu. Warty polecenia w tym temacie są następujące publikacje: H. Simon, *Models of bounded rationality*, Vols. 1 and 2, Cambridge 1982; V.L. Smith, *Racjonalność w ekonomii*, Warszawa 2013; G.S. Becker, *Ekonomiczna teoria zachowań ludzkich*, Warszawa 1990; J. Elster, *Alchemies of the mind. Rationality and the emotions*, Cambridge 1999; B. Dzik, T. Tyszka, *Problem racjonalności podmiotów ekonomicznych*, op. cit., s. 39-76; M. Małecka, *Prawo, ekonomia, ludzkie działanie. Dyskusja nad zastosowaniem ekonomii behawioralnej do analizy prawa*, op. cit., s. 19 i nast.

³⁵ Zob. także, O.D. Jones, *Law, Emotions, and Behavioral Biology*, w: L.A. Frolik [red.], *Law&Evolutionary Biology. Selected essays in Honor of Margaret Gruter*, Portola Valley 1999, s. 269-279.

³⁶ J. Polowczyk, *Podstawy ekonomii behawioralnej*, op. cit., s. 7.

³⁷ W nauce psychologii zwraca się uwagę na pozytywny i negatywny wpływ emocji na nasze zachowania. Szczególnie interesujący jest pierwszy z wymienionych aspektów. Pozytywne emocje, jak się okazuje, mogą pomagać jednostce w osiągnięciu pewnych celów. Poprzez emocje człowiek i stosowanie określonych heurystyk (omówionych poniżej), a więc „myślenia na skróty” jest chroniony przed sytuacjami, w których zastanawianie się nad wyborem trwałoby bardzo długo. Dzięki emocjom optymalizowany jest czas poszukiwań. Na temat, w: B. Dzik, T. Tyszka, *Problem racjonalności podmiotów ekonomicznych*, op. cit., s. 72-73.

ralnej, tj. **finansów behawioralnych**, koncentrującego swą uwagę na zachowaniach inwestorów na rynku. Badania w tym względzie oparte są na dwóch podstawowych założeniach, którymi są: 1) twierdzenie o efektywności rynku oraz 2) twierdzenie o racjonalności podejmowanych przez inwestorów decyzji. Racjonalne działania inwestorów w zakresie przykładowo oceny rynku i dokonywanych wyborów skutkować powinno efektywnością rynku, rozumianą jako sytuacja, w której ceny walorów wynikać będą jedynie z racjonalnych czynników, a nie emocji, którym poddawani mogą być inwestorzy³⁸. Zestawienie opisanej teorii racjonalnego inwestowania z rzeczywistością wykazało, iż jej założenia są iluzoryczne, albowiem na zachowania inwestycyjne wpływ mają także inne czynniki, w tym psychologiczne. Co ważne, na podstawie licznych badań wykazano, iż w swym „racjonalnym” myśleniu inwestorzy, obecni w szczególności na rynku kapitałowym, popełniają wiele błędów, wynikających między innymi z nieefektywnego przetwarzania informacji, a także ulegania emocjom³⁹. Spostrzeżenie to nie powinno pozostać obojętne dla prawodawcy tworzącego przepisy normujące rynek⁴⁰. Przede wszystkim te, których koncepcja opiera się na istnieniu wspomnianego rozsądnego konsumenta⁴¹. Konsument ten, określany niekiedy jako inwestor, błędzi logicznie podczas przetwarzania informacji, co wynika z ich nadmiaru lub niewłaściwej interpretacji. Przejawem tego są przykładowo powtarzające się co pewien czas krachy na giełdach czy też nadmierny optymizm.

Lektura publikacji traktujących o psychologicznej stronie rynku finansowego prowadzi do sformułowania wniosku, iż wskazane błędy wynikają z zestawienia ze sobą dwóch elementów, którymi są nasz umysł i jego możliwości poznawcze, oraz współczesna rzeczywistość, charakteryzująca się ogromną ilością danych (informacji). Te ostatnie zmuszeni jesteśmy przetwarzać w określonych kontekstach sytuacyjnych, do których zalicza się między innymi presję czasu⁴². Skutkiem tego jest formułowanie przez człowieka sądów na podstawie wrywkowych danych, myślącego niejako na skróty (przetwarzającego tylko pewne informacje), który to proces psychologowie określają jako **heurystyczny sposób myślenia** (zob. Rys. 2)⁴³. Przetwarzanie heurystyczne pozwala nam funkcjonować w złożonym

³⁸ T. Zaleśkiewicz, *Psychologia ekonomiczna*, op. cit., s. 34.

³⁹ Ibidem, s. 35.

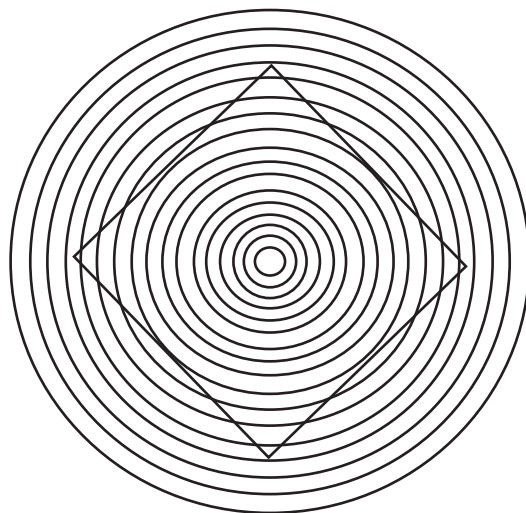
⁴⁰ W szczególności mając na uwadze znaczenie rynku finansowego dla funkcjonowania gospodarki. Więcej na ten temat, w: K. Opolski, T. Potocki, *Znaczenie dokonania ekonomii behawioralnej w kształtowaniu polityki gospodarczej*, w: A. Alińska, B. Pietrzak [red.], *Stabilność systemu finansowego – instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, Warszawa 2012, s. 255-272.

⁴¹ Więcej na temat zależności pomiędzy informacją a podjęciem decyzji w świetle ekonomii behawioralnej, w: A. Biela, *Informacja i decyzja w ekonomii behawioralnej*, Lublin 2011, s. 33-37.

⁴² H. Simon podając krytyce nieograniczoną zdolność człowieka do przetwarzania danych, która stanowi element klasycznych teorii ekonomicznych, wskazywał na jego „ograniczoną racjonalność”. Zob. H. Simon, *A behavioral model of rational choice*, w: *Quarterly Journal of Economics*, No. 69 1955, s. 99.

⁴³ Iluzja optyczna jest często podawanym przykładem „myślenia na skróty”.

otoczeniu, a jego systematykę przypisuje się wspomnianym już D. Kahnemanowi i A. Tverskiemu, którzy wskazali między innymi na heurystykę kotwiczenia, reprezentacji i dostępności⁴⁴.



Rys. 2. Iluzja optyczna jako przykład zniekształcenia heurystycznego⁴⁵

Źródło: opracowanie własne

Ujmując ekonomię behawioralną syntetycznie, należałoby poza wymienionym zjawiskiem heurystyki, zwrócić także uwagę na pojęcie tzw. **kognitywnego zniekształcenia** (ang. *cognitive bias*), które to zjawisko jest efektem badań prowadzonych nad procesami ludzkiego myślenia, w szczególności w perspektywie racjonalności⁴⁶. Istota jego zasadza się na stwierdzeniu powtarzających się odchyleń (zniekształceń) od założonych standardów w procesach myślenia, oceny oraz innych tzw. kognitywnych procesów, w następstwie czego człowiek kreuje swoją subiektywną społeczną rzeczywistość, która wpływa z kolei na jego zachowanie. Ów wpływ może powodować błędną interpretację, niewłaściwe sądy, które w ocenie innych odbierane będą jako irracjonalne. Opisywane zniekształcenia ujmowa-

⁴⁴ T. Zaleśkiewicz, *Psychologia ekonomiczna*, op. cit., s. 57. Zob. także D. Kahneman, A. Tversky, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, op. cit., s. 1124 i nast.; D. Kahneman, A. Tversky, *Choice, Values and Frames*, w: *American Psychologist*, Vol. 34 No. 4 1984, s. 341 i nast.; D. Kahneman, A. Tversky, *Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability*, w: D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky [red.], *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge 1982, s. 166 i nast.

⁴⁵ Powyższa ilustracja stanowić ma przykład „myślenia na skróty”, jakie niejednokrotnie może mieć miejsce w naszym umyśle. Mimo tego, iż w okręgi wpisany jest pełnowymiarowy kwadrat, to po dłuższym wpatrywaniu się w niego obserwator odnosi wrażenie, iż jego boki są zagięte.

⁴⁶ Zarówno heurystyki, jak i kognitywne myślenie omówione zostały w pracy D. Kahnemana, *Pałapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Warszawa 2012, s. 147 i nast.

ne są w kilku kategoriach (rodzajach błędów), których ważnymi dla zrozumienia funkcjonowania rynku finansowego elementami są między innymi⁴⁷:

- efekt wąskich ram (ang. *narrow framing*⁴⁸) – polegający na analizie określonych problemów w oderwaniu od szerszego kontekstu, w sposób wyizolowany⁴⁹;
- błąd zakotwiczenia (ang. *anchoring bias*) – widoczny między innymi na rynku kapitałowym, gdzie inwestorzy kreują swoje prognozy pod wpływem wcześniejszych ocen, oczekiwań, decyzji i to często w sytuacji, gdy nie posiadają oni wiarygodnych danych. Mimo niepełnych danych, umysł człowieka nie toleruje próżni informacyjnej, a w sytuacji niejasności, tworzone oceny wynikają z „zakotwiczenia” się na jakichkolwiek danych⁵⁰. Co więcej, dane te niekiedy nie muszą być bezpośrednio powiązane z analizowaną sytuacją; choć wyciągane w ten sposób wnioski w istotny sposób na nią wpływają!
- instynkt stadny (ang. *herd instinct*) – charakterystykę tego błędu poprzedzić należy uwagą na temat często przytaczanego w dyskusjach przedstawicieli nauk behawioralnych zjawiska „zwierzęcych instynktów” (ang. *animal spirits*), którego nazwa pochodzi od łacińskiego terminu *spiritus animalis*, w którym drugi z wyrazów (*animalis*) oznacza „umysłowy” lub „ożywiony” i odnoszony jest do pierwotnej energii umysłowej siły życiowej⁵¹. Wynika z tego, iż współczesne użycie omawianego terminu jest zgoła odmienne od jego pierwotnego znaczenia. Mówiąc o instynktach zwierzęcych, myślimy raczej w kategoriach negatywnych, niepewnych, kojarząc je z zachowaniami

⁴⁷ Wymienione poniżej przykłady są zaledwie kilkoma spośród wielu szczegółowo zbadanych i opisanych w literaturze psychologicznych uwarunkowań percepcji rzeczywistości i podejmowania decyzji na rynku finansowym (przede wszystkim kapitałowym). Wyczerpująca ich analiza zaprezentowana została w monografii A. Szyszki, *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Poznań 2009, s. 44-97.

⁴⁸ Omawiany efekt opisywany jest terminem „*framing*” (pol. ramowanie), który jest jednym z tzw. syndromów kognitywnych, nazywanych jako efekt ram interpretacyjnych, polegającym w skrócie na założeniu, iż percepcja dostępnych opcji przez wybierającego zależna jest w dużej mierze od sposobu ich prezentacji. Przede wszystkim zależy ona od tego czy konkretne skutki zilustruje się jako korzyści, czy jako straty, a w konsekwencji, czy odbiorca zarejestruje je w ten sam sposób. R.H. Thaler i C.R. Sunstein podają przykład informacji przekazanej przez lekarza choremu na serce, który powinien przejść poważaną operację. Wskazując na szanse jej powodzenia, lekarz może sformułować swoją wypowiedź na dwa sposoby: 1. „Na stu pacjentów, którzy mieli tę operację, po pięciu latach żyje dziewięćdziesięciu” albo 2. „Na stu pacjentów, którzy mieli tę operację, po pięciu latach zmarło dziesięciu”. Oczywiście mimo tego, iż informacja zarówno w pierwszym, jak i w drugim przypadku jest taka sama, to jednak osadzenie jej innym kontekście (ramach) spowoduje zupełnie odmienną jej interpretację. Więcej na ten temat, w: R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, op. cit., s. 53-54; P. Tereszkiewicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, Warszawa 2014, s. 616-617.

⁴⁹ A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, w: Bank i Kredyt, 40 (4) 2009, s. 14.

⁵⁰ T. Zaleśkiewicz, *Psychologia ekonomiczna*, op. cit., s. 313.

⁵¹ G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Zwierzęce instynkty*, Warszawa 2010, s. 21.

nieracjonalnymi, zbiorowymi, niekiedy trudnymi do przewidzenia. Przykładem takiego zachowania może być panika na rynku bankowym, określana jako *run* na bank (ang. *run on bank*), która pojawia się w sytuacji, gdy w tym samym czasie duża liczba klientów chce wypłacić swoje oszczędności z danego banku, czyniąc to z obawy o jego niewypłacalność i kierując się niekiedy nieprawdziwymi informacjami. Te ostatnie mogą działać jak katalizator, gdy zaczną rozprzestrzeniać się w wśród większej grupy osób, przyczyniając się do realizacji samospełniającej się przepowiedni i faktycznego upadku banku, który w początkowym etapie całego procesu nie miał problemów ze swą wypłacalnością⁵². Zachowanie „racjonalnych” klientów banku wynika w takiej sytuacji, z opisanego przez H. Leibensteina **zjawiska owczego pędu**, kiedy to jedna osoba postępuje tak jak inna, chcąc z kolei naśladować inne osoby i powiedzielibyśmy kierując się niekiedy niezrozumiałym z racjonalnego punktu widzenia instynktem (szczególnie widocznym u owiec, które poruszają się w zwartym stadzie, podążając za swym przewodnikiem). Owczym pędem określa się także trend widoczny na rynku kapitałowym, przejawiający się gwałtownym i nieuzasadnionym nabywaniem lub sprzedażą akcji⁵³;

- racjonalizacja czynów nieetycznych;
- nadmierna pewność siebie – wyrażająca się w przecenianiu swojej wiedzy i kompetencji w określonej dziedzinie, które to przekonanie jest większe w sytuacji, gdy dana osoba jest ekspertem w danej dziedzinie⁵⁴;
- konsekwencje zjawiska tzw. *information overload*, czyli nadmiernych ilości informacji otrzymywanych jednocześnie, które zwiększają prawdopodobieństwo podjęcia przez osobę je wykorzystującą decyzji nietrafnej⁵⁵;
- oraz skłonność do oszukiwania.

Zaprezentowane powyżej zniekształcenia dowodzą, iż *homo sapiens* to istota zachowawcza, która preferuje to co jest, przywiązana do tego co ma. Jednak niejednokrotnie ulegająca złudzeniom i podatna na wpływy zewnętrzne. Jak się słusznie uważa, wynika to z dziedzictwa historii naszej ewolucji, w której większość czasu był to okres, gdy ludzie żyli jako łowcy-zbieracze. Środowisko to niestety wyposażało nas w psychikę nie do końca dostosowaną do życia we współczes-

⁵² Książkowym przykładem tego rodzaju sytuacji jest upadek Banku Northern Rock. Zob. P. Masiukiewicz, *Klasyczny run na kasy w banku hipotecznym Northern Rock*, w: P. Masiukiewicz [red. nauk.], *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, Warszawa 2010, s. 143-160.

⁵³ Zob. także C.B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Warszawa 2015, s. 125-128.

⁵⁴ T. Zaleśkiewicz, *Psychologia ekonomiczna*, op. cit., s. 303.

⁵⁵ P. Tereszkiwicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, op. cit., s. 618; Zob. także T. Parades, *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, w: Washington University Law Quarterly, Vol. 81 2003, s. 417 i nast.

nym, pełnym bodźców, emocji, impulsów oraz informacji świecie⁵⁶. Potwierdzają to także badania rozwijane w ostatnim czasie w ramach jednego z nurtów ekonomii behawioralnej, tj. neuroekonomii (i będącej jej częścią neurobankowości)⁵⁷. Charakteryzując ją, zwraca się uwagę na przedmiot jej badań koncentrujących się na poszukiwaniu odpowiedzi na pytanie o źródła takich, a nie innych zachowań uczestników rynku podczas podejmowania przez nich decyzji, klasyfikowania zagrożeń i korzyści wynikających z zawieranych transakcji. W polu zainteresowań są przy tym motywy i zasady ludzkiego działania w warunkach współczesnego rynku finansowego. Działanie to przejawia się w podejmowaniu decyzji, których źródłem jest ludzki mózg z jego skomplikowaną architekturą neuronową⁵⁸. Mózg ten, a dokładniej procesy z w nim zachodzące są obiektem badań neuroekonomii.

Wykorzystuje się w tym celu najnowsze osiągnięcia medycyny, w tym: funkcjonalny rezonans magnetyczny, pozytronową tomografię komputerową, a także tomografię emisyjną pojedynczego fotonu, dzięki którym naukowcy wnikają w funkcjonowanie układu limbicznego mózgu, uważanego za anatomiczne podłoże odpowiedzialne za wzorce zachowań i stanów emocjonalnych człowieka. Układ ten tworzony między innymi przez hipokamp (łac. *hippocampus*), ciało migdałowe (łac. *corpus amygdaloideum*) czy też część brzusznej gałki bladej (łac. *globus pallidus*), bierze udział w powstawaniu uczuć, łaknienia, podejmowania walki, ucieczki oraz działań złożonych, obecnych także na rynku finansowym⁵⁹. Prowadzenie powyższych badań świadczy o niezwykłym rozwoju nauki o „wnętrzu duchowym człowieka”. Pozwalają one zrozumieć nasze zachowania, emocje, tak ważne chociażby dla funkcjonowania rynku. Oczywiście pojawia się pytanie o możliwość zastosowania osiągniętych wyników w praktyce. W literaturze przedmiotu można spotkać się z postulatem ich wykorzystania w kształtowaniu systemu bezpieczeństwa rynku finansowego. Miałoby to zostać zrealizowane poprzez opracowanie metod i narzędzi, które „pozwolą nie tylko na badanie procesów, zachodzących w mózgu pod kątem bezpieczeństwa sektora bankowego, ale umożliwiłyby także uwzględnienie neuroryzyka w regulacjach nadzorczych oraz zostaną wykorzystane w procesie doboru pracowników banków”⁶⁰. Już dziś tworzone są regulacje dające organom nadzorującym rynek finansowy prawo do wpływu na proces wyboru władz instytucji finansowych, w szczególności tych zajmujących w nich stanowiska zarządcze. Jednak w ocenie autora nie można zgodzić

⁵⁶ J. Polowczyk, *Podstawy ekonomii behawioralnej*, op. cit., s. 6.

⁵⁷ T. Lohrenz, P.R. Montague, *Neuroeconomics: what neuroscience can learn from economics*, w: A Lewis [red.], *The Cambridge Handbook of Psychology and Economic Behaviour*, Cambridge 2008, s. 457-459.

⁵⁸ S. Flejterski, *Neurobankowość. Nauki o finansach w poszukiwaniu nowych paradygmatów*, op. cit., s. 532.

⁵⁹ Pogłębioną analizę problemu neurobankowości odnajdujemy w niezwykle ciekawej publikacji J. Koleśnika, pt. *Bezpieczeństwo systemu finansowego. Teoria i praktyka*, Warszawa 2011, s. 266-296.

⁶⁰ Ibidem, s. 266-296.

się z tezą, iż rozwój neuroekonomii i wyniki jej badań, pozwolą „na wprowadzenie regulacji nadzorczych, ograniczających w procesie zarządzania ryzykiem w sektorze bankowym [finansowym – T.N.] osób, których budowa i funkcjonowanie organizmów powoduje nieakceptowalną skłonność do podejmowania ryzyka”⁶¹. Realizacja tego rodzaju postulatu byłaby niezwykle niebezpiecznym precedensem, o bardzo wątplych podstawach etycznych i moralnych, prowadzącym do powstania inżynierii społecznej, o której dotychczas czytaliśmy jedynie w literaturze science-fiction. Nie ulega wątpliwości, iż źródła wszystkich kryzysów czerpały z natury ludzkiej, jej emocji, chciwości, skłonności do podejmowania ryzyka itp. Niejednokrotnie jest tak, iż zarządzanie instytucjami finansowymi i przekazany im do dyspozycji środkami finansowymi powierzane jest nieodpowiednim osobom, o wątpliwej reputacji⁶². Czy ma to jednak oznaczać, iż w imię bezpieczeństwa systemu prawodawca powinien dopuścić możliwość podejmowania decyzji nadzorczych, kierując się skanem funkcjonowania mózgu? Czy pojedyncze inwestycje, które już teraz wymagają oceny skłonności ryzyka klienta na podstawie przeprowadzonej z nim ankiety, powinny być uzależniane od dokładniejszych jego badań (medycznych)? Oczywiście powyższe pytania mogą być uznane za nieco przejaskrawione. Jednak muszą zostać postawione. Podobnie jak to najistotniejsze z punktu widzenia analizowanego w niniejszym rozdziale problemu, a dotyczące możliwości recypowania osiągnięć nauk behawioralnych do nauki prawa (rynku finansowego). Udzielenie odpowiedzi na to pytanie nie jest możliwe bez dokonania analizy wybranych przykładów istniejących rozwiązań prawnych, a także powstałej w ciągu kilku ostatnich lat behawioralnej koncepcji prawa. W pierwszym z przypadków uwaga powinna być skoncentrowana na omówieniu regulacji dotyczących szeroko rozumianej sytuacji uczestnika na rynku usług finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem pozycji konsumenta. Owo szerokie ujęcie zawiera w sobie założenie, iż poprzez normowanie jego sytuacji na rynku, prawodawca powinien przyczynić się do budowania stabilności i bezpieczeństwa tego rynku, niezbędnych do kreowania zaufania. Uwzględnienie wniosków formułowanych przez teorię finansów behawioralnych ma istotne znaczenie w zrozumieniu rynku finansowego, gdyż poszerza katalog czynników uwzględnianych przez uczestników rynku w podejmowanych przez nich decyzjach. Zgodzić należy się przy tym z poglądem C.B. Martysza, iż od prawodawcy oczekiwać należałoby tego, iż będzie on chronić rynek i jego uczestników przed ich własną nieracjonalnością i niemożliwe jest stworzenie systemu idealnego, w którym wyeliminowane zostaną błędy scharakteryzowane powyżej⁶³.

Racjonalny prawodawca w imię dobra ogólnego musi jednak uwzględniać w swych działaniach najnowsze osiągnięcia nauki, w tym i te odnoszące się do

⁶¹ Ibidem, s. 285.

⁶² Zob. G. Anderson, *Cityboy. Skandaliczne oblicze londyńskich bankowców*, Warszawa 2009.

⁶³ C.B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, op. cit., s. 128-129.

sposobu oddziaływania prawa na postawy i zachowania jego adresatów, a więc czerpać z dorobku behawioralnej koncepcji prawa, która, co jak zostało tu już zasygnalizowane, czerpie z dorobku psychologii, a także ekonomii behawioralnej, które, opierając się na metodach empirycznych, dowodzą braku pełnej racjonalności w działaniach człowieka. Człowieka będącego zaprzeczeniem idei *homo oeconomicus*, który gdyby istniał musiałby potrafić myśleć jak Albert Einstein, posiadać pamięć jak Big Blue IBM i silną wolę jak Mahatma Gandhi⁶⁴. W rzeczywistości jest tak, iż człowiek ulega emocjom, popełnia błędy poznawcze, myśli skrótowo (heurystycznie), wykazuje nadmierną pewność siebie i niejednokrotnie ulega instyngtom stadnym⁶⁵. Jest on więc w opinii autora istotą rozumną, ale poddawaną emocjom, która nie zawsze ma wpływ na swoją sytuację, biernie poddającą się kreowanym przez rynek zdarzeniom. Jest on niczym *homo sapiens oeconomicus passivus*.

3. Konsument na rynku finansowym – rozsądny czy racjonalny?

Behawioralne postrzeganie współczesnego nam świata wydaje się wyjaśniać wiele dotychczas niepoznanych człowiekowi fenomenów. Oczywiście jest ono jedną z dziesiątek metod badań. Jednak jak wynika z zaprezentowanej charakterystyki, opartą na naukowych podstawach oraz silnie osadzoną w empirii. Skutkiem tego jest możliwość rozważenia zastosowania uzyskanych w ten sposób wyników zarówno w praktyce, jak i w teorii. W tym ostatnim przypadku dotyczy to w szczególności tych dziedzin nauki, które dotychczas mniej entuzjastycznie podchodziły do behawioralnego postrzegania rzeczywistości. Jest nią między innymi nauka prawa. Choć nie do końca. Bowiem, gdy dokładniej przyjrzymy się poszczególnym koncepcjom rozwijanym przez przedstawicieli tej nauki, stwierdzimy, iż niejednokrotnie w swych rozważaniach mniej lub bardziej świadomie wnikają oni w naturę ludzkich zachowań, które prowadzą do popełnienia przestępstwa⁶⁶, unikania lub uchylania się od opodatkowania⁶⁷ czy też manipulowania cenami akcji na giełdzie⁶⁸.

Wiedza na temat źródeł tychże zachowań i – co ważniejsze – ich konsekwencji powinna być brana przez prawodawcę pod uwagę w procesie tworzenia i sto-

⁶⁴ R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, op. cit., s. 17.

⁶⁵ Zob. także K. Glinka, *Behawioralne aspekty decyzji inwestycyjnych a otoczenie instytucjonalne rynków finansowych*, w: A. Wojtyła [red. nauk.], *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, Warszawa 2011, s. 149-154.

⁶⁶ W. Pływaczewski [red.], *Przeciwdziałanie patologiom na rynkach finansowych od edukacji ekonomicznej po prawnokarne środki oddziaływania*, Warszawa 2015.

⁶⁷ R. Sowiński, *Uchylanie się od opodatkowania*, Poznań 2009, passim.

⁶⁸ C.B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, op. cit., s. 258-341.

sowania prawa. Prawodawca ten, postrzegany jako opisany wcześniej architekt wyboru, organizuje społeczeństwu określony kontekst wyboru. Poprzez ujmowanie otaczającej nas rzeczywistości w ramy prawa, w mniejszym lub większym zakresie wpływa na nasze wybory, decyzje. Można nawet wyobrazić sobie sytuację, w której w sposób arbitralny, dla naszego dobra, nie dopuszcza do zaistnienia takich stanów, które w jego ocenie godzić będą w dobra ogólne. Na przykład bezpieczeństwo i stabilność rynku finansowego. Tego rodzaju działanie niesie ze sobą także ryzyko dokonywania arbitralnych wyborów przez prawodawcę. Dlatego tak ważne jest uwzględnianie przez niego w procesie kreacji prawa także czynników pozaprawnych, w tym reakcji ich adresatów na przyjęte rozwiązania. Ważne jest tym samym połączenie dwóch elementów, pragmatycznego z empirycznym. Prawo jest bowiem częścią rzeczywistości społecznej i dlatego należy analizować praktyczne uwarunkowania jego działania, przyjmując za realistami, postrzeganie jego nie tylko i wyłącznie jako tekstu prawnego (ang. *law in books*), oderwanego od rzeczywistości, ale przede wszystkim jako działania (ang. *law in action*), którego konsekwencje dotyczą poszczególnych jednostek tworzących dane społeczeństwo. Koncepcja ta w ocenie autora jest niezwykle istotna z punktu widzenia regulacji rynku finansowego, którego istnienie nie byłoby możliwe bez aktywności tysięcy osób, oszczędzających i powierzających swoje środki finansowe do zarządzania (w lepszy lub gorszy sposób) instytucjom finansowym.

Prawidłowość tę wydaje się zauważać prawodawca europejski, który jak zostało to omówione w poprzednim rozdziale pracy, od kilkadziesiąt lat konsekwentnie realizują swą koncepcję budowy jednolitego rynku finansowego, będącego częścią rynku wewnętrznego Unii Europejskiej. Jednym z elementów tych działań jest dążenie do zapewnienia ochrony słabszej stronie stosunków, mających miejsce na tym rynku, a którą jest konsument usługi finansowej. Model tej ochrony wypracowywany był przez kilkadziesiąt ostatnich lat i doprowadził do stworzenia **wzorca konsumenta rozsądnego**. Wzorca, którego wartość wynika z faktu, iż koncentrują się w nim pytania, dylematy, jakie pojawiają się w dyskusjach o możliwości recypowania na grunt prawa wątków behawioralnych. Co więcej, połączenie owego wzorca z prawem rynku finansowego dobitnie pokazuje potrzebę refleksji na ten temat, której wyznacznikiem mogą być następujące pytania. Czy jest to wzorzec idealny i realny? Jak założenia, na których został on oparty, mają się w stosunku do opisanych koncepcji behawioralnych? Koncepcji, z których wyłania się obraz podmiotu rozumnego, logicznego, ale poddanego na nieświadome i regularne emocje. Podmiotu, który niekiedy błędzi logicznie podczas przetwarzania nadmiaru dostarczanych jemu informacji, do których „równy” i niezakłócony dostęp staje się probierzem sprawiedliwej i efektywnej regulacji.

Warto więc w tym miejscu przyrzeć się owej koncepcji, która została przez autora wybrana nieprzypadkowo. Wybór owego jednego z wielu przykładów re-

gulowanej materii, ma na celu przede wszystkim wskazać na dylematy, jakie towarzyszą prawodawcy tworzącemu współczesne prawo rynku finansowego. Prawo, które mając chronić bezpieczeństwo i stabilność rynku, przy jednoczesnej ochronie zaufania do niego, stawia przede wszystkim na ochronę jednostki. Choć, jak pokazuje perspektywa *law in action*, nie zawsze postulat ten udaje się zrealizować. Autorowi decydującemu się na zaprezentowanie opisywanego modelu towarzyszyły wątpliwości, wynikające ze specyfiki analizowanej w niniejszej publikacji materii, tj. prawa rynku finansowego. Materii niezwykle rozległej i wielowątkowej, której szczegółowe omówienie nie jest możliwe w jednej monografii. Zresztą byłoby to bezcelowe i sprowadzało się do opisu, ewentualnie egzegezy, wybranych przepisów. A nie taki cel przyświecał idei powstania niniejszej publikacji, która stanowić ma głos w dyskusji na temat wyzwań współczesnego procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, postrzeganego w perspektywie jego ekonomizacji. Dlatego od pierwszych stron książki autor dąży do realizacji postawionego przez siebie celu, wykazania tezy o konieczności oparcia wspomnianego procesu na wyraźnie zarysowanej koncepcji (filozofii), zakładającej postrzeganie rynku finansowego nie tyle jako bezdusznej maszyny do pomnażania pieniądza, ale ważnym elementem systemu społecznego, który funkcjonuje dla i dzięki tworzącym go jednostkom, poddawanych licznym wpływom zewnętrznym oddziałującym na ich decyzje. Rolą prawodawcy jest uwzględnienie tej prawidłowości w procesie kreowania porządku prawnego, charakteryzowanym, jak pisał J. Wróblewski przez charakter normatywny, instrumentalny, aksjologiczny i społeczny prawa⁶⁹. Poprzez prawo bowiem tworzy się określone wzorce zachowania, wpływa na te zachowania, utrzymuje bądź też zmienia określone stosunki społeczne i wreszcie promuje określone wartości. Dlatego też, analizując prawo, należy patrzeć na nie przez „umysł jednostki”, na której życie ono wpływa. Jednostki, która poza tym, że jest obywatelem, jest także konsumentem, którego zachowania w istotny sposób mogą wpływać, jak zostało to wykazane we wcześniejszym rozdziale, na stabilność systemu gospodarczego (a tym samym i społecznego)⁷⁰. Dlatego warto przyjrzeć się modelowi ochrony tego konsumenta, który wypracowany został w ostatnich dziesięcioleciach na świecie, a największą aktywność w tym względzie podjęto po dwóch stronach Atlantyku.

⁶⁹ J. Wróblewski, *Zasady tworzenia prawa*, Warszawa 1989, s. 8.

⁷⁰ Podczas tworzenia prawa rynku finansowego ważne jest poznanie trendów zachowań konsumentów obecnych na tych rynkach. Dlatego polecić należy w tym względzie niezwykle bogatą literaturę, w tym: S. Smyczek, *Nowe trendy w zachowaniach konsumentów na rynkach finansowych*, Warszawa 2012; D. Maison, *Polak w świecie finansów*, Warszawa 2013; R. East, M. Wright, M. Vanhulle, *Zachowania konsumentów*, Warszawa 2011; M. Goszczyńska, S. Kołodziej, A. Trzcińska, *Uwikłani w świat pieniądza i konsumpcji*, Warszawa 2012; M. Goszczyńska, M. Górnik-Durose [red. nauk.], *Psychologiczne uwarunkowania zachowań ekonomicznych*, Warszawa 2010; D. Fatuła, *Zachowania polskich gospodarstw domowych na rynku finansowym*, Kraków 2010.

3.1. Model ochrony konsumenta rozsądnego jako model optymalny?

Analizę koncepcji ochrony konsumenta rozpocząć należy od po pierwsze, zdefiniowania badanego podmiotu i po drugie, od osadzenia go w szerszym kontekście. W tym drugim przypadku za właściwe wydaje się odniesienie rozważań do środowiska gospodarki opartej na wiedzy, określanego angielskim terminem „*Knowledge-Based Economy*”, której istnienie stało się faktem i w istotny sposób zmieniło funkcjonowanie współczesnego świata. Rewolucja technologiczna w połączeniu z globalizacją doprowadziły, między innymi do powstania wielu złożoności, a także opisanej wcześniej asymetrii informacji⁷¹. Współczesny człowiek co prawda korzysta z wielu dogodności i innowacji, jest także mądrzejszy niż kilkadziesiąt lat temu, jednak w porównaniu ze swoimi przodkami przytłoczony został ilością informacji, do których przetworzenia w sposób skuteczny nie został przystosowany. Informacje te dotyczą rozmaitych sfer jego życia, a do tych najczęściej eksponowanych zaliczyć możemy informacje dotyczące konsumowanych przez niego produktów, farmaceutyków, a w ostatnim czasie także i oferowanych jemu produktów finansowych. Niekiedy spotkać można się z poglądem, iż filozofia regulacyjna stosowana na rynkach spożywczych i farmaceutycznym stanowiła wzorzec dla rozwiązań w zakresie przekazywania informacji, zastosowanych następnie na rynku finansowym. Miała ona przy tym na celu wyeliminować jedną z niedoskonałości tego rynku, na którym po jednej stronie funkcjonują instytucje finansowe i ich fachowe zaplecze, a po drugiej stronie pojedynczy konsumenci. Przyjęto przy tym, iż rynek może być konkurencyjny jedynie w takiej sytuacji, gdy ci ostatni będą w sposób odpowiedni poinformowani, na przykład poprzez umieszczenie odpowiednich informacji o warunkach umowy (podobnie jak o składzie produktu czy niepożądanych skutkach ubocznych zażywanego lekarstwa). Informacja taka powinna być przy tym łatwo dostępna, przejrzysta i zrozumiała (choć już nałożenie tego rodzaju wymagań uznać należy za zapowiedź potencjalnych problemów realizacji tak sformułowanego wymogu). U źródeł takiego postępowania istniało przekonanie o słabości jednej ze stron, którą w tym przypadku był konsument, którego zdefiniowanie wraz z cechami go charakteryzującymi pozostawiono przedstawicielom doktryny i judykaturze.

Poszukując uniwersalnej definicji „konsumenta”, należy wskazać na możliwe sposoby jego postrzegania. Ze względu na podejmowaną w niniejszej publikacji problematykę, zasadne jest sięgnięcie do dwóch jego ujęć – ekonomicznego oraz prawnego. W pierwszym z nich, a więc postrzegania konsumenta jako instytucji ekonomicznej, uwaga skoncentrowana jest na człowieku, który w gospodarce wy-

⁷¹ M.K. Hogg, G. Howells, D. Milman, *Consumers in the Knowledge-Based Economy (KBE): What creates and/or constitutes consumer vulnerability in the KBE?*, w: *Journal Consumer Policy*, No. 30 2007, s. 152.

stępuje w co najmniej trzech rolach: wytwórcy, obywatela i konsumenta, określonego niekiedy terminem „spożywca”. Konsument to ten, który korzysta z wartości użytkowej produktu. Spożywa on (zużywa) nabyte produkty (usługi). I w takim znaczeniu utożsamiany nie musi być jedynie z konkretną osobą, ale także z grupą osób, przedsiębiorstwem, a nawet organizacją⁷². Zaprezentowane ekonomiczne ujęcie konsumenta, jak się uważa, funkcjonuje w obrocie od co najmniej XVIII wieku⁷³. Natomiast postrzeganie jego przez pryzmat rozwiązań prawnych, których celem ma być jego ochrona jako podmiotu słabszego stosunku prawnego, osadzić należy dopiero w XX wieku. Wtedy to bowiem 15 marca 1962 roku ówczesny Prezydent USA J.F. Kennedy, stojąc przed Kongresem Stanów Zjednoczonych, rozpoczął swe przemówienia od sławnego zdania „*Consumers, by definition, include us all (...)*”⁷⁴ i dał początek nowej erze w zakresie ochrony konsumenta, któremu zagwarantowana miała zostać ochrona zawierająca cztery podstawowe prawa, którymi są: prawo do bezpieczeństwa; prawo do informacji⁷⁵; prawo wyboru spośród różnych produktów i usług po konkurencyjnych cenach; oraz prawo wyrażania opinii.

Świadomość praw konsumenckich zaczęła rozprzestrzeniać się na całym świecie, docierając także do Europy, gdzie począwszy od przyjęcia Traktatu z Maastricht, stała się ona jednym z autonomicznych i podstawowych celów polityki Wspólnoty (Unii Europejskiej). Jej podstawowym celem stało się stworzenie konsumentowi warunków do podejmowania przez niego suwerennych i racjonalnych decyzji, które będą dla niego najbardziej korzystne⁷⁶. Jednocześnie samą koncepcję jego ochrony, jako słabszej strony zawieranej umowy, oparto na paradygmacie przejrzystości informacji połączonej z koniecznością zapewnienia jemu określonego poziomu edukacji konsumenckiej. Uznano bowiem, iż słabość konsumenta wynika przede wszystkim z deficytu informacji na temat kierowanych do niego ofert i przysługujących jemu praw. Deficyt ten nie występuje z reguły u drugiej strony stosunku, reprezentowanej przez aktywnych uczestników rynku, posiadających odpowiednią wiedzę, ewentualnie zaplecze intelektualno-finansowe,

⁷² J. Kufel, H. Mruk, *Konsument jako instytucja ekonomiczna i prawna*, w: J. Kufel [red.], *Ochrona prawna konsumenta w uregulowaniach publicznoprawnych*, Zeszyty Naukowe AE w Poznaniu, z. 263 1998, s. 7-9.

⁷³ A. Kołodziej, *Konsumentenckie prawo odstąpienia od umowy sprzedaży rzeczy*, Warszawa 2006, s. 22.

⁷⁴ „Wszyscy, z definicji, jesteśmy konsumentami ...”.

⁷⁵ Zob. także B. Pachuca-Smulska, *Prawo do informacji i edukacji podstawą ochrony interesów konsumenta*, w: M. Królikowska-Olczak, B. Pachuca-Smulska [red.], *Ochrona konsumenta w prawie polskim i Unii Europejskiej*, Warszawa 2013, s. 42-47.

⁷⁶ Obecnie art. 169 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej – wersja skonsolidowana z dnia 26 października 2012 r., OJ C 326/47, stanowi, iż „Dążąc do popierania interesów konsumentów i zapewnienia wysokiego poziomu ochrony konsumentów, Unia przyczynia się do ochrony zdrowia, bezpieczeństwa i interesów gospodarczych konsumentów, jak również wspierania ich prawa do informacji, edukacji i organizowania się w celu zachowania ich interesów”.

gwarantujące im silniejszą i bezpieczniejszą pozycję w porównaniu z tą posiadaną przez konsumenta⁷⁷.

Opierając się na tak przyjętym założeniu, zaczęto w Unii Europejskiej kształtować model ochrony konsumenta, którego materialnym wyrazem były przyjmowane kolejne akty prawne, na których koncepcje wpływ miało z pewnością orzecznictwo europejskie, które przyczyniło się także do wypracowania określonego wzorca konsumenta europejskiego. Należy w tym miejscu podkreślić, iż samo pojęcie „konsumenta” nie zostało zdefiniowane w prawie pierwotnym Unii Europejskiej, choć wielokrotnie odnajdujemy je w przepisach traktatowych. Pojawia się ono natomiast w większości dyrektyw zaliczanych do prawa konsumenckiego. I mimo przyjęcia zasady o konieczności autonomicznego i jednolitego interpretowania danego pojęcia w konkretnym przepisie unijnym, podkreśla się widoczną w ostatnich latach tendencję do ujednoczenia definicji pojęcia „konsumenta”⁷⁸. W skrócie określić go należy jako osobę fizyczną dokonującą czynności o charakterze nieprofesjonalnym, a więc takich które nie powinny być utożsamiane z różnie określaną działalnością gospodarczą. Zwraca się uwagę, iż w poszukiwaniach prawnej definicji konsumenta opierano się na dychotomii konsument-profesjonalista, co jak się słusznie uważa, nie do końca stanowiło najlepsze rozwiązanie. Bowiern odnosiło się ono do sytuacji typowych, wzorcowych. Dlatego, wypracowując koncepcję definicji konsumenta, brano także pod uwagę jeszcze inne kryteria, w tym przeznaczenie towaru (usługi) na cele prywatne albo zarobkowe, a także kryterium profesjonalności podmiotowej transakcji (tzn. jedna ze stron musiała być profesjonalistą)⁷⁹.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na fakt, iż polityka Unii Europejskiej w zakresie ochrony konsumenta jest naturalną konsekwencją prowadzonej tam polityki integracyjnej. Jednocześnie jest ona uznawana za jedno z podstawowych narzędzi walki o wolny rynek, oparty na idei przejrzystości i uczciwości, w szczególności w relacjach pomiędzy jego czynnymi i biernymi uczestnikami. Jak trafnie zauważa A. Tischner, głównym orężem w walce o interesy europejskiego konsumenta ma być informacja, dzięki której konsument będzie w stanie korzystać z bogactwa oferty, utożsamianego z dobrodziejstwem unijnego rynku⁸⁰. Konsument ten poprzez swoją wiedzę i dostępną informację ma mieć możliwość samostanowienia o swoich rynkowych wyborach, które powinny być w tym względzie świadome, krytyczne i osadzone w realiach społecznych. Działania państwa (Unii

⁷⁷ R. Stefanicki, *Pojęcie i wzorzec konsumenta w prawie europejskim*, w: Radca Prawny, nr 5 2006, s. 22.

⁷⁸ S. Łazarewicz, *Konsument – pojęcie i jego europejski model*, w: M. Królikowska-Olczak, B. Pachucha-Smulska [red.], *Ochrona konsumenta w prawie polskim i Unii Europejskiej*, op. cit., s. 30.

⁷⁹ A. Kunkiel-Kryńska, *Metody harmonizacji prawa konsumenckiego w Unii Europejskiej i ich wpływ na procesy implementacyjne w państwach członkowskich*, Warszawa 2013, s. 261.

⁸⁰ A. Tischner, *Model przeciętnego konsumenta w prawie europejskim*, w: *Kwartalnik Prawa Prywatnego*, z. 1 2006, s. 201-202.

Europejskiej)), ale i prawodawcy mają więc zmierzać do ukształtowania tego rodzaju postaw wśród obywateli krajów członkowskich i wykształcenia się wspomnianego już modelu przeciętnego konsumenta, którego wprowadzenie w błąd, uniemożliwiająca lub ograniczająca jego swobodę oceny i podjęcie decyzji, traktowane będzie jako naruszenie jego prawa do informacji⁸¹. Jednocześnie zwraca się uwagę, iż przepisy prawa materialnego Unii Europejskiej nie opisują wzorca cech osobowych konsumenta, takich jak przykładowo wiedzę i doświadczenie w obrocie, a także stopień rozsądku i krytycyzmu wobec przekazywanych jemu informacji⁸². Pisząc o nim, A. Mokrysz-Olszyńska przekornie (aczkolwiek trafnie) wskazuje, iż europejski przeciętny konsument, ma być niekoniecznie rozsądny, ale poinformowany⁸³.

Mimo tego konsekwentnie promowany jest tam, za sprawą działalności orzeczniczej Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej, wzorzec konsumenta ostrożnego i rozważnego (ang. *reasonably circumspect consumer*), należycie umiającego wykorzystać przekazywane jemu informacje, na podstawie których podejmuje on określone (racjonalne) decyzje⁸⁴. Charakteryzują go rozmaite cechy, z których najczęściej wykorzystywanymi są te opisujące go jako: należycie poinformowanego, świadomego, rozsądnego, uważanego, ostrożnego, krytycznego, spostrzegawczego czy też samodzielnego, ale także należycie wyedukowanego, jak i podejrzliwego⁸⁵. Odnosząc się do nich, należy podkreślić, iż użyte przymiotniki opisujące przeciętnego konsumenta wymagałyby osobnego omówienia. Czym innym jest bowiem być rozsądnym, a czym innym świadomym, na co zwracano uwagę już we wcześniejszej części pracy. Rozsądek kojarzy się bowiem z rozważą, a więc kierowaniem się rozumem opartym na racjonalnych przesłankach. Działanie świadome, choć także oparte na rozumnym postępowaniu, wydaje się bardziej koncentrować także na relacjach, jakie zachodzą pomiędzy zjawiskami wewnętrznymi (procesami myślowymi) a zjawiskami zewnętrznymi. W opisie modelu przeciętnego europejskiego konsumenta dominuje narracja wykorzystująca pierwsze ze scharakteryzowanych pojęć. Mamy więc do czynienia z konsumentem rozsąd-

⁸¹ E. Łętowska, *Prawo umów konsumenckich*, Warszawa 1999, s. 149.

⁸² S. Łazarewicz, *Konsument – pojęcie i jego europejski model*, op. cit., s. 33.

⁸³ A. Mokrysz-Olszyńska, *Europejska strategia ochrony konsumenta przez informację*, w: A. Janik [red. nauk.], *Studia i rozprawy. Księga jubileuszowa dedykowana profesorowi Andrzejowi Całusowi*, Warszawa 2009, s. 636.

⁸⁴ Zob. przykładowo wyrok ETS z dnia 20 lutego 1979 roku w sprawie C-120/78, Rewe-Zentral AG v. Bundesmonopolverwaltung für Branntwein, ECR 1979, s. 00649; wyrok ETS z dnia 22 maja 1992 roku w sprawie C-290/90, Komisja v. Niemcy, ECR 1992, s. I-3874; wyrok ETS z dnia 6 lipca 1995 roku w sprawie C-470/93, Verein gegen Unwesen In Handel und Gewerbe Köln v. Mars GmbH, ECR 1995, s. I-1923; wyrok ETS z dnia 2 lutego 1994 roku w sprawie C-315/92, Verband Sozialer Wettbewerb v. Clinique Laboratories SNC Lauder Cosmetics GmbH, ECR 1994, s. I-317. Te i inne sprawy zostały szczegółowo omówione w publikacji A. Tischner, *Model przeciętnego konsumenta w prawie europejskim*, op. cit., s. 199-243.

⁸⁵ S. Łazarewicz, *Konsument – pojęcie i jego europejski model*, op. cit., s. 33-34.

nym, przypominającym swego rodzaju superbohatera, który na podstawie przekazywanych jemu informacji dokonuje ich chłodnej, racjonalnej kalkulacji, aby następnie podjąć najkorzystniejszą dla siebie decyzję. Tego rodzaju spojrzenie wydaje się nie brać pod uwagę elementów behawioralnych, jak chociażby emocji, zdolności poznawczych, stopnia wykształcenia itp., które w sposób oczywisty (czego dowodzą badania) wpływają na proces decyzyjny. Aby został on zrealizowany w założony przez europejskiego prawodawcę sposób, konieczne jest poza istnieniem podmiotu go podejmującego, spełnienie jeszcze drugiego warunku, a więc dostarczenie jemu stosownego zestawu informacji, które poddane zostaną następnie przez niego analizie.

I w tym miejscu pojawia się podstawowy z dylematów (dyskutowany w literaturze dotyczącej polityki regulacyjnej) takiego założenia, widoczny także na rynku finansowym (o czym mowa dalej), a sprowadzający się do kwestii: jakie, w jakiej ilości i jak podane mają być owemu konsumentowi informacje, na podstawie których podejmować będzie on następnie decyzje. Czy w ulotce leku powinna być informacja, iż jego nadmierne spożycie może prowadzić do śmierci? Czy nie będzie ona miała odwrotnego skutku do zamierzonego i spowoduje, że pacjent w ogóle zrezygnuje z zażycia danego medykamentu? Czy szczegółowe dane na temat ilości tłuszczu uchronią konsumenta przed ryzykiem nadwagi? Czy wreszcie przekazanie informacji o rzeczywistej rocznej stopie oprocentowania pozwoli omawianemu przeciętnemu konsumentowi dokładnie określić poziom ryzyka, jakie pojawi się w związku z zaciągnięciem przez niego kredytu?

Postawienie w tym miejscu owych, być może przejawskrawionych pytań, ma na celu ukazanie wagi problemu. Dostrzegalnego także w dyskusji na temat pożądanego wzorca konsumenta. Częstym przykładem w tym względzie są przytaczane rozbieżności, jakie istnieją w postrzeganiu konsumenta w poszczególnych krajach członkowskich. Na jednym biegunie stawiany jest często model włoski, który zakładał realistyczną wizję konsumenta jako osoby dojrzałej, inteligentnej, sceptycznej wobec przekazów (reklamowych) do niego kierowanych. Na drugim z kolei widzimy model niemiecki, postrzegający konsumenta jako osobę niedoinformowaną, nieuważną, nierozsądną, lekkomyślną, a więc chciałoby się powiedzieć, wymagająca paternalistycznego podejścia, wyrażającego się w jego ochronie, między innymi poprzez informację⁸⁶. Problem prawodawcy polega więc na znalezieniu przysłowiowego „złotego środka”, co jest oczywiście zadaniem niezwykle trudnym. Nie może być jednak tak, iż poprzez nakładanie kolejnych wymogów informacyjnych na jedną, z reguły silniejszą stronę stosunku prawnego, prawodawca będzie utwierdzał się w przekonaniu o czystości swojego sumienia względem tych słabszych konsumentów, którzy wyposażeni w dziesiątki informacji i swój rozum, będą podejmować racjonalne, najlepsze dla siebie decyzje. Tak

⁸⁶ S. Łazarewicz, *Konsument – pojęcie i jego europejski model*, op. cit., s. 34.

się bowiem nie stanie, a założenie takowe uznać należy za fikcję. Nie uwzględnia ono bowiem strony realnej prawa, odnoszącej do jego działania w praktyce. Praktyce, która nie jest idealna i tworzona przez realne jednostki, ludzi, a nie superbohaterów, nie zawsze posiadających odpowiednią wiedzę czy też umiejętności, które mimo otrzymania informacji nie wykorzystały ich tak jak zakładano. A więc w racjonalny, czyli najlepszy dla nich sposób. Nie może być jednak i tak, że objęte zostaną one bezgraniczną ochroną, nie ponosząc konsekwencji swych działań.

Model konsumenta powinien więc ewaluować w stronę postrzegania go jako podmiotu świadomego, który choć nieprofesjonalny i nie zawsze racjonalny, to jednak świadomy jest złożoności otaczającego go świata i musi brać pod uwagę konsekwencje i ryzyko swoich działań. Rolą zaś państwa jest stworzenie takich warunków, które zapewnią ochronę bezpieczeństwa i stabilności systemu, co może zostać osiągnięte przez ochronę wartości w postaci zaufania do niego. Jak nie jest to zadanie łatwe pokazuje regulacja rynku finansowego, której – co należy silnie zaakcentować – musi towarzyszyć promocja działań edukacyjnych, tak ważnych w kształtowaniu świadomości finansowej. Przeciętny konsument, korzystający z dobrodziejstw rynku finansowego, musi od najmłodszych lat być edukowany w taki sposób, aby mieć świadomość tego, iż choć wydaje się, iż rynek finansowy to byt abstrakcyjny, to jednak wywiera konsekwencje w życiu realnym, a jednym z jego nierozzerwalnych elementów jest ryzyko. Czy idea ta jest realizowana? Aby odpowiedzieć na to pytanie, warto przyjrzeć się założeniom, jakie stoją u źródeł regulacji wybranych aktywności na rynku finansowym Unii Europejskiej, które pośrednio lub bezpośrednio dotyczą obecnych na nim konsumentów.

3.2. Konsument na rynku finansowym

Rynek finansowy uznać należy za segment gospodarki, w którym koncentrują się bodaj wszystkie, najważniejsze współczesne niebezpieczeństwa czyhające na przeciętnego konsumenta, w rozumieniu przyjmowanym przez Unię Europejską. Podkreślić przy tym należy, iż nie jest on jedynym uczestnikiem tego rynku, albowiem jak zostało to zaznaczone na wstępie niniejszego rozdziału, w kategorii „uczestników rynku” mieszczą się także wszystkie podmioty reprezentujące zarówno jego stronę podażową, jak i popytową, a więc i tę bardziej, jak i tę mniej profesjonalną⁸⁷. Wszystkim z nich nieobce jest działanie czynników behawioral-

⁸⁷ Podział ten widoczny jest między innymi w regulacjach europejskiego rynku kapitałowego, w których prawodawca zdecydował się na klasyfikację klientów ze względu na ich wiedzę i doświadczenie transakcyjne, mającą z kolei wpływ na zakres obowiązków informacyjnych względem nich. W dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona), OJ L 173/349 – dalej: dyrektywa MiFID2, prawodawca europejski wyróżnił następujące trzy kategorie podmiotów (inwestorów): uprawnionych kontrahentów (art. 30),

nych, które muszą być brane pod uwagę w procesie kreacji rozwiązań prawnych normujących funkcjonowanie rynku finansowego. Zrozumienie specyfiki regulowanej materii, w tym praw rządzących rynkiem, jego funkcji, a także ułomności jego uczestników musi być elementem polityki regulacyjnej państwa w tym obszarze. Szczególna rola konsumentów niebędących profesjonalistami w tym względzie wynika, jak się uważa, nie tyle z chęci ich protekcyjnego traktowania, jak raczej konieczności zrekomensowania braków ich wiedzy, doświadczenia, a także zrównoważenia utraconych przez nich szans na współczesnych rynkach⁸⁸.

Rynki te oferują „produkty”, które nie sposób porównać do innych towarów oferowanych konsumentom każdego dnia. Niejako naturalne jest, iż instrument

klientów branżowych (profesjonalnych) – art. 4 ust. 1 pkt 10 oraz klientów detalicznych – art. 4 ust. 1 pkt 11. Widoczna w nich jest gradacja profesjonalizmu, od którego uzależniony jest zakres obowiązków formy inwestycyjnej wobec jej klientów. Warto w tym miejscu krótko scharakteryzować poszczególne kategorie. I tak za kontrahentów uprawnionych na podstawie art. 30 ust. 2 dyrektywy MiFID2 prawodawca europejski uznał między innymi firmy inwestycyjne, instytucje kredytowe, zakłady ubezpieczeń, UCITS oraz ich spółki zarządzające, fundusze emerytalne oraz ich spółki zarządzające. Do kategorii „klienta profesjonalnego” zalicza się podmioty posiadające odpowiednie kwalifikacje intelektualne (wiedzę i doświadczenie). Za najmniej doświadczonego uznać należy klienta detalicznego, a więc zgodnie art. 4 ust. 1. pkt. 11 klienta, który nie jest klientem profesjonalnym. Niższy jego poziom wiedzy i doświadczenia przekłada się na możliwość korzystania przez klienta detalicznego z najwyższego poziomu ochrony informacyjnej. Za P. Tereszkiwiczem należy podkreślić, iż zaprezentowany podział na poszczególne kategorie, w szczególności klientów profesjonalnych i detalicznych, wykazuje znaczącą różnicę wobec rozpowszechnionej w prawie prywatnym dychotomii przedsiębiorca-konsument (s. 176). Tytułem przykładu wskazać można na sytuację, w której klientem detalicznym może być także mniejsze i średnie przedsiębiorstwo, takie jak to, którego zestawienie bilansowe nie przekracza 20 mln euro, a obrót netto jest niższy niż 40 mln euro (zob. załącznik II ust. I pkt 2 dyrektywy MiFID2). Cytowany autor wskazuje i szczegółowo omawia poszczególne obowiązki wobec klientów detalicznych, którzy według niego postrzegani powinni być nie tylko na podstawie modelu inwestora potrzebującego informacji, ale przede wszystkim wyjaśnienia i ukierunkowania do kierunków podjęcia najlepszych dla nich inwestycji. Zgodzić należy się z tezą wyrażoną w przytaczanej monografii P. Tereszkiwicza, iż konsument nieprofesjonalny jest także niepoinformowany, nieracjonalny, podatny na określone słabości w procesie podejmowania decyzji i zasadniczo bezradny wobec określonych praktyk sektora finansowego (s. 178). Konsekwencją tych cech są między innymi liczne obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych wobec klientów detalicznych, w tym obowiązek eksploracyjny (a więc poznania klienta), w zakresie celów inwestycyjnych, rodzajów ryzyka finansowego, wiedzy i doświadczenia klienta. Problematyka ta wraz z zaprezentowanymi powyżej тезami i przytoczonymi numerami stron została szczegółowo omówiona w monografii P. Tereszkiwicza, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, op. cit., s. 162-250. Zob. także N. Moloney, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge 2010, s. 30; N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford 2014, s. 770-854; H. Dagan, S. Hanes, *Managing Our Money: The Law of Financial Fiduciaries As a Private Law Institution*, w: A. Gold, P.B. Miller [red.], *The Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford 2014, s. 91-121; J. Kołacz, *Prawo inwestora do informacji na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 103-144; C.B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, op. cit., s. 275-296; K. Szemczuk, *Zasada najlepszej realizacji zlecenia na rynku pozagiełdowych instrumentów finansowych po wejściu w życie MiFID*, w: *Prawo Bankowe*, nr 2 2008, s. 80-93.

⁸⁸ A. Janiak, *Przywileje bankowe w prawie polskim*, Warszawa 2003, s. 61.

finansowy, poza tym, iż obciążony wysokim ryzykiem ekonomicznym, implikuje w sobie wiele korzyści, ale także i potencjalnych rodzajów ryzyka oraz kosztów. Współczesny prawodawca świadom wzrastającej hegemonii rynków finansowych decyduje się więc stawić im czoła, wprowadzając kolejne rozwiązania prawne, których celem jest obejmowanie ramami prawnymi poszerzającej się aktywności instytucji finansowych. Nie inaczej jest w przypadku Unii Europejskiej, której aktywność w tym względzie scharakteryzowana została w poprzednim rozdziale⁸⁹. Analizując poszczególne jej rozwiązania dotyczące regulacji rynku finansowego, wyróżnić można następujące jej elementy składowe (szczegółowo omówione w rozdziale drugim pracy):

1. Filozofię regulacyjną, opierającą się na założeniu, iż rynek finansowy stanowi ważny element procesu integracyjnego i traktowany powinien być jako jeden z elementów europejskiego rynku wewnętrznego⁹⁰.
2. Koncepcję harmonizacji maksymalnej, której wcielenie w życie pozwoli kontynuować proces integracji, a który zmaterializuje się w postaci rynku finansowego, stanowiącego jeden z najważniejszych elementów globalnej architektury finansowej i służący jednocześnie dalszemu rozwojowi gospodarki europejskiej.
3. Ponadnarodową strukturę rynku finansowego Unii Europejskiej, tworzoną zarówno przez podmioty publiczno-, jak i prywatnoprawne. Pierwsze z nich to poza określonymi powszechnie znanymi już organami unijnymi, takimi jak na przykład Komisja Europejska, utożsamiać należy przede wszystkim ze strukturami nadzoru makro- i mikroostrożnościowego, tworzonymi przez powołane w tym celu wyspecjalizowane podmioty wyposażone w liczne, efektywne instrumenty prawne działania⁹¹.
4. Informacja, a dokładniej dostęp do niej. Szczegółowa analiza przyjętych i przyjmowanych rozwiązań prawnych pokazuje, iż prawodawca zmierza do kontroli sektora poprzez kreację niezliczonych wymogów informacyjnych, których realizacja dotyka wszystkich uczestników rynku. Instytucje finansowe zobowiązane są bowiem transferować określone informacje do podmiotów je nadzorujących, które na ich podstawie dokonują między innymi oceny stopnia ryzyka ich działalności. Jednak te same instytucje mają

⁸⁹ Zob. także P. Cartwright, *Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context*, w: P. Cartwright [red.] *Consumer Protection in Financial Services, the Hague* 1999, s. 1-20; F. Cafaggi, A. Nicita, *The evolution of consumer protection in the EU*, w: T. Eger, H.B. Schäfer [red.], *Research Handbook on the Economics of European Union Law*, Cheltenham 2012, s. 263-288.

⁹⁰ Zob. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. Zreformowany europejski sektor finansowy, Bruksela, 15 maja 2014, COM(2014) 279 final.

⁹¹ Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital Markets Union, Brussels, 30.9.2015 COM(2015) 468 final.

obowiązek przekazywać zestawy określonych informacji swoim klientom, które, jak zostało to zaprezentowane, po ich przeanalizowaniu podejmą korzystną dla nich decyzję inwestycyjną. Wśród tych klientów odnajdujemy zarówno tych profesjonalnych, jak i nieprofesjonalnych. Przynależność do jednej z tych kategorii ma znaczenie, gdyż wpływa na określone obowiązki instytucji finansowych względem nich. Należy jednak pamiętać, iż wymogi informacyjne dotyczą także klientów instytucji finansowych, którzy, chcąc korzystać z oferowanych przez nie usług, mają obowiązek przekazywania im także określonych danych. Co więcej, dane te są na bieżąco gromadzone i wykorzystywane, na przykład przy dokonywaniu oceny wiarygodności kredytowej klienta.

5. Rozbudowana infrastruktura rozrachunkowo-rozliczeniowa, mająca na celu wspieranie funkcjonowania rynku, zapewniająca realizację transakcji w czasie rzeczywistym.
6. Intensyfikacja działań mających na celu ożywienie detalicznego rynku usług finansowych, a więc odnoszącego się do scharakteryzowanego poprzednio przeciętnego konsumenta, który zachęcony bogactwem i różnorodnością oferty korzystać będzie z niej, i to w wymiarze europejskim. Na przykład wybierając produkty finansowe, oferowane przez podmioty z różnych krajów członkowskich, przy jednocześnie zapewnionym wysokim stopniu ochrony, tworzonej przez wcześniej wymienione elementy. Bez tej ochrony (bezpieczeństwa) niemożliwe będzie stworzenie transgranicznego, unijnego, detalicznego rynku usług finansowych, dla którego barierą, co się często podkreśla, są nie tyle ceny usług, ale raczej bariery językowe, uwarunkowania kulturowe, a także odległość geograficzna⁹². Obecnie w Unii Europejskiej trwa debata na temat wyzwań, jakie stoją przed detalicznym rynkiem finansowym. Wskazać należy w tym miejscu na opublikowaną niedawno „Zieloną Księgę w sprawie detalicznego rynku usług finansowych”⁹³. Stanowić ma ona element nowej strategii w zakresie jednolitego rynku⁹⁴. Zwraca w niej uwagę sformułowanie wyzwań, do których zaliczono: pojawienie się nowych podmiotów i nowych technik na rynku cyfrowym; wyko-

⁹² K. Marak, K. Poroś, *Ochrona konsumenta usług finansowych w świetle prawa wspólnotowego – wybrane zagadnienia*, w: B. Gnela [red.], *Ochrona konsumenta usług finansowych*, Warszawa 2006, s. 135-146.

⁹³ Zielona księga w sprawie detalicznych usług finansowych. Lepsze produkty, szerszy wybór i większe możliwości dla konsumentów i przedsiębiorstw, Bruksela, 10.12.2015, COM(2015) 630 final.

⁹⁴ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów – Usprawnianie jednolitego rynku: więcej możliwości dla obywateli i przedsiębiorstw, 28.10.2015, COM(2015) 550 final; Zob. także Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. Zreformowany europejski sektor finansowy, Bruksela, 15 maja 2014, COM(2014) 279 final.

rzystanie nowych produktów finansowych (np. pożyczki społecznościowe tzw. *crowdfunding*) i produktów płatności (np. w formie smsów) czy też rozdrobnienie rynku⁹⁵.

Przyjmując powyższe założenia, stwierdzić należy, iż prawodawca europejski dostrzega wyzwania współczesnego świata i widzi konieczność patrzenia na współczesne rynki przez pryzmat jego uczestników, ze szczególnym uwzględnieniem ich roli w kształtowaniu zaufania do rynku. Za zbyt optymistyczną uznać należy jego wizję konsumenta jako podmiotu racjonalnego i oświeconego. Jednak zgodzić należy się z poglądem, iż ochrona jego osadzona została w szerszym kontekście ochrony określonych dóbr i wartości, niezbędnych do funkcjonowania i rozwoju rynku finansowego⁹⁶. W tym względzie konieczne jest poczynienie uwagi na temat specyfiki usług finansowych będących przedmiotem umowy, które potocznie określane są mianem instrumentów finansowych. O ile bowiem kształtowanie koncepcji konsumenta w Unii Europejskiej następowało poprzez analizę jego sytuacji w przypadku oferowania jemu „tradycyjnych” dóbr konsumpcyjnych (kosmetyków, batoników czy też jajek), za jakie z całą pewnością nie mogą zostać uznane instrumenty finansowe. Chociaż reprezentowany jest pogląd, iż świadczenia finansowe są produktami porównywalnymi do dóbr konsumenckich i jako takie powinny podlegać regułom do nich zbliżonym (na przykład z tytułu odpowiedzialności za nie)⁹⁷. Zgodzić należy się z koncepcją zaliczenia usług finansowych do kategorii dóbr zaufania (ang. *credence goods*), a więc takich, których jakości nabywca nie jest w stanie ustalić z momentem nabycia (a nawet po nim), czego niejednokrotnie ponosi konsekwencje⁹⁸. Dlatego w kształtowaniu polityki informacyjnej względem konsumentów tychże usług, tak wiele uwagi poświęca się procesowi informacyjnemu, który uwzględniać będzie przybliżenie natury oferowanych produktów⁹⁹.

⁹⁵ Zakłada się w tym planie między innymi ustanowienie ogólnounijnych standardów dotyczących odpowiedzialnego udzielania kredytów hipotecznych; ulepszenie zasad dotyczących ujawniania informacji i podwyższenie standardów w zakresie doradztwa finansowego i dystrybucji produktów finansowych; zwiększenie ochrony aktywów inwestorów detalicznych; zwiększenie przejrzystości i porównywalności opłat za prowadzenie rachunku bankowego, wprowadzenie łatwej i szybkiej procedury przeniesienia rachunku bankowego oraz powszechnego dostępu do podstawowego rachunku bankowego. Środki te mają zwiększyć zaufanie konsumentów do rynków i produktów finansowych. Więcej zob. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. Zreformowany europejski sektor finansowy, Bruksela, 15 maja 2014, COM(2014) 279 final, s. 8.

⁹⁶ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013, s. 27.

⁹⁷ P. Tereszkiwicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, op. cit., s. 33-34.

⁹⁸ Ibidem, s. 38.

⁹⁹ Został on poddany wyczerpującej i niezwykle cennej zarówno z praktycznego, jak i teoretycznego punktu widzenia analizie w przytoczanej w tym miejscu monografii P. Tereszkiwicza, pt. *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, passim.

Powstaje wątpliwość czy tego rodzaju zabieg w sposób właściwy jest w stanie zapewnić ochronę konsumenta. Odnosi się on do analizowanego w literaturze problemu struktury produktów finansowych i zdolności percepcji związanego z nimi ryzyka. W pierwszej kwestii uwaga koncentruje się na fakcie istnienia produktów finansowych, których ryzyko nie jest w pełni rozpoznawalne i praktycznie nieograniczone¹⁰⁰. Z punktu widzenia ochrony zaufania do rynku, tego rodzaju produkt albo nie powinien być oferowany, albo podmiot go oferujący powinien w sposób rzetelny poinformować o nim swego klienta. W przypadku niemożności spełnienia ostatniego z warunków (doradczo-informacyjnego), jak się wydaje, najlepszym rozwiązaniem będzie pierwsze z zaproponowanych. A więc sprowadzające się do niemożności oferowania określonych inwestycji. Takie rozwiązanie widoczne jest w jednej z ostatnio przyjętej regulacji unijnej, a mianowicie rozporządzeniu nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającym rozporządzenie (EU) nr 648/2012¹⁰¹. W pkt 29 preambuły tego aktu dopuszcza się możliwość uzupełnienia uprawnień właściwych organów nadzorczych o specjalny **mechanizm wprowadzania zakazu** lub ograniczenia wprowadzania do obrotu, dystrybucji i sprzedaży wszelkich **instrumentów finansowych** lub lokat strukturyzowanych, powodujących poważne zagrożenia dla ochrony inwestorów, dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub rynków towarowych lub dla stabilności całego systemu finansowego lub części tego systemu. Materializacja tego postulatu nastąpiła w art. 40 analizowanego rozporządzenia, zgodnie z którym europejski organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym (ESMA)¹⁰² otrzymał uprawnienia do czasowej interwencji po spełnieniu określonych warunków i tymczasowego zakazania lub wprowadzenia ograniczeń w Unii Europejskiej w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży określonych instrumentów finansowych lub instrumentów finansowych o pewnych określonych cechach; lub rodzaju działalności lub praktyki finansowej.

Zaprezentowany przykład uznać należy jednak za wyjątek, którego oryginalność wynika z jego silnie ingerencyjnego charakteru. W przeszłości tego bowiem rozwiązania nie były znane i praktykowane. Samo stworzenie takiej możliwości odczytywać należy jako chęć pokazania determinacji prawodawcy europejskiego w odniesieniu do ochrony jednych z naczelných dóbr rynku, którymi są jego stabilność i bezpieczeństwo. Standardem jest jednak wola prawodawcy europejskiego do dopuszczania określonych rozwiązań (innowacji) na rynek finansowy.

¹⁰⁰ P. Tereszkievicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, op. cit., s. 242.

¹⁰¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającym rozporządzenie (EU) nr 648/2012, OJ L 173/84.

¹⁰² Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych – powszechnie znany pod nazwą ESMA.

Realizacja tego zadania od strony legislacyjnej nie jest łatwa, gdyż wymaga od prawodawcy **stworzenia definicji** owych produktów, co nie zawsze jest możliwe. Dlatego w praktyce widzimy, iż niejednokrotnie ogranicza się on do charakterystyki jedynie wybranych elementów konstrukcyjnych poszczególnych instrumentów, które w formie katalogu umieszcza w załączniku do danego aktu prawnego.

Jako przykład tego rodzaju zabiegu podać można regulację usług płatniczych w drodze dyrektywy w sprawie usług płatniczych nr 2015/2366 (dalej: PSD2)¹⁰³, której jednym z celów przyjęcia było **zagwarantowanie warunków przejrzystości i wymogów informacyjnych** ze strony dostawców usług płatniczych i jednoczesna gwarancja praw oraz obowiązków (przede wszystkim konsumentów) związanych ze świadczeniem i korzystaniem z usług płatniczych, zdefiniowanych dosyć ogólnie w Załączniku I (np. jako wydawanie instrumentów płatniczych lub usługi *acquiringu* transakcji płatniczych czy też usługi inicjowania płatności)¹⁰⁴. Wspomniana gwarancja praw i obowiązków dotycząca użytkowników usług płatniczych zapewniona ma zostać poprzez przekazanie im informacji o usługach płatniczych, które charakteryzować będą się jednolitym wysokim poziomem jasności, który pozwoli na świadomie podejmowanie decyzji i swobodne wybieranie ofert omawianych usług w całej Unii Europejskiej. Prawodawca europejski, przyjmując

¹⁰³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 roku w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE, OJ L 337/35 (dyrektywa ta powszechnie nazywana PSD2 wejdzie w pełni w życie z dniem 13 stycznia 2018 roku) – dalej: dyrektywa PSD2.

¹⁰⁴ Problematyka usług płatniczych została szczegółowo omówiona w następujących publikacjach: A. Zalcewicz, *Proces integracji europejskiego rynku usług płatniczych – wyzwania regulacyjne*, w: Prawo i Ekonomia, 2011, Tom VII, s. 321-340; A. Zalcewicz, *Instytucja płatnicza na gruncie regulacji europejskich*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 5 2011, s. 7-15; A. Zalcewicz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem usług płatniczych – nowe uregulowania prawne w zakresie kompetencji i zadań nadzorczych*, [w:] E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska [red.], *Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, Wrocław 2011, s. 137-145; A. Zalcewicz, *Biuro usług płatniczych na tle obowiązujących regulacji prawnych*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 3 2012, s. 4-10; A. Zalcewicz, *Problem poprawności implementacji art. 52 ust. 3 dyrektywy PSD do polskiego porządku prawnego (opłata tzw. surcharge, zniżka za korzystanie z instrumentu płatniczego)*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 10 2013, s. 14-19; D. Cyman, *Wykorzystanie elektronicznych instrumentów płatniczych jako element zwiększający konkurencyjność przedsiębiorcy*, w: M. Juchniewicz [red.], *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach konkurencji. Determinanty konkurencyjności przedsiębiorstw*. Część 1, Olsztyn 2006, s. 171 i nast.; M. Chrzan, *Obowiązki informacyjne dostawcy usług płatniczych*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012, s. 59-71; Z. Długosz, *Opłaty związane ze świadczeniem usług płatniczych*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012, s. 72-84; J. Byrski, A. Wachowska, *Cloud computing w działalności instytucji płatniczej*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012, s. 59-73; K. Korus, *Pojęcie usługi płatniczej w ustawie o usługach płatniczych*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012, s. 30-42; W. Srokosz, *Status prawny biura usług płatniczych*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012, s. 52-58; M. Grabowski, *Ustawa o usługach płatniczych. Komentarz*, Warszawa 2012; R. Kaszubski. Ł. Obzejta, *Karty płatnicze w Polsce*, Warszawa 2012; T.R. Smus, *Spełnianie świadczeń pieniężnych za pomocą pieniądza elektronicznego*, Warszawa 2010.

dyrektywę PSD2, ustanowił zharmonizowane wymogi konieczne, by zapewnić podawanie użytkownikom usług płatniczych niezbędnych, wystarczających i zrozumiałych informacji dotyczących umowy o usługę płatniczą i transakcji płatniczych. Dyrektywa rozróżnia przy tym wymogi informacyjne dotyczące tzw. pojedynczych transakcji płatniczych, oraz transakcji objętych tzw. umową ramową, przewidującą większą ilość transakcji płatniczych (w praktyce bowiem umowy ramowe i objęte nimi transakcje płatnicze są znacznie bardziej powszechne i istotne pod względem gospodarczym niż pojedyncze transakcje płatnicze). Konsument, co do zasady, powinien otrzymywać podstawowe informacje o przeprowadzonych transakcjach płatniczych bez dodatkowych opłat. Projektując omawiane regulacje, uznano także, iż aby zwiększyć zaufanie konsumentów do zharmonizowanego rynku płatności, użytkownicy usług płatniczych muszą posiadać informacje na temat rzeczywistych kosztów i opłat związanych z usługami płatniczymi w celu dokonania wyboru. Poza dyrektywą PSD2 realizacji tego celu służyć ma uchwalenie całego pakietu aktów prawnych dotyczących przejrzystości świadczonych usług płatniczych, w tym między innymi wysokości tzw. opłat *interchange*, które w wielu krajach członkowskich ustalane na wygórowanym poziomie poza tym, iż uderzały w interesy drobnych sprzedawców, to także w istotny sposób wpływały na rozwój rynku usług płatniczych¹⁰⁵. Powyższe przykładowe postulaty w zakresie prowadzenia polityki informacyjnej zawarte zostały w tytule III dyrektywy PSD2, traktującym o przejrzystości warunków oraz wymogach informacyjnych dotyczących usług płatniczych. O prokonsumenckim charakterze tego aktu prawnego świadczyć może przykładowo rozwiązanie przyjęte w przepisie art. 41, zobowiązującym państwa członkowskie do przyjęcia regulacji, zgodnie z którą na dostawcy usług płatniczych spoczywa obowiązek udowodnienia, że spełnił on wymogi informacyjne określone w przytoczonym tytule. Innym przykładem ciekawego rozwiązania jest to zawarte w kolejnym tytule dyrektywy, który tym razem dotyczy praw i obowiązków w odniesieniu do świadczenia usług płatniczych i korzystania z nich, a związanym z nieautoryzowaną transakcją płatniczą. Państwa członkowskie zobowiązane zostały do nałożenia wymogu, zgodnie z którym w przypadku, gdy użytkownik usług płatniczych zaprzecza, że autoryzował wykonaną transakcję płatniczą lub twierdzi, że transakcja płatnicza została wykonana nieprawidłowo, to do dostawcy usług płatniczych należy udowodnienie, że transakcja ta została uwierzytelniona, dokładnie zapisana, ujęta w księgach i że na transakcję nie miała wpływu awaria techniczna ani innego rodzaju usterka związana z usługą świadczoną przez danego dostawcę usług płatniczych (art. 72). Zabezpieczeniem praw użytkowników usług płatniczych ma być także wprowa-

¹⁰⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/751 z dnia 29 kwietnia 2015 roku w sprawie opłat *interchange* w odniesieniu do transakcji płatniczych realizowanych w oparciu o kartę, OJ L 123/1; Zob. także W. Szpringer, M. Szpringer, *Nowe zjawiska w regulacji rynku usług płatniczych (wybrane problemy na tle projektu noweli do dyrektywy PSD)*, w: e-mentor, nr 4 2014, s. 73-83.

dzenie tzw. zasady D+1, która miała ukrócić niewłaściwe praktyki „przechowywania” środków klientów przez instytucje finansowe, w przypadku zlecenia przez tych pierwszych na przykład ich transferu poprzez polecenie przelewu. Niejednokrotnie bowiem okazywało się, iż środki te na pewien czas znikają w systemie rozliczeń, z czego oczywiście korzyści czerpał sektor finansowy. Dlatego obecnie standardem ma być wymóg, zgodnie z którym dostawca usług płatniczych płatnika zapewnia, by po momencie otrzymania zlecenia płatniczego rachunek dostawcy usług płatniczych odbiorcy został uznany kwotą transakcji płatniczej do końca następnego dnia roboczego. Termin ten może zostać przedłużony o kolejny dzień roboczy w odniesieniu do transakcji płatniczych inicjowanych na papierze.

Zaprezentowane rozwiązania dyrektywy PSD2 są zaledwie kilkoma, które świadczyć mogą o jej wyjątkowo prokonsumenckim i informacyjnym charakterze. Poza tym wpisuje się ona w opisaną wcześniej nową filozofię regulacji unijnego rynku finansowego, widoczną w tworzeniu niezwykle szczegółowych i rozbudowanych aktów prawnych (zgodnych z zasadą harmonizacji maksymalnej).

Ochrona konsumentów traktowana jest w doktrynie jako **element definitywny bezpieczeństwa rynku usług finansowych**¹⁰⁶. Choć wskazać można na sytuację, gdy interesy te mogą być sobie przeciwstawiane. Mimo tego, iż orzecznictwo europejskie dotyczące tamtejszego rynku finansowego jest stosunkowo skromne, to odnajdujemy w nim dwa niezwykle ciekawe orzeczenia, które wskazują na konieczność indywidualnego rozstrzygnięcia kwestii interesu (zaufania) konsumenta obecnego na rynku finansowym. Bowiemy gdy analizować będziemy jego sytuację w świetle stanu będącego przedmiotem sprawy C-384/94 Alpine Investments BV przeciwko Minister Finansów¹⁰⁷, dostrzeżemy jaką wagę Trybunał Europejski przykładą do zaufania, jako jednego z fundamentalnych elementów funkcjonowania tamtejszego rynku finansowego. Zaufanie to traktowane jest przy tym jako część uzupełniająca większej całości, na którą składają się także płynność i bezpieczeństwo rynku. Jego istota powoduje, iż może stać się ono nawet jedną z przesłanek ograniczenia swobody świadczenia usług¹⁰⁸. Analizując ją, zdaniem sądu, uwzględniać należy także ochronę reputacji sektora usług finansowych¹⁰⁹. W przytaczanym orzeczeniu stwierdzono, iż holenderskie przepisy ograniczają

¹⁰⁶ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, op. cit., s. 84-85.

¹⁰⁷ Wyrok ETS z dnia 10 maja 1995 roku w sprawie C-384/93 Alpine Investments BV przeciwko Minister van Financiën, opublikowany na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61993J0384:EN:HTML> [dostęp: 29 lutego 2016 roku].

¹⁰⁸ Zob. pkt 46 orzeczenia: „Jak słusznie podniósł rząd niderlandzki, w przypadku *‘cold calling’* osoba fizyczna, przeważnie zaskoczona, nie jest w stanie rozpoznać ryzyka związanego z charakterem proponowanych jej transakcji ani porównać jakości i cen usług zwracającej się do niej firmy z ofertami konkurentów. Ponieważ towarowy rynek terminowy ma wysoce spekulacyjny charakter i jest z trudem zrozumiały dla mało świadomego inwestora, należało **wyłączyć** go [zazn. – T.N.] z najbardziej agresywnych sposobów akwizycji”.

¹⁰⁹ P. Craig, G. de Búrca, *EU Law. Text, Cases and Materials*, Oxford 2002, s. 821.

ce swobodę świadczenia usług tzw. *cold calling* (oferowanie usług finansowych poprzez telefon) były niezbędne i ograniczały swobodę świadczenia usług jedynie w niezbędnym zakresie, chroniąc przy tym dobre imię narodowego sektora finansowego¹¹⁰. Uważa się, iż powyższe orzeczenie potwierdza możliwość ograniczania swobody świadczenia usług w imię powiedzielibyśmy nadrzędnej wartości, tj. **ochrony zaufania inwestorów do rynku finansowego**. Podkreślić jednak należy, iż postępowanie to musi wynikać z uzasadnionych przesłanek, którymi są konieczność ochrony interesu ogólnego – dobra publicznego (a dokładniej dobrego imienia sektora finansowego). Tego rodzaju motywacja rodzi jednak niebezpieczeństwo jej nadużycia przez państwa członkowskie, które mogą wykorzystywać ją w celu ochrony rodzimego rynku. Dlatego też wielokrotnie podkreśla się, iż regulacje krajowe winny być stosowane tylko w takim zakresie, w jakim są one zgodne z unijnym prawem pierwotnym¹¹¹. Prawem, w którego stosowaniu niezwykle pomocna staje się wykładnia określonych przepisów, dokonywana przez Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej. Także w odniesieniu do kwestii „dobra publicznego” sąd ten wypowiadał się niejednokrotnie, potwierdzając możliwość zachowania przez kraje członkowskie ich regulacji wewnętrznych, które nie mogą jednak stanowić barier dla realizacji swobód tworzących wspólny rynek europejski. Za przesłanki zastosowania omawianej reguły uznać należy ochronę porządku, bezpieczeństwa i zdrowia publicznego, a także praw konsumentów. Co więcej, zdaniem Trybunału przepisy krajowe ograniczające jakąkolwiek ze swobód, wprowadzone z uwagi na ochronę interesów ogółu lub porządku publicznego, nie sprzeciwiają się Traktatowi, gdy obowiązują jednakowo wobec podmiotów krajowych i zagranicznych¹¹².

Innym ważnym wyrokiem, w którym skonfrontowane zostały z kolei dwa ważne interesy, zasługujące na ochronę, tj. **interes publiczny i interes jednostek** jest sprawa Peter Paul i inni przeciwko Republika Federalna Niemiec (C-222/02)¹¹³ dotycząca odpowiedzialności niemieckiego organu nadzoru finansowego wykonującego swoje działania wyłącznie w **interesie publicznym**. Sąd musiał w niej rozstrzygnąć, w czym interesie realizowane są działania nadzorcze. Państwa czy jednostek? Czy odpowiedzialność odszkodowawcza państwa zostaje wyłączona

¹¹⁰ D. Miąsik, *Zasady ogólne (podstawowe) prawa Unii Europejskiej*, w: A. Wróbel [red.], *Stosowanie prawa Unii Europejskiej przez sądy*, Kraków 2005, s. 282; Zob. także M. Szpunar, *Swobody gospodarcze*, w: Z. Brodecki [red.], *Wolność gospodarcza*, Warszawa 2003, s. 143.

¹¹¹ L. Oręziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 1999, s. 39-42; W. Szpringer, *Euro-pskie regulacje bankowe*, Warszawa 1997, s.152-154.

¹¹² Wyrok ETS z dnia 25 lipca 1991 roku w sprawie C-288/89 Stichting Collectieve Antennevoorziening Gouda and others przeciwko Commissariaat voor de Media, opublikowany na: http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!CELEXnumdoc&numdoc=61989J0288&lg=EN [dostęp: 9 listopada 2015 roku].

¹¹³ Wyrok ETS 12 października 2004 roku w sprawie C-222/02 Peter Paul i inni v. Bundesrepublik Deutschland, ECR 2004, s. I-9425.

ze względu na istnienie ekwiwalentnego systemu ochrony (depozytów)? Sprawa ta była o tyle ciekawa, że we wcześniejszych swych orzeczeniach (zob. sprawa C-252/83 Komisja przeciw Dania, a także w sprawie C-101/94 Komisja Europejska przeciw Włochom) Trybunał stwierdzał, iż **ochrona konsumentów produktów finansowych pozostaje w zakresie interesu publicznego**. W jego opinii ograniczenia krajowe nałożone na swobody traktatowe, **których celem jest ochrona inwestorów**, mieściła się w zakresie **znaczeniowym interesu publicznego**. Zakres tejże ochrony może być rozciągnięty na potencjalnych konsumentów usług finansowych, choć uzależniony niekiedy od dokonania oceny konkretnego przypadku. Tezę taką wydaje się potwierdzać analiza orzeczenia w sprawie Peter Paul, które dotyka kilku ważnych kwestii, w tym między innymi bezpieczeństwa i stabilności systemu¹¹⁴. Istotną rolę w utrzymaniu tejże stabilności odgrywają organy administracji, którym prawodawca powierza realizację zadań służących, które przyjmują postać tzw. działań *ex ante* oraz działań *ex post*. I o ile pierwsze z nich mają charakter prewencyjny (np. działania pomocowe systemu gwarantowania depozytów¹¹⁵), o tyle drugie z reguły dotyczą już konkretnych działań, które przyjmować mogą postać interwencji bezpośredniej w działalność danego podmiotu finansowego (np. działania nadzorcze). Podmioty, które „obarczane są” omawianymi działaniami, to w szczególności organy nadzoru finansowego, a także systemu gwarantowania depozytów bankowych¹¹⁶. Zadania wymienionych podmiotów dotyczą zarówno ograniczania częstotliwości zakłóceń na rynku finansowym (ang. *crisis prevention*), jak i zarządzania sytuacją kryzysową (ang. *crisis management*)¹¹⁷. Oczywisty jest fakt, iż podejmowanie tego rodzaju działań oparte powinno być na określonych, szczegółowych procedurach, które normować będą kompetencje i zadania poszczególnych podmiotów, zapewniając także bezpieczeństwo środkom finansowym zdeponowanym przez klientów banku¹¹⁸. Dla tych

¹¹⁴ M. Tison, *Do Not Attack the Watchdog! Banking supervisor's liability after Peter Paul*, w: Common Market Law Review, No. 3 2005, s. 639-675; C. Proctor, *Regulatory Liability for Bank Failures. The Peter Paul Case*, w: Euredia, nr 1 2005, s. 73 i nast.

¹¹⁵ Na ten temat zob. B. Zdanowicz, *Typologia systemów gwarantowania depozytów*, w: Prawo Bankowe, nr 1 2008, s. 54-67; T. Obal, *Teoretyczne aspekty systemu gwarantowania depozytów*, w: Bezpieczny Bank, nr 2 2004, s. 47-65.

¹¹⁶ R. Mroczkowski, *Instytucjonalnoprawne aspekty zarządzania kryzysem finansowym*, w: J. Głuchowski, A. Pomorska, J. Szołno-Koguc [red.], *Uwarunkowania i bariery w procesie naprawy finansów publicznych*, Lublin 2007, s. 87.

¹¹⁷ A.M. Jurkowska, *Nowa architektura sieci bezpieczeństwa jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: J. Węclawski [red.], *Bankowość. Zjazd Katedr Finansowych: instytucje, instrumenty i strategije finansowe w dobie integracji gospodarczej*, Lublin 2006, s. 121.

¹¹⁸ Istotne jest w tym względzie właściwe określenie zależności, jakie istnieją pomiędzy dyscypliną regulacyjną a rynkową, których elementami wspólnymi są dwa związane z nimi składniki, do których zalicza się: monitorowanie, czyli zdolność do oceny sytuacji banków i generowania na tej podstawie odpowiednich sygnałów, a także wywieranie wpływu (oddziaływanie) na nie. Zob. K. Jankowicz, *Wpływ dyscypliny regulacyjnej na dyscyplinę rynkową w bankowości*, w: Bank i Kredyt, nr 1 2003, s. 40.

ostatnich nie mniej ważne jak odzyskanie „straconych” przez nich oszczędności, będzie także określenie podmiotu winnego zaistniałej sytuacji i obciążenie go odpowiedzialnością za jej wystąpienie. To z kolei implikować może ewentualną odpowiedzialność finansową za utracone środki czy też możliwe zyski. Poszukiwanie „sprawców” zapewne skupi się na dwóch kategoriach podmiotów. Po pierwsze na osobach zarządzających danym podmiotem finansowym i po drugie na podmiotach odpowiedzialnych za monitorowanie funkcjonowania rynku, a więc przede wszystkim organie nadzoru, systemie gwarancji depozytów, banku centralnym i rządzie. Nie inaczej stało się w przypadku wspomnianej sprawy Peter Paul, w której rozpatrzeniu poddane zostało kilka wątków, w tym możliwość przyznania powodom odszkodowania z tytułu opóźnionej transpozycji dyrektywy 94/19¹¹⁹ (dotyczącej obowiązku tworzenia systemów gwarantowania depozytów bankowych) i zaniedbań w nadzorze, których dopuścił się, ich zdaniem, wobec określonego banku ówczesny *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen* (Federalny Urząd Nadzoru nad Instytucjami Kredytowymi). Odnosząc się do wątku odpowiedzialności organów nadzoru, sąd po dokonaniu analizy przepisów dyrektyw bankowych wówczas obowiązujących, uznał, iż ich celem nie jest przyznanie deponentom uprawnień na wypadek niedostępności ich depozytów, spowodowanej zaniedbaniami w nadzorze ze strony właściwych organów krajowych. Poza tym, jak zauważył Trybunał, tak jak w systemie prawa niemieckiego, również w niektórych innych państwach członkowskich odpowiedzialność krajowych organów nadzoru nad instytucjami kredytowymi wobec osób fizycznych za zaniedbania w nadzorze jest wyłączona. Wynika to ze złożoności nadzoru finansowego, w ramach którego właściwe organy są zobowiązane chronić wiele interesów, w tym w szczególności stabilność systemu bankowego. Co więcej, za zgodne z prawem unijnym uznano regulacje krajowe, według których zadania krajowego organu nadzoru nad instytucjami kredytowymi są **wykonywane wyłącznie w interesie publicznym**, co zgodnie z prawem krajowym wyłącza możliwość ubiegania się przez osoby fizyczne o naprawienie szkody wynikłej z zaniedbania w nadzorze ze strony tego organu. Tak więc stwierdzić należy, iż ostatecznie poprzez komentowane orzeczenie uznano możliwość wyłączenia odpowiedzialności krajowych organów nadzoru nad podmiotami nadzorowanym wobec osób fizycznych za zaniedbania w nadzorze¹²⁰.

Komentowane orzeczenie odbiło się szerokim echem w literaturze przedmiotu, w której wskazując na szczególny jego charakter podkreślano fakt naruszenia

¹¹⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 94/19/WE z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów, OJ L nr 135/5.

¹²⁰ Wątek ten został szeroko opisany w publikacji T. Nieborak, *Stabilność polskiego systemu finansowego a odpowiedzialność organów go nadzorujących w aspekcie sprawy Peter Paul i inni przeciwko Republice Federalnej Niemiec (C-222/02)*, w: P.J. Lewkowicz, J. Stankiewicz [red.], *Konstytucyjne uwarunkowania tworzenia i stosowania prawa finansowego i podatkowego*, Białystok 2010, s. 652-666.

przez nie niepodważalnej dotychczas zasady bezpośredniego powoływania się na prawo unijne w przypadku „niewłaściwej” implementacji dyrektywy, mającej swe źródło w sprawie Francovich¹²¹. Zdaniem części z autorów w swym rozstrzygnięciu sąd europejski naruszył w istotny sposób dotychczasową linię orzeczniczą¹²². Z punktu widzenia problematyki omawianej w tej części książki, warte podkreślenia jest jednak wskazanie na stabilność systemu, której istota może przeważać nad interesem jednostek, którego ucieleśnieniem będzie ich prawo do odszkodowania za działanie (ewentualnie zaniechanie) organu nadzoru.

Opisane dwie sprawy (tzw. Alpine Investments oraz Peter Paul), których stany faktyczne były przedmiotem rozważań europejskiego trybunału, uzupełnione o przykłady wybranych regulacji europejskiego prawa rynku finansowego, dowodzą wielowątkowości problematyki ochrony konsumenta rynku usług finansowych, którą ujmować należy jako część większej całości. Współcześnie dąży się bowiem do jego ochrony, której zapewnienie jest niezbędne dla utrzymania stabilności i bezpieczeństwa rynku, a więc i zaufania do niego. Wydaje się więc, iż cel ochrony konsumenta, realizowany poprzez politykę informacyjną jest komplementarny z celem ochrony systemu. Inną kwestią jest ta, czy i w jaki sposób realizować ową politykę informacyjną. Obecnie sprowadza się ona do formułowania określonych obowiązków wobec instytucji finansowych. Sięgając do przytoczonych rozwiązań z zakresu rynku usług płatniczych i kapitałowego, wskazać można na niekiedy jakże odmienne ich zakresy. Wspólnym dla nich elementem jest jednak wymóg istnienia określonego procesu informacyjnego, w wyniku którego nieprofesjonalny konsument powinien otrzymać informacje nie tylko na temat danej usługi, ale także warunków umowy i konsekwencji jej zawarcia. Ważna jest w tym względzie forma, czas, a także miejsce ich przekazania.

Odmienność zaprezentowanych rozwiązań prowadzi do wniosku, iż trudno w przypadku rynku finansowego mówić o jednym, uniwersalnym modelu konsumenta tamtejszych usług. I choć niejednokrotnie może być on tą samą osobą, to jednak inaczej będzie się zachowywać, grając rolę inwestora, a jeszcze inaczej realizując transakcje przy wykorzystaniu jednej z usług płatniczych. Odmienność tę wydaje się dostrzegać prawodawca europejski, wyznaczający inny zakres obowiązków informacyjnych w przypadku poszczególnych segmentów rynku. Mimo tego pozostaje wrażenie, iż proponowane rozwiązania mają niekiedy raczej fik-

¹²¹ Wyrok ETS z dnia 19 listopada 1991 roku w sprawie Andrea Francovich i Danila Bonifaci oraz inni v. Republika Włosa, sprawy połączone C-6/90 and C-9/90, opublikowany na: http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!CELEXnumdoc&lg=en&numdoc=690J0006 [dostęp: 28 stycznia 2016 roku]. Niezwykle interesującą pozycją traktującą o tej problematyce jest książka N. Półtorak, *Odpowiedzialność odszkodowawcza państwa w prawie Wspólnot Europejskich*, Zakamycze 2002, Zob. także N. Łojko, M. Sendrowicz, *Kiedy można dochodzić odszkodowania za naruszenie przez państwo członkowskie prawa wspólnotowego?*, w: *Prawo i Podatki*, nr 1 2006, s. 9 i nast.

¹²² M. Tison, *Do Not Attack the Watchdog! Banking Supervisor's Liability After Peter Paul*, op. cit., s. 639-675.

cyjny charakter, nie przystający do realnych zdolności behawioralnych konsumentów obecnych na rynku. Podstawową wadą przyjmowanego założenia, poza szeroko już komentowaną w niniejszej publikacji, zakładaną naiwnie racjonalnością adresata tych informacji, jest przede wszystkim sposób ich prezentacji, ilość i rzeczywista możliwość ich przyswojenia. Należy kolejny raz podkreślić, iż stopień szczegółowości wymaganych informacji wymusza uwzględnienie zdolności poznawczych ich odbiorcy. Nadmiar ich skutkować będzie bowiem negatywnymi konsekwencjami, w postaci dezorientacji tego klienta czy też przerwaniem na niego kosztów ich dostarczania¹²³. Natomiast ich niewystarczająca ilość (jakkolwiek rozumiana i trudna do zdefiniowania) będzie miała podobny skutek.

Innym niezwykle ważnym i wydaje się nieczęsto analizowanym wątkiem debaty na temat ochrony interesu konsumenta usług finansowych jest **kwestia wynagrodzeń** osób reprezentujących instytucje finansowe oferujące dany produkt finansowy. Rozpatrywana może ona być w dwóch aspektach. Pierwszym, dotyczącym wynagradzania osób mających bezpośredni kontakt z konsumentem, pełniących niejednokrotnie funkcje doradcze oraz drugim, związanym z wynagradzaniem osób zarządzających instytucjami finansowymi. Ustosunkowując się do ostatniego wątku, wskazać należy na jego implikacje etyczne wynikające z faktu, iż mimo nie zawsze efektywnego zarządzania środkami powierzonymi przez klientów instytucjom finansowym, zarządzający tymi ostatnimi otrzymywali bardzo wysokie wynagrodzenia, przyjmujące między innymi formę rozmaitych opcji, bonusów itp. Sytuacja taka miała miejsce także w okresie kryzysu, i to w sytuacji uruchomienia programów pomocowych dla sektora rynku finansowego, które wsparte zostały środkami publicznymi. Nie dziwi więc fakt, iż sytuacja ta stała się przedmiotem ożywionej debaty, której jednym z efektów są prace nad stworzeniem prawnych możliwości ograniczania wynagrodzeń w sektorze finansowym¹²⁴. Ich wynikiem są przykładowo rozwiązania przyjęte w dyrektywie 2013/36¹²⁵ (dalej: dyrektywa CRDIV) oraz rozporządzeniu nr 575/2013 (dalej: rozporządzenie CRR)¹²⁶, które traktują między innymi o polityce wynagrodzeń, w tym przypadku w instytucjach kredytowych oraz firmach inwestycyjnych. Intencją prawodawcy europejskiego jest uzależnienie tychże wynagrodzeń od wy-

¹²³ D. Wojtczak, *Poziomy, instrumenty, mechanizmy i modele ochrony konsumenta usług bankowych. Stan obecny i perspektywy*, w: *Prawo Bankowe*, nr 3 2008, s. 53-55.

¹²⁴ S. Okoń, *Polityka wynagrodzeń a profil ryzyka firmy inwestycyjnej*, w: *Przegląd Prawno-Ekonomiczny*, nr 28 2014, s. 64-75; K.J. Murphy, *Regulating Banking Bonuses in the European Union: a Case Study in Unintended Consequences*, w: *European Financial Management*, Vol. 19 No. 4 2013, s. 631-657.

¹²⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku 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, OJ L 176/338.

¹²⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, OJ L 176/1.

ników osiągniętych przez dany podmiot, na które wpływ ma także stopień podejmowanego ryzyka. W pkt 62 preambuły dyrektywy CRDIV czytamy, iż polityka wynagrodzeń zachęcająca do podejmowania nadmiernego ryzyka może osłabiać należyte i skuteczne zarządzanie ryzykiem w instytucjach kredytowych i firmach inwestycyjnych. Dlatego też państwa będące członkami grupy G-20 zobowiązały się do wdrożenia zasad Rady Stabilności Finansowej w zakresie należytych praktyk wynagradzania i norm wykonawczych, mających na celu wyeliminowanie potencjalnie szkodliwego wpływu wadliwie zaprojektowanych systemów wynagrodzeń na należyte zarządzanie ryzykiem oraz kontrolę podejmowania ryzyka przez osoby fizyczne. Celem komentowanej dyrektywy (uzupełnionej o rozporządzenie CRR i wydane na ich podstawie akty prawne) jest „wdrożenie międzynarodowych zasad i norm na szczeblu Unii poprzez nałożenie na instytucje kredytowe i firmy inwestycyjne wyraźnego obowiązku formułowania i utrzymywania, w stosunku do tych kategorii pracowników, których działalność zawodowa ma istotny wpływ na profil ryzyka instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, polityki i praktyk w zakresie wynagradzania, które są zgodne z zasadami skutecznego zarządzania ryzykiem. Co ważne, realizację tychże postanowień prawodawca europejski pozostawił europejskim organom nadzoru, których zadaniem będzie między innymi weryfikacja polityki wynagrodzeń w nadzorowanych przez nie podmiotach, która, co należy jeszcze raz podkreślić, musi być dostosowana do ich gotowości do ponoszenia ryzyka, wartości oraz długoterminowych interesów. W tym celu ocena składników wynagrodzenia zależnych od wyników powinna być przeprowadzana na podstawie długoterminowych wyników i powinna uwzględniać obecne i przyszłe ryzyko, które jest z nimi związane (zob. pkt 62 i 63 dyrektywy CRDIV).

Opisywany problem wpisuje się w niezwykle ważny nurt rozważań związanych z relacją, jaka powinna istnieć pomiędzy regulacją rynku finansowego a problematyką praw człowieka. Widoczny jest w nim silny element aksjologiczny nawiązujący do problemów społecznej odpowiedzialności instytucji finansowych¹²⁷, ich obowiązków wynikających z ich roli w społeczeństwie. Zgodzić należy się z tezą, iż doświadczenia ostatnich lat wymuszają integralne spojrzenie na produkty finansowe, które ukierunkowane musi zostać na zarządzanie wartością klienta. Jak słusznie zauważa W. Szpringer wynika to między innymi ze specyfiki rynku, który oferuje kolejne nowe usługi finansowe, których promocja przez ich dostawców opiera się na narracji podkreślającej korzyści ich wykorzystania w celu pozyskania nowych źródeł finansowania (nie zawsze niezbędnych potrzeb konsumpcyjnych), niechętnie mówiąc o zagrożeniach dla konsumentów. I to w sytuacji, gdy część z tych usług rodzi ryzyko destrukcji sytuacji życiowej konsumenta

¹²⁷ Zob. na ten temat W. Szpringer, *Społeczna odpowiedzialność banków. Między ochroną konsumenta a osłoną społeczną*, Warszawa 2009, s. 91-144.

i powiększenia społecznego wykluczenia¹²⁸. Efektem tego może być wzmożona aktywność prawodawcy, który stawiać będzie sobie za cel ochronę konsumenta poprzez nakładanie wskazanych obowiązków informacyjnych względem niego, regulowania kwestii nieuczciwych klauzul umownych, a nawet wysokości oprocentowania, a także doradztwa inwestycyjnego. To ostatnie stanowi z całą pewnością ważny element budowy zaufania do rynku, które osiągnąć jest poprzez zapewnienie jego bezpieczeństwa i stabilności. Dlatego w procesie tworzenia i stosowania rynku finansowego należy położyć szczególny nacisk na problem uczciwego traktowania konsumentów i skoncentrować się, poza jakością oferowanego produktu, także na całości kształcie interakcji z konsumentem. O potrzebie takiego podejścia może świadczyć chociażby stworzenie w Wielkiej Brytanii nowego organu – *Financial Conduct Authority*, którego zadaniem ma być między innymi kwestia uczciwego traktowania konsumentów¹²⁹. Jednym z rozwiązań, które mogłyby ową uczciwość zapewnić byłoby rozdzielnie sfery doradztwa od sfery świadczenia usługi finansowej, której podstawowym celem jest sprzedaż produktu, co w oczywisty sposób rodzi ryzyko sprzedaży jego za wszelką cenę. „Klient powinien rozumieć, na czym polega istota danego produktu, a do tego nie wystarczy tylko informacja”¹³⁰. Narzędziem, które może okazać się pomocne w osiągnięciu tego celu, może być rzetelne doradztwo finansowe, a więc uwzględniające przede wszystkim interes konsumenta, a nie wysokość prowizji (tzw. fałszywe doradztwo). Dlatego proponuje się, aby to właśnie klient rozstrzygał o formie wynagrodzenia za doradztwo, na przykład opartego na modelu łączącym w sobie doradztwo honoraryjne (ang. *fee*) albo prowizyjne (ang. *commissions*). Wprowadzenie regulacji w tym względzie z całą pewnością nie będzie proste i stanowi potwierdzenie tezy o wielowątkowości problemów związanych z polityką ochrony konsumenta usług finansowych, która jest jednak jednym z najważniejszych elementów współczesnego procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego. Wpisuje się przy tym w jeden z tzw. wzorców tego procesu, wyróżnionych przez M. Fedorowicz, którym jest wzorzec bezpiecznego postępowania z klientami oraz, jak się wydaje, powiązany z nim wzorzec transparentnej instytucji finansowej na każdym etapie jej działalności na rynku od momentu powstawania (rozpoczęcia i prowadzenia działalności) do momentu jej likwidacji czy restrukturyzacji.¹³¹

Podsumowując, stwierdzić należy, iż regulacja obowiązków informacyjnych nakładanych przez prawodawcę europejskiego na instytucje finansowe musi być

¹²⁸ W. Szpringer, *Instytucje nadzoru w sektorze finansowym. Kierunki rozwoju*, Warszawa 2014, s. 255.

¹²⁹ *Ibidem*, s. 30.

¹³⁰ *Ibidem*.

¹³¹ M. Fedorowicz, *Rola i zadania teorii prawa rynku finansowego UE*, passim, w: *Bezpieczny Bank*, nr 1 2016 (w druku), maszynopis udostępniony za zgodą autorki.

postrzegana jedynie jako wycinek obszernego katalogu problemów współczesnego prawa rynku finansowego¹³². Stanowi ona przy tym wzorcowy przykład opisanego już dylematu Scylli i Charybdy, przed jakim staje architekt systemu prawnego. Z jednej bowiem strony, chcąc zagwarantować bezpieczeństwo systemu, wydaje się on swą uwagę koncentrować na ochronie tych najsłabszych, gwarantując im możliwości, których ze względu na swoje udowodnione cechy i zachowania, nie będą i tak w stanie wykorzystać. Z drugiej strony w imię wolności gospodarczej i rozwoju dopuszcza on prowadzenie aktywności, które genetycznie zaprogramowane mają w sobie ryzyko. Do tego czyni to, tworząc tysiące przepisów (zob. rozważania z rozdziału drugiego), których znajomość zarezerwowana jest dla wąskiej grupy specjalistów posiadających niezbędną wiedzę, aby je interpretować i stosować. Rodzi się więc pytanie o źródło takiego postępowania. Czy wynika ono z chęci uregulowania wszystkich przejawów aktywności na rynku finansowym? I to za wszelką cenę, nie bacząc na konsekwencje takiego postępowania? Czy towarzyszy temu refleksja na temat skutków społecznych takiego działania? Czy w takiej sytuacji prawo nie staje się jedynie sztuczną machiną, fasadą usprawiedliwiającą aktywność prawodawcy? Przyznać należy, iż trudno odnaleźć odpowiedzi na postawione pytania, albowiem rzeczywistość współczesnych rynków jest niespotykanie skomplikowana i wielowątkowa. Niekiedy powstaje wrażenie, że być może celowo, w imię ochrony najsłabszych (między innymi poprzez dostęp ich do informacji) i tak w rezultacie umacniany jest sektor finansowy (jako jedyny posiadający jeszcze możliwości nadążania za inflacją przepisów, która zamiast zwiększać bezpieczeństwo systemu, tylko go osłabia).

We wskazanej nadaktywności prawodawcy jest jednak, zdaniem autora, miejsce na refleksje i poszukiwania, które pozwoliłyby racjonalizować podejmowane inicjatywy, dążąc między innymi do tworzenia tzw. sprytnych regulacji (ang. *smart regulation*), a więc takich gdzie mniej znaczy więcej¹³³. Ich źródłem może być włączenie w proces tworzenia i stosowania prawa wątków koncepcji behawioralnych, które zapoczątkowane w nauce psychologii coraz częściej transferowane są na grunt prawa. Ich uwzględnienie wymaga jednak opracowania nowych założeń, koncepcji, które pozwolą na ich zastosowanie w praktyce. Oczywiście niezbędne jest także poznanie istoty owych koncepcji głoszonych przez część przedstawicieli nauki prawa.

¹³² Zob. także P. Tereszkiwicz, *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, op. cit., s. 162-249; C.B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, op. cit., s. 258-273.

¹³³ M. Kawiński, *Ochrona konsumenta w agendzie Europejskiego Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych. Kierunki zmian*, w: J. Monkiewicz, M. Orlicki [red.], *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce*, Warszawa 2015, s. 198.

4. Behawioralna koncepcja prawa – analiza

Analizę behawioralnej koncepcji prawa należy rozpocząć od stwierdzenia, iż stanowi ona jeden z najlepszych przykładów symbiozy pomiędzy nauką ekonomii i prawa. Relację tę doskonale oddaje przytoczony już cytat, iż „ekonomia dostarcza teorii behawioralnej służącej przewidywaniu reakcji ludzi na prawo”¹³⁴. Nurt behawioralny, jak zostało to wykazane, wywodzi się bowiem z ekonomii, która z kolei czerpie z dorobku innych nauk. Koncepcje tworzone w jego ramach opracowywane są przede wszystkim w obrębie ekonomicznej analizy prawa, której część przedstawicieli zauważyła potrzebę wyeliminowania z niego upraszczającego założenia o racjonalności człowieka, stanowiącego jeden z fundamentów tradycyjnej ekonomii. Konsekwencją tej zmiany jest rozwój nurtu behawioralnego, który, jak się uważa, poprzez połączenie ekonomii, psychologii poznawczej i ekonomii behawioralnej pozwolił w sposób bardziej precyzyjny przewidywać rzeczywiste efekty prawa¹³⁵. Z całą pewnością tego rodzaju ujęcie uznać należy za ważne z praktycznego punktu widzenia, czego dowodem jest między innymi zaprezentowana filozofia regulacji pozycji konsumenta na rynku finansowym. Sprawą otwartą pozostaje ewentualność kreacji jednej spójnej teorii zachowań ludzkich możliwych do zastosowania w kontekście prawa¹³⁶.

Z całą pewnością potrzeba taka istnieje, w szczególności w zakresie regulacji funkcjonowania rynku finansowego, nierozdzielnie związanego z czynnikiem ludzkim. Koncepcja behawioralna bowiem, jak sama jej nazwa wskazuje, dotyczy zachowań, działań czy też postępowania człowieka, na które wpływa prawo, a którego tworzenie jest niezwykle złożonym procesem społecznym, w wyniku którego kształtują się albo zostają ukształtowane normy prawne o określonej treści, obowiązujące w określonej grupie społecznej. Prawodawca stara się ukształtować (kreować) określone relacje, zachowania ludzkie, niejako je uprzedzając. Jednakże w ostatnich latach zauważalna jest także tendencja odwrotna, polegająca na tym, że działania prawodawcy mają charakter następczy, to znaczy wymuszane są zdarzeniami, działaniami, które kreują pewne sytuacje, a które następnie, ze względu na konieczność zachowania stabilności w państwie, muszą zostać ujęte w ramy prawne. Opisane zależności stały się zapewne impulsem do poszukiwania nowych koncepcji, które tłumaczyłyby istotę prawa z perspektywy zachowawczej, uwzględniając przy tym najnowsze wyniki badań nad naturą człowieka, przede wszystkim jej sferą psychologiczną. W literaturze przedmiotu stawiana jest teza, że prawo samo w sobie stanowi instrument behawioralny, a jednym z dotychczas

¹³⁴ R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011, s. 4.

¹³⁵ K. Metelska-Szaniawska, *Ekonomiczna analiza prawa (Law&Economics) – wprowadzenie*, w: R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011, s. XXVIII.

¹³⁶ Ibidem.

nieczęsto badanych obszarów wiedzy jest jego wpływ na zachowania. Wskazuje się przy tym na potencjalne przyczyny tego rodzaju „zaniedbania”, którymi są¹³⁷:

- 1) trudność w określeniu granic, w jakich prawo oddziałuje na zachowania;
- 2) trudności o podłożu konceptualnym oraz metodologicznym związane z opisaną już wcześniej oceną efektywności prawa; bowiem określone zachowanie nie zawsze musi wynikać z chęci podporządkowania się normom prawnym, ale na przykład innego rodzaju normom społecznym lub po prostu przypadkowi;
- 3) oraz fakt, iż wpływ prawa na zachowanie może być symboliczny, w szczególności w sytuacji, gdy służy ono instytucjonalizacji panujących w danej społeczności zwyczajów.

W dyskusji o behawioralnym znaczeniu prawa, postrzegane jest ono często jako instrument paternalistyczny, stosowany na przykład w celu ograniczenia postępowania obarczonego ryzykiem, a występującego w różnych sferach życia człowieka (np. omówiona problematyka ubezpieczeń, ale także i wymogi dotyczące na przykład zapinania pasów itp.), w tym także związanej z produktami finansowymi¹³⁸. Owa „ojcowska troska” jest szczególnie widoczna w sferze publicznoprawnej i niejednokrotnie poddawana krytyce, opartej na argumentacji, iż: 1) prowadzi ona w praktyce często do podejmowania decyzji za kogoś innego, i to w sytuacji, gdy błędy, które mają zostać wyeliminowane nie mają charakteru systematycznego, dotyczącego wszystkich członków regulowanej populacji¹³⁹; 2) osoby zaangażowane w proces kreowania prawa same podlegają wpływowi behawioralnym; 3) może zostać wykorzystana przez rządzących w celu uzasadnienia określonych ich działań, a motywowanych przez nich chęcią wyeliminowania udowodnionych naukowo negatywnych nieracjonalnych zachowań; 4) jej faktycznym efektem będzie manipulacja zachowaniami adresatów norm¹⁴⁰. Powyższe przyczyniło się zapewne do powstania koncepcji opartej nie tyle na tzw. twardym paternalizmie (ang. *hard paternalism*), ale raczej jego słabszej wersji, określanej jako miękki (ang. *soft paternalism*) czy też podejście lżejszej ręki (ang. *lighter hand approach*). Łączy ona w sobie koncepcje regulacyjne, dla których elementem wspólnym ma być założenie, iż na podstawie doświadczenia nauk behawioralnych, zakłada się nadal możliwość wpływania na wynik działań obarczonych kognitywnymi zniekształceniami, jednak bez użycia przymusu i przy jak najmniejszych kosztach ponoszonych przez osoby mniej skłonne do poddania się nakazom prawodawcy. Akcentowana jest przy tym wolna wola jednostek podejmujących określone

¹³⁷ G. B. Melton, *Introduction: The Law and Motivation*, w: G.B. Melton [red.], *The Law as a Behavioral Instrument*, Nebraska 1985, s. XV-XVIII.

¹³⁸ R.J. Bonnie, *The Efficacy of Law as Paternalistic Instrument*, w: G.B. Melton [red.], *The Law as a Behavioral Instrument*, op. cit., s. 131-201.

¹³⁹ Zob. J. Arlen, Comment: *The future of behavioral law and economics*, w: *Vanderbilt Law Review*, Vol. 51 No. 6 1998, s. 1766.

¹⁴⁰ H. Luth, *Behavioural economics in consumer policy*, Antwerp 2010, s. 108-112.

działania. Poszukując miejsca dla tak formułowanego paternalizmu, osadza się go pomiędzy regulacją bezpośrednią (ang. *command and control regulation*) a koncepcją *laissez-faire*¹⁴¹. Jak się wydaje, w przestrzeni tej lokuje się między innymi opisana wcześniej koncepcja libertariańskiego paternalizmu i polityka impulsów (ang. *nudges*).

Jej elementy, zdaniem autora, odnajdujemy także w regulacjach rynku finansowego. Za przykład posłużyć mogą te mające na celu minimalizację negatywnych aspektów występowania zjawiska pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*) na rynku bankowym. Współczesne rozwiązania prawne dotyczące systemów ochrony depozytów konstruowane są bowiem na koncepcji ukrytych zachęt, będących niczym innym jak impulsami do podejmowania przemyślanych, racjonalnych decyzji związanych z powierzaniem oszczędności określonemu bankowi. Impulsem takim jest z pewnością wyznaczenie przez prawodawcę górnych limitów depozytów objętych ochroną (np. w 100% depozytów nie przewyższających jednak kwoty 100 000 euro). W efekcie osoba lokująca w jednym podmiocie środki przewyższające te limity, powinna dokładniej oszacować ryzyko swej decyzji, wynikające z sytuacji finansowej tego podmiotu albo dokonać dywersyfikacji tego ryzyka poprzez podział środków na mniejsze kwoty deponowane w kilku bankach. W opisanym przypadku uwidoczniła się lżejsza wersja paternalizmu. Prawodawca co prawda interweniuje w system rynkowy, jednak pozostawia w pewnym zakresie przestrzeń dla wolnego wyboru jego uczestników, których po części obarcza także odpowiedzialnością za ich nieracjonalność¹⁴².

Co więcej, przykład ten pokazuje, iż z całą pewnością w sferze prawa jest przestrzeń dla omawianego nowego podejścia behawioralnego, za którego prekursorów powszechnie uważa się C. Jolls, C.R. Sunsteina i R.H. Thaler, autorów artykułu pt. *A Behavioral Approach to Law and Economics*, opublikowanego w 1997 roku. Zyskał on powszechny rozgłos, a także stał się elementem debaty, w którą włączyła się jedna z ikon ekonomicznej analizy prawa – R.A. Posner¹⁴³. Wyjątkowość tego artykułu wynika z faktu, iż na podstawie bardzo szczegółowego studium przypadków, ugruntowanego metodologicznie, autorzy wykazują swą tezę o konieczności

¹⁴¹ Ibidem, s. 72.

¹⁴² Inne przykłady strategii interwencji opartych na koncepcji *soft paternalism* omówione zostały, w: H. Luth, *Behavioural economics in consumer policy*, op. cit., s. 76-82; Zob. także J.U. Franck, K. Purnhagen, *Homo Economicus, Behavioural Science, and Economic Regulation: On the Concept of Man in Internal Market Regulation and its Normative Basis*, w: K. Mathis [red.], *Law and Economics in Europe. Foundations and Applications*, Dordrecht 2014, s. 329-365.

¹⁴³ R.A. Posner, *Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law*, w: *Stanford Law Review*, Vol. 50 1997-1998, s. 1551-1575; J. Arlen, *Comment: The future of behavioral law and economics*, w: *Vanderbilt Law Review*, Vol. 51 No. 6 1998, s. 1765-1787. W polskiej literaturze przedmiotu na szczególną uwagę zasługują publikacje M. Małeckiej. Zob. M. Małecka, *O behawioralnym podejściu do badania prawa, paradoksy, do którego prowadzi i sposobie jego przewyżczenia*, op. cit., s. 29-42; M. Małecka, *Prawo, ekonomia, ludzkie działanie. Dyskusja nad zastosowaniem ekonomii behawioralnej do analizy prawa*, op. cit., s. 15-28.

odejścia od dotychczasowego założenia o racjonalności jednostki, na którym opiera się klasyczna ekonomia, z której z kolei czerpał klasyczny nurt ekonomicznej analizy prawa. Alternatywą dla niego ma być nowe spojrzenie, uwzględniające w większym niż dotychczas stopniu spostrzeżenia dotyczące prawdziwej natury człowieka. Dowodzić tego ma analiza zasadzająca się na trzech kategoriach: pozytywnej, preskryptywnej oraz deskryptywnej. Prowadzi ona autorów do wniosku o konieczności wzbogacenia dotychczasowego tradycyjnego postrzegania rzeczywistości ekonomiczno-prawnej, bardziej realistyczną koncepcją ludzkich zachowań, z jednoczesnym wskazaniem na konieczność rozwijania jej raczej na teorii perspektywy, aniżeli użyteczności (przybliżonej w pierwszym rozdziale niniejszej pracy)¹⁴⁴. Uzasadnienia ich twierdzeń poszukiwać należy w udowodnionych empirycznie założeniach o: ograniczoności ludzkiej racjonalności (ang. *bounded rationality*), ograniczonej woli – czyli działaniu, które mimo że szkodliwe, jest jednak podejmowane¹⁴⁵ (ang. *bounded willpower*)¹⁴⁶, ograniczonym kierowaniu się własnym interesem, a tym samym uwzględnianiu w pewnych sytuacjach interesu innych podmiotów (ang. *bounded self-interest*), czy też uznawanej za kluczową koncepcji efektu posiadania (ang. *endowment effect*)¹⁴⁷.

Prezentację koncepcji behawioralnych należy oprzeć na sformułowaniu najważniejszych wątków badawczych ją tworzących oraz ustaleniu jej rozumienia. Jak zauważa C. Jolls, czerpie ona zarówno z rozwoju, jak i włączania przez tę koncepcję opisów zachowań opartych na obserwacjach psychologicznych. Podejście to jest o tyle ważne, że pewne, co do zasady, niezaprzeczone założenia ekonomiczne, stają się nierealne w zderzeniu z ludzką naturą (zachowaniem)¹⁴⁸. Behawioralna analiza prawno-ekonomiczna koncentruje się przy tym na wykazaniu zależności pomiędzy określonymi normami prawnymi i ich wpływem na zachowanie jednostki. Ich identyfikacja i przede wszystkim analiza jest następnie podstawą do formułowania wniosków, które powinny być wzięte pod uwagę w procesie tworzenia i stosowania prawa.

Za jedną z ważniejszych zależności pomiędzy prawem a jednostką uważane jest **zjawisko tzw. zniekształcenia** (ang. *bias*), w nauce psychologii odnoszone do procesu ludzkiego myślenia, rozpatrywanego w perspektywie racjonalności.

¹⁴⁴ Warto w tym miejscu wskazać na porównanie dokonane w odniesieniu do tych dwóch koncepcji przez T.S. Ulen. Więcej na ten temat, w: T.S. Ulen, *Behavioral law and economics*, w: M. Altman [red.], *Handbook of contemporary behavioral economics. Foundations and developments*, Armonk 2006, s. 671-688.

¹⁴⁵ Na przykład nadużywanie wszelkiego rodzaju używek.

¹⁴⁶ Zob. F.B. Cross, R.A. Prentice, *Law and Corporate Finance*, Cheltenham 2007, s. 79.

¹⁴⁷ Polegające w skrócie na tym, iż sprzedając dobro, z którym wiążemy nasze z nim wspomnienia żądamy z reguły większej ceny od kupującego, aniżeli tej, którą sami bylibyśmy za to dobro zaoferować. Zob. N. Schandler, *Note on Behavioral Economics*, w: E. Krecké, C. Krecké, R.G. Koppl, [red.] *Cognition and Economics*, Amsterdam 2007, s. 277-283.

¹⁴⁸ C. Jolls, *Behavioral Law and Economics*, w: John M. Olin, Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy, Yale Law School, Research Paper, No. 342 2006, s. 3.

Przenosząc je na grunt prawa, stworzono konstrukcję ujmowaną angielskim terminem *debiasing through law*¹⁴⁹. Wykorzystywany jest on do opisanego polityki prawodawczej, której celem ma być ograniczenie błędnych, stronniczych zachowań (ang. *biased behaviour*) określonych podmiotów¹⁵⁰. Koncepcja ta skupia się przede wszystkim na ocenie popełnianych błędów, co z kolei jest elementem koniecznym do określenia odpowiedniej polityki w zakresie tworzenia i stosowania prawa. Prawo to stanowić ma instrument wykorzystywany do zminimalizowania „stronniczych” działań podmiotów, do których odnoszone są określone normy prawne¹⁵¹. Przez odpowiednio tworzone prawo istnieje więc możliwość niejako operowania na błędach popełnianych przez jednostkę przy jednoczesnym eliminowaniu ich skutków. Źródłem tychże błędów są oczywiście elementy ludzkiego zachowania, takie jak: ograniczona racjonalność, siła woli oraz osobisty interes. Koncepcja ta może mieć zastosowanie w rozmaitych gałęziach prawa. W tym także prawie finansowym, w szczególności prawie rynku finansowego¹⁵².

Problematyka zniekształcenia koncentruje się przede wszystkim na adresacie norm – jednostce. Jednak, jak słusznie zauważają R.B. Korobkin i T. Ulen nie mniej ważnym elementem jest **kontekst**, jaki towarzyszy i wpływa na ludzkie preferencje. Nie jest bowiem tak, iż wybory opierają się przede wszystkim na porównywaniu wyników alternatywnych decyzji. Fundamentalne znaczenie mają bowiem ich zdaniem tzw. zmienne sytuacyjne, szczegółowo przez nich przeanalizowane¹⁵³.

Pisząc o kontekście podejmowanych decyzji, który powinien być przewidziany przez prawodawcę w procesie tworzenia prawa, odnieść można go za cytowanymi autorami do zwyczajów, tradycji, nałogów, a także pragnień¹⁵⁴. Tym, co je charakteryzuje, jest relacja jaka istnieje pomiędzy przeszłością a teraźniejszością. Odnajdujemy ją przykładowo w reakcjach człowieka opartych na zwyczajach, kiedy to myśląc skrótowo (heurystycznie) redukuje on koszty podejmowanej decyzji, opierając ją na doświadczeniach z przeszłości. Wskazana relacja ma znaczenie w procesie prawotwórczym. A to dlatego, iż chcąc zachęcać lub zniechęcać do pewnych zachowań i uwzględniając przytoczone czynniki kontekstu (np. zwyczaje), należy być świadomym, iż ich pominięcie skutkować będzie mniejszą efektyw-

¹⁴⁹ C. Jolls, C.R. Sunstein, *Debiasing through law*, w: NBER Working Paper Series, Working Paper 11738, 2005, s. 34.

¹⁵⁰ Charakterystyka ta opierać się będzie przede wszystkim na tezach zawartych w publikacji C. Jolls, C.R. Sunstein, *Debiasing through law*, op. cit.

¹⁵¹ Zob. C. Jolls, *Behavioral Law and Economics*, w: P. Diamond, H. Vartiainen [red.], *Behavioral Economics and Its Application*, Princeton 2007, s. 137-140.

¹⁵² T. Nieborak, *Behawioralna koncepcja prawa jako nurt Law&Economics*, w: *Ekonomia i Prawo*, Tom VIII, nr1 2012, str. 27-38; Zob. także D. Hirshleifer, *Psychological Bias as a Driver of Financial Regulation*, w: *European Financial Management*, Vol. 14 No. 5 2008, s. 856-874.

¹⁵³ R.B. Korobkin, T.S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, w: *California Law Review*, Vol. 88 Issue 4 2000, s. 1143.

¹⁵⁴ *Ibidem*, s. 1113-1119.

nością przyjętych rozwiązań¹⁵⁵. Efektywnością rozumianą jako osiągnięcie przez założonego przez prawodawcę celu. Co więcej, tworząc prawo, należy uwzględnić w jakim zakresie ma ono także być narzędziem chroniącym przed „złymi” zwyczajami, tradycjami lub pragnieniami¹⁵⁶.

Opisane zależności charakteryzują także proces tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, w tym Unii Europejskiej. Jak zostało to udowodnione, nie jest on łatwy, co wynika między innymi z konieczności uwzględnienia różnorodności tradycji, zwyczajów w państwach członkowskich, których poszczególne rynki finansowe mają stanowić elementy większej całości, tj. unijnego rynku finansowego¹⁵⁷. Dlatego zapewne, nawet przy uwzględnieniu aspektów behawioralnych, tak trudne jest tworzenie uniwersalnych rozwiązań prawnych, które przyczyniłyby się do realizacji marzenia prawodawcy europejskiego o zintegrowanym rynku detalicznych usług finansowych. Aktywność prawodawcza to także działania skoncentrowane na indywidualnych jednostkach, które chronione mają być przed wspomnianymi „złymi” elementami kontekstu, jak przykładowo: wprowadzaniem w błąd, wykorzystywaniem informacji poufnych lub manipulacjami na rynku akcji. Ich efektem jest chociażby omówiona i poddana w wątpliwość koncepcja klienta rozsądnego.

Przykład Unii Europejskiej może zostać wykorzystany dla zilustrowania tezy, według której zrozumienie elementów behawioralnych jednostek, z całą pewnością jest pomocne w konstruowaniu systemu prawnego zachęcającego je do zachowań pożytecznych zarówno dla nich, jak i całej społeczności¹⁵⁸. Wykorzystanie w tym celu prawa może odbywać się na dwóch etapach. Pierwszym, *ex ante*, mającym na celu ochronę przed potencjalnymi zagrożeniami (ryzykiem), przykładowo poprzez wprowadzenie zakazu określonych inwestycji. A także drugim, polegającym jak się uważa, na pomocy jednostkom w pokonywaniu ich „ułomności” (ang. *debiasing*), mających swe źródło w opisanych zniekształceniach, na przykład poprzez tworzenie tzw. architektury wyboru spośród opcji najbardziej dla nich korzystnych¹⁵⁹. Oczywiście w takiej sytuacji pojawia się ponownie zarzut kreowania rzeczywistości przez prawodawcę, który niejako narzuca jednostkom

¹⁵⁵ Zob. także T. Ulen, *The growing pains of behavioral law and economics*, w: *Vanderbilt Law Review*, Vol. 51 No. 6 1998, s. 1749-1750.

¹⁵⁶ R.B. Korobkin, T.S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, w: *California Law Review*, Vol. 88 Issue 4 2000, s. 1115-1116.

¹⁵⁷ Różnice zauważalne są także i na innych obszarach regulacji, jak na przykład w prawie podatkowym. W przypadku Europy polityka poszczególnych państw musi bowiem uwzględniać element mentalny, materializujący się w dwóch rodzajach mentalności: północnej i południowej, które brane są pod uwagę przy konstruowaniu systemu podatkowego opartego bądź to na źródłach z podatków bezpośrednich bądź pośrednich. Więcej na ten temat, w: J. Małecki, A. Gomułowicz, *Podatki i prawo podatkowe*, Warszawa, s. 268-294; Zob. także C. Jolls, *Behavioral Economic Analysis of Redistributive Legal Rules*, w: C.R. Sunstein, [red.], *Behavioral Law and Economics*, Cambridge 2000, s. 288-301.

¹⁵⁸ K. Mathis, A.D. Steffen, *From Rational Choice to Behavioural Economics*, w: K. Mathis [red.], *European Perspective on Behavioural Law and Economics*, Heidelberg 2015, s. 41

¹⁵⁹ *Ibidem*, s. 42.

najlepsze dla nich, jego zdaniem, rozwiązania. Jednak w przypadku Unii Europejskiej jest to o tyle trudne, iż jak już wskazano, prawodawca unijny zmuszony jest poruszać się w różnych kontekstach. Co więcej, stosowanie prawa w zjednoczonej Europie musi uwzględniać także element omówionej w poprzednim rozdziale multicentryczności. Pomocna w tym względzie okazać może się „elastyczna regulacja behawioralna” (ang. *responsive behavioural regulation*), zaproponowana przez K. Purnhagena¹⁶⁰. Zdaniem tego autora, jej zastosowanie pozwoli uwzględnić wszystkie elementy funkcjonowania prawa, a więc nie tylko te kojarzone z jego rolą w kształtowaniu rzeczywistości (realizacji celów politycznych), ale także i te dostrzegające realia codziennego życia (ang. *bottom-up regulation*)¹⁶¹. Przykłady przez niego zaprezentowane dowodzą, iż prawodawca europejski „chcąc dobrze”, nie zawsze uwzględnia realia rzeczywistości (jak chociażby w przypadku sporu dotyczącego możliwości produkcji tradycyjnych serów z niepasteryzowanego mleka)¹⁶², które niejednokrotnie stanowią element tożsamości lokalnej obywateli Unii Europejskiej (np. we Francji, Portugalii czy też we Włoszech). Nieuwzględnienie tego czynnika, bądź co bądź behawioralnego, z całą pewnością przyczyniać będzie się do oporu wobec struktur europejskich, które same w sobie posiadają więcej pozytywów aniżeli negatywów¹⁶³. Zależność tę z całą pewnością należy uwzględnić także w procesie regulacji rynku finansowego¹⁶⁴.

Przy tej okazji wskazać należy na jeszcze jeden niezwykle ważny aspekt behawioralny regulacji rynku finansowego, a dotyczący świadomości finansowej (wiedzy finansowej) ich adresatów (ang. *financial literacy*)¹⁶⁵. Przyjmując aktywną rolę prawodawcy kreującego warunki dla bezpiecznego i stabilnego obrotu mię-

¹⁶⁰ K. Purnhagen, *Why Do We Need Responsive Regulation and Behavioural Research in EU Internal Market Law?*, w: K. Mathis [red.], *European Perspective on Behavioural Law and Economics*, op. cit., s. 53.

¹⁶¹ J.J. Rachlinski, *Bottom-up versus Top-down Lawmaking*, w: G. Gigerenzer, C. Engel [red.], *Heuristics and the Law*, Cambridge 2006, s. 159-173.

¹⁶² K. Purnhagen, *Why Do We Need Responsive Regulation and Behavioural Research in EU Internal Market Law?*, op. cit., s. 55.

¹⁶³ *Ibidem*, s. 54-58.

¹⁶⁴ R. Baisch, R.H. Weber, *Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings*, w: K. Mathis [red.], *European Perspective on Behavioural Law and Economics*, op. cit., s. 159-192.

¹⁶⁵ U. Reifner, *Financial Education*, w: U. Reifner [red.], *Financial Literacy in Europe*, Baden-Baden 2006, s. 9-14; A.C. Lyons, U. Neelakantan, *Potential and Pitfalls of Applying Theory to the Practice of Financial Education*, w: *The Journal of Consumer Affairs*, Vol. 42 No. 1 2008, s. 106-112; J. Kozup, J.M. Hogarth, *Financial Literacy, Public Policy, and Consumers' Self-Protection – More Questions, Fewer Answers*, w: *The Journal of Consumer Affairs*, Vol. 42 No. 2 2008, s. 127-136; H.H. Kotz, M. Weber, *Increasing Financial Literacy: A Public Policy Challenge*, w: *Kredit und Kapital*, 40. Jahrgang, Heft 2 2007, s. 175-187; A. Lusardi, *Financial Literacy: An Essential Tool for Informed Consumer Choice?*, w: *Center for Financial Studies Working Paper*, Frankfurt am Main, No. 2008/19; D. Widdowson, K. Hailwood, *Financial literacy and its role in promoting a sound financial system*, w: *Reserve Bank of New Zealand, Bulletin*, Vol. 70 No. 2 2007, s. 37-47; *Improving Financial Literacy. Analysis of issues and policies*, OECD Report 2005.

dzy innymi poprzez ochronę określonych grup podmiotów obecnych na rynku, stwierdzić należy, iż jego wysiłki zostaną zniweczone, gdy zaniedbana zostanie szeroko rozumiana edukacja finansowa¹⁶⁶. Badania bowiem wskazują na liczne jej zalety i potwierdzają tezę, iż powinna być ona elementem procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego. Co więcej, jest ona tańsza od systemu opartego na promowaniu informacji oraz istnieje powiązanie pomiędzy poziomem wiedzy finansowej a dobrobytem jednostki¹⁶⁷.

Podsumowując rozważania na temat behawioralnej koncepcji prawa, uznać należy, iż jest ona na etapie rozwoju. Jak każda nowa sfera działań rodzi także liczne pytania i wątpliwości. Część z nich zaprezentowana wcześniej, dotyczy podstawowych jej założeń, które za M. Małecką ująć można w twierdzeniach, iż¹⁶⁸:

1. Teorie behawioralne dostarczają wyjaśnień dotyczących zachowań i decyzji podejmowanych przez ludzi w kontekstach prawnych.
2. Prawo należy tworzyć zgodnie z wiedzą o prawidłowościach, którym podlega zachowanie.
3. Prawo jest instrumentem wpływania na zachowania.

Zdaniem autorki dwa pierwsze z przytoczonych twierdzeń stoją jednak w sprzeczności z ostatnim z nich, prowadząc do paradoksu, iż normy prawne o treści odpowiadającej opisom zachowań nie mogą wpływać na zachowania¹⁶⁹. Jego źródłem upatruje ona w niskiej świadomości metodologicznej zwolenników podejścia behawioralnego, skutkującej między innymi brakiem określenia sposobu wpływu na zachowania, na przykład za pośrednictwem przekonań, emocji czy też wartości. Nie wchodząc w tym miejscu w dyskurs z tymi tezami, w opinii autora, przytoczone założenia behawioralnej koncepcji prawa odnajdujemy jednak w regulacjach rynku finansowego. Oczywiście jest tak, iż jak na razie mówić możemy o wybranych przykładach, co wynika z braku recepcji koncepcji behawioralnych przez prawodawcę tworzącego ramy prawne dla funkcjonowania rynku finansowego. Zgodzić należy się z twierdzeniem M. Małeckiej, iż kreując rozwiązania prawne oparte o teorię działania sięgającą swymi źródłami do doświadczeń behawioralnych, konieczne jest zdefiniowanie przedmiotu tej teorii, określenie relacji pomiędzy prawem a zjawiskami pozaprawnymi, a także należy opracować autonomiczne metody i przedmioty badań¹⁷⁰.

¹⁶⁶ Więcej na ten temat, w: T.S. Ulen, *A Behavioral View of Investor Protection*, w: Loyola University Chicago Law Journal, Vol. 44 2013, s. 1365-1372; W. Szpringer, *Edukacja finansowa oraz mobilność konsumentów na jednolitym rynku finansowym UE – inicjatywy i kierunki rozwojowe*, w: Prawo Bankowe, nr 1 2007, s. 106-115.

¹⁶⁷ A. Lusardi, P.C. Michaud, O.S. Mitchell, *Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality*, w: NBER Working Paper No. 18669, Januar 2013.

¹⁶⁸ M. Małecka, *O behawioralnym podejściu do badania prawa, paradoksie, do którego prowadzi i sposobie jego przezwyciężenia*, op. cit., s.34.

¹⁶⁹ Ibidem, s. 35.

¹⁷⁰ Ibidem, s. 39.

Tak jak zostało to wykazane, rynek finansowy uznać można za idealny obszar zastosowania koncepcji behawioralnych. Wykorzystując dorobek nauk behawioralnych, jesteśmy już obecnie w stanie wyjaśnić przyczyny określonych zachowań człowieka działającego w danym kontekście prawnym. Na przykład gwarantującym jemu dostęp do informacji, w oparciu o którą ma on podjąć najlepszą dla niego decyzję inwestycyjną. Okazuje się jednak, iż tego rodzaju wymóg prowadzić może do sytuacji, w której dana jednostka zostanie przytłoczona nadmiarem informacji, których w rezultacie i tak nie wykorzysta przy podejmowaniu decyzji. Wynikać to będzie między innymi z jej poziomu wykształcenia, osobowości itp. Prawodawca uwzględniając ową prawidłowość ma możliwość „zmiany strategii” i wpływania na zachowania w inny sposób. W tym miejscu podkreślić należy, iż nie bez znaczenia jest użycie właściwego sformułowania dla opisu celu działania prawodawcy. Czym innym jest bowiem „wpływanie”, a czym innym „kreowanie” powiedzielibyśmy impulsów (ang. *nudges*). Z całą pewnością w pierwszym przypadku odczuwalny jest element nacisku, presji. Podczas, gdy „kreowaniu” impulsów bliższe jest wskazywanie rozmaitych zachęt. W przypadku rynku finansowego z wpływem będziemy mieli do czynienia przykładowo z momentem ustanowienia przepisów, które wymuszają na instytucji finansowej przeprowadzenie obligatoryjnej oceny jej klienta pod kątem ryzyka. „Impulsywne” działania prawodawcy związane będą natomiast z regulacjami zobowiązującymi stosowne organy do działań edukacyjnych, przyznającymi im na przykład ustawowo bezpłatny czas antenowy, na promocję wiedzy o funkcjonowaniu rynku finansowego (jak ma to miejsce w przypadku polskiego organu nadzoru finansowego – czyli Komisji Nadzoru Finansowego). Efektem tego powinno być zwiększenie świadomości finansowej potencjalnych inwestorów i w rezultacie ograniczenie potencjalnego ryzyka strat, a tym samym ochrona dóbr w postaci stabilności i bezpieczeństwa rynku, stanowiących o zaufaniu do niego. Jak więc widzimy możliwe jest opracowanie spójnej koncepcji włączenia w system tworzenia i stosowania prawa koncepcji behawioralnych. Wymaga to jednak podejścia systemowego.

Dowodem na to niech będą działania podejmowane w ostatnich latach w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, gdzie powołano podmioty, których zadaniem ma być wspieranie tamtejszych rządów poprzez wykorzystanie dorobku nauk behawioralnych. Podmiotami tymi są w Stanach Zjednoczonych – *The Office of Information and Regulatory Affairs* (na którego czele stanął jeden z twórców behawioralnej koncepcji prawa – C.R. Sunstein) oraz w Wielkiej Brytanii – *Cabinet Office The Behavioral Insights Team*.

W dniu 15 września 2015 roku Prezydent Stanów Zjednoczonych Ameryki – B. Obama wydał natomiast dekret prezydencki zatytułowany *Using Behavioral Science Insights to Better Serve the American People* (pol. *W sprawie wykorzystania dorobku nauk behawioralnych w celu lepszej służby narodowi amerykańskiemu*). Ten akt prawny uznać należy za przełomowy, gdyż bodajże po raz pierwszy

w historii, w ten sposób potwierdzona została waga osiągnięć nauk behawioralnych, których doświadczenia wykorzystywane w pracy administracji państwowej służyć mają, jak czytamy w dekrete, przykładowo stworzeniu warunków, które zapewnią obywatelom podejmowanie działań w zakresie oszczędności emerytalnych, czy też programów edukacyjnych, ale także bardziej efektywnemu przekazywaniu im wybranych rodzajów informacji. Ocena ich realizacji stanowić będzie z pewnością doskonały materiał badawczy dla przedstawicieli nauk, w których orbicie zainteresowań są kwestie behawioralne.

5. Podsumowanie

Celem niniejszego rozdziału było niejako zamknięcie klamry rozważań prowadzonych przez autora w poniższej książce, a koncentrujących się na poszukiwaniu zasad, które stanowiłyby podstawę dla współczesnego procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego. Oryginalność tego prawa wynika z faktu, że dotyka ono wielu problemów natury społecznej, co związane jest z rolą, jaką we współczesnym świecie pełnią rynki finansowe, a która stanowi jednocześnie przesłankę dla wzmożonego zainteresowania nimi, a także aktywności prawodawcy. Ewolucyjny i niezwykle dynamiczny charakter regulowanej przez niego w tym względzie materii, wymusza na nim, zdaniem autora, konieczność włączenia w proces kreacji prawa także wątków pozaprawnych. Rozumieć przez to należy konieczność uwzględnienia wyników badań, które wyjaśniają zachowania i decyzje podejmowanych przez ludzi zachowań w kontekstach prawnych. Prawo musi być bowiem tworzone na podstawie wiedzy o nich. Jednocześnie poprzez prawo wpływa się na zachowania jego adresatów. Założenia te stoją u podstaw teorii behawioralnych, które w ostatnim czasie przeżywają swój renesans, do czego przyczynił się między innymi kryzys finansowy¹⁷¹. Nieprzypadkowo użyte zostało w tym miejscu słowo „renesans”, gdyż koncepcje prawa, zawierające w sobie czynnik behawioralny rozwijane były już w przeszłości, a ich przykładem są koncepcje L. Petrażyckiego czy też realizmu prawniczego.

Czy wobec tego behawioralną koncepcję prawa uznać należy za nowy paradygmat prawa rynku finansowego? Odpowiedź na to pytanie nie jest łatwa. Po pierwsze wymaga krótkiego wyjaśnienia pojęcia „paradygmatu”. Przyjmując jego rozumienie wprowadzone przez T. Kuhna, w jego pracy pt. *Struktura rewolucji naukowych*, jako zbioru pojęć i teorii tworzących podstawy danej nauki, które mają charakter twórczo-poznawczy¹⁷², behawioralne traktowanie prawa rynku

¹⁷¹ Ponownie wskazać należy w tym miejscu na głosy podważające racjonalność określonych założeń koncepcji behawioralnych odnoszonych do prawa, a opierających się na zaprezentowanych założeniach. Zob. M. Małecka, *O behawioralnym podejściu do badania prawa, paradoksy, do którego prowadzi i sposobie jego przewyższenia*, op. cit., s. 29-42.

¹⁷² T. Kuhn, *Struktura rewolucji naukowych*, Warszawa 2011, s. 32.

finansowego można uznać za jego nowy paradygmat. Paradygmat, który, co należy wyraźnie podkreślić, jest na swym etapie embrionalnym, wymagającym dalszego rozwoju i doskonalenia. Wynika to z faktu, iż prawo rynku finansowego, w opinii autora nie stanowiło dotychczas przedmiotu głębszej refleksji. Odnieść można wrażenie, iż tworzone było ono na podstawie ogólnie przyjmowanych założeń, którym nie towarzyszyła głębsza refleksja natury humanistyczno-aksjologicznej, poszukująca odpowiedzi na pytania dotyczące istoty regulacji rynku finansowego, ich efektywności, wpływu na funkcjonowanie społeczeństw, gospodarki itp. Być może wynikało to ze skomplikowanej natury regulowanej materii, na temat której wiedza uznana z całym przekonaniem może być za ekskluzywną. Przyczyn takiego stanu rzeczy upatrywać należy w dynamice prawa rynku finansowego, której skutkiem jest między innymi tworzenie setek nowych regulacji, mających w założeniu prawodawcy objąć ramami prawnymi najważniejsze przejawy aktywności finansowej (czego przykładem są rozwiązania prawa europejskiego). W rezultacie prawo rynku finansowego rozrasta się do monstualnych rozmiarów. Zawiera dziesiątki nowych definicji. A także zmuszone jest sięgać do nowych form regulacji, takich jak *soft law*. Opisywany proces powoduje, iż nauka prawa finansowego, z której wyodrębniło się prawo rynku finansowego, wymaga weryfikacji istniejących i przyjmowania nowych paradygmatów. Zgodzić bowiem należy się z poglądem T. Kuhna, iż dla dojrzałej nauki charakterystyczną drogą rozwoju jest przechodzenie w procesie rewolucji od jednego do innego paradygmatu¹⁷³. „Świat naukowy zmienia się jakościowo i jest jakościowo wzbogacany przez fundamentalnie nowe zarówno fakty, jak i teorie”¹⁷⁴. Dotyczy to także prawa rynku finansowego

Prawo rynku finansowego ze względu na wskazane powyżej cechy nie jest z całą pewnością łatwym obszarem badań, co zdaniem autora wymaga przyjęcia określonej optyki i założeń. Doświadczenia i analiza dotychczasowego dorobku tak prawodawcy, jak i doktryny przyczyniły się do stworzenia koncepcji niniejszej książki. Opierającej się na przyjęciu, co należy kolejny raz powtórzyć, twierdzenia, iż o bycie współczesnych rynków finansowych stanowi ochrona podstawowych dla nich wartości i dóbr, chronionych przez prawodawcę. Za fundamentalne dobra uznać należy stabilność i bezpieczeństwo rynku, których zapewnienie służy ochronie wartości w postaci zaufania. Zaufanie z kolei opiera się na relacjach (interakcjach) międzyludzkich. Tym samym droga do niego wiedzie przez zrozumienie natury człowieka, jego emocji, zachowań, reakcji itp. Nie jest to możliwe bez sięgnięcia do doświadczeń nauk behawioralnych, takich jak: psychologia, socjologia, ekonomia, a także prawo (które cały czas czeka jednak na wypracowanie przez przedstawicieli jego teorii i filozofii warsztatu badawczego, który mógłby zostać

¹⁷³ Ibidem, s. 195 i nast.

¹⁷⁴ T. Kuhn, cyt. za J. Ratajewski. *Elementy naukoznawstwa i kierunki rozwoju nauki europejskiej*, Katowice 1993, s. 128-129.

recypowany następnie przez inne gałęzie¹⁷⁵). Tym bardziej iż, jak zostało to udowodnione, badania prowadzone przez przedstawicieli tychże nauk nie są li tylko czystą abstrakcją, ale formułowane przez nich tezy mają podbudowę empiryczną.

Przyjęte założenie uzupełnione zostało twierdzeniem, traktującym prawodawcę jako architekta wyboru, który poprzez swoją aktywność nadaje impulsy do działań ważnych z punktu widzenia danej społeczności. Oczywiście u źródła tego rodzaju działań zawsze istnieć będą określone podstawy aksjologiczne. Ważne jest, aby ich poszukiwaniu towarzyszyła także refleksja na temat adresatów kreowanych norm. Ma to duże znaczenie dla regulacji rynku finansowego, które od dziesiątek lat opierały się na koncepcji człowieka rozumnego, podejmującego racjonalne decyzje na podstawie dostarczonej jemu informacji. Zdaniem autora założenie to jest mylne i nie uwzględnia istniejącej rzeczywistości. Konieczne jest więc redefinicja tego jakże ważnego warunku i przyjęcie, iż człowiek obecny na rynku finansowym, ujmowany jako jego uczestnik (a w szczególności konsument), musi być postrzegany jako istota rozumna, ale poddawana emocjom, która nie zawsze ma wpływ na swoją sytuację, biernie poddając się kreowanym przez rynek zdarzeniom. Nie jest on z całą pewnością podręcznikowym *homo oeconomicus*, ale przypomina raczej *homo sapiens oeconomicus passivus*.

W związku z tym, zmianie ulec powinien model ochrony konsumenta rozsądnego, który nie uwzględnia strony realnej prawa, odnoszącej się do jego działania w praktyce. Praktyce, która – co należy kolejny raz powtórzyć – nie jest idealna, ale tworzona przez realne jednostki, ludzi, a nie superbohaterów, nie zawsze posiadających odpowiednią wiedzę, czy też umiejętności. Konieczność zmian w tym względzie wynika z tego, iż ochrona konsumentów traktowana jest w doktrynie jako element definicyjny bezpieczeństwa i stabilności rynku finansowego, będący filarem ochrony zaufania do niego. Przyjmowanie błędnych założeń skutkować może natomiast nieefektywnością przyjmowanych rozwiązań i w konsekwencji pojawieniem się kolejnych kryzysów. Dlatego postulować należy zmianę dotychczasowej filozofii regulacji rynku finansowego (co w pewnym zakresie następuje w Unii Europejskiej) poprzez włączenie do niej elementów behawioralnych, przy jednoczesnym zapewnieniu nadzoru nad rynkiem (w wymiarze mikro i makro), który choć nie zawsze popularny, to jednak na podstawie analizy dotychczasowych doświadczeń i coraz bardziej skomplikowanej natury rynku finansowego, jest konieczny. Czy to się opłaci? Z punktu widzenia jeszcze większego pomnażania zysków być może nie do końca. Będą one zapewne i tak wysokie, choć nie aż tak, jak chcieliby tego niektórzy współwłaściciele instytucji finansowych. Mimo tego stworzenie struktur opartych na zaufaniu, do których droga prowadzi przez stabilność i bezpieczeństwo, z całą pewnością w dłuższym horyzoncie czasowym opłacać się będzie całej gospodarce, a więc i sektorowi finansowemu.

¹⁷⁵ Konieczne jest wypracowanie całościowej, spójnej teorii popartej badaniami oddziaływania norm prawnych na zachowanie i tego zachowania na tworzone normy prawne.

Zakończenie

Podsumowując rozważania zaprezentowane w niniejszej publikacji, po raz kolejny należy nawiązać do jej tytułu, tj. *Tworzenie i stosowanie prawa rynku finansowego a proces ekonomizacji prawa*, którego istota zawiera się w dwóch jego ostatnich słowach. Odnoszą się one do relacji, jaka istnieje pomiędzy nauką prawa i ekonomii, a która nie jest obojętna dla procesu tworzenia i stosowania prawa¹. Ową zależność w sposób trafny oddają słowa L. Petrażyckiego, który pisał o niej w następujący sposób: „Bardzo osobliwy, dziwny i nienormalny jest stan i stosunek dwóch ważnych i wartościowych nauk: nauki prawa w ogóle i prawa cywilnego w szczególności z jednej strony i teorii zjawisk ekonomicznych z drugiej strony. Te dwie nauki, badające w istocie rzeczy ten sam przedmiot z różnych stron, nie znają się wzajemnie, egzystują oddzielnie, nie uświadamiając sobie wzajemnego związku i wspólności przedmiotu badania i na gruncie tej obecności wpadają w istotne nieporozumienia”². Opisywany stan widoczny jest, w szczególności w przypadku prawa rynku finansowego, które w ostatnich latach zaczyna wyrastać na osobną gałąź prawa, czerpiąc jednak swe życiodajne soki zarówno z dorobku prawa publicznego (prawa finansowego), jak i prawa prywatnego (szeroko rozumianego prawa cywilnego).

Owa hybrydowość wynika z natury regulowanej materii, która będąc niezwykle obszerną i skomplikowaną, wymaga znalezienia nowej filozofii, na podstawie której prawodawca stworzy będzie obejmujące ją ramy prawne, a odpowiednie podmioty będą stosować konstruuujące je prawo. Stwierdzić należy, iż poszukiwania cały czas trwają, a ich efektem są licznie powstające w ostatnim czasie rozwiązania o różnym zasięgu terytorialnym, ale także i naturze prawnej. Dowodem na to jest aktywność prawodawcy europejskiego, postrzegana niekiedy jako nadmierna, której celem jest uregulowanie najważniejszych aspektów funkcjonowania europejskiego rynku finansowego. Choć i przymiotnik „europejskiego” uznać

¹ L. Balcerowicz, *Prawo a ekonomia*, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 2 2006, s. 88-93.

² L. Petrażycki, *Teoria prawa i państwa w związku z teorią moralności*, Tom II, Warszawa 1960, s. 599.

należy raczej za umowny, albowiem tym co jest pewne, to globalny, ponadnarodowy charakter współczesnych rynków finansowych, czego efektem jest tworzenie podmiotów je nadzorujących, także w wymiarze szerszym aniżeli tylko krajowy. Co więcej, nowe podmioty nadzorcze wyposażane są przez prawodawcę w znane dotychczas przede wszystkim prawu międzynarodowemu, godne uwagi instrumenty miękkiego prawa (ang. *soft law*)³, przyjmujące jednak w prawie rynku finansowego zupełnie nową postać. Wspomnieć w tym miejscu można o wytycznych, rekomendacjach, opiniach, ale także i wszelkiego rodzaju standardach technicznych (ang. *binding technical standards*). Ich „elastyczność” ma być tą cechą, która pozwoli sprostać wyzwaniom stawianym przez sam rynek, który wraz z prawodawcą, można powiedzieć, uczestniczy w swego rodzaju grze nazywanej „dialektyką regulacyjną”, a która rozpoczęła się wraz z nastaniem, jak nazywa ją M. Sandel – epoki rynkowego triumfalizmu, datowanej na lata poprzedzające kryzys finansowy z 2008 roku. Zdaniem cytowanego autora era ta dobiega jednak końca, gdyż „kryzys finansowy nie tylko rzucił cień na zdolności rynku do efektywnego zarządzania ryzykiem, ale także wywołał powszechne poczucie, że rynek oddzielił się od moralności i że trzeba je jakoś na powrót połączyć. Nie wiadomo jednak dokładnie, co to miałyby znaczyć i jak się do tego zabrać”⁴.

Z całą pewnością owym łącznikiem powinno być prawo, a dokładniej prawo rynku finansowego, ujmowane szeroko. Zaproponowana optyka wymaga bowiem dostrzeżenia „niuansów” przyjmowanych rozwiązań. Za ich przykład posłużyć mogą regulacje ostrożnościowe, które choć naturalnie zaliczane do sfery prawa publicznego, nie pozostają jednak bez wpływu na sferę prywatnoprawną. Prawodawca bowiem, chcąc poprzez nie stworzyć system kontroli nad podejmowanym przez instytucje finansowe ryzykiem (sfera publiczna), wymusza na tych ostatnich wdrożenie rozwiązań, wymagających z kolei ustalenia przez nie odpowiednich relacji z ich klientami (sfera prywatna). Powoduje to, iż coraz częściej, mówiąc o prawie rynku finansowego, podkreśla się tendencję jemu towarzyszącą, tj. jego publicyzację (ale także i europeizację). Optyka publicznoprawna zdominowała także rozważania w niniejszej publikacji, które dotycząc procesu tworzenia i stosowania tak postrzeganego prawa, wymagały także głębszej refleksji, postawienia licznych pytań, poszukiwania odpowiedzi na nie, a także przyjęcia założeń wstępnych dotyczących sposobu rozumienia prawa i jego roli w społeczeństwie⁵. Ich formułowa-

³ Z. Ofiarski, *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, s. 137-160.

⁴ M. Sandel, *Czego nie można kupić za pieniądze*, Warszawa 2013, s. 19.

⁵ Warto w tym miejscu wskazać na pracę, będącą efektem pogłębionych badań autorstwa P. Chmielnickiego, A. Dybały i M. Stachury, *Reguły działania człowieka gospodarującego w społeczeństwie jako źródło norm prawnych*, Warszawa 2010, s. 7-10. Rozpoczynają ją ważne pytania autorów, jak na przykład: W jaki sposób zmiany zachodzące w gospodarce korelują z tworzeniem norm prawnych określonego rodzaju?; Czy ilość źródeł prawa dotyczących określonych spraw wynika z zasad

niu towarzyszyła bliska autorowi problematyka antropologiczna⁶, ujmowana także w pracach ekonomicznych dotyczących rynku finansowego, w której wskazuje się między innymi na dwie możliwe perspektywy postrzegania rzeczywistości. Są to perspektywa efektywnej równowagi oraz dobra wspólnego. Jak pisze P.H. Dembinski, antropologiczne odniesienie w kontekście pierwszej z wymienionych „zapewnia nam klasyczny *homo oeconomicus* – czy też jego wnuk *homo financierius*. Antropologiczne podwaliny DW [dobra wspólnego – T.N.] są fundamentalnie odmiennie: dobro wspólne nawiązuje do osoby, a nie jednostki – a istota ludzka staje się osobą poprzez relacje z innymi istotami ludzkimi. Zatem każdy jest wprawdzie podmiotem autonomicznym, ale nie niezależnym od innych. Jaźń rozwija się poprzez stałe wchodzenie w relacje z innymi”⁷. Można oczywiście zadać pytanie, czy tego rodzaju antropologiczne postrzeganie prawa jest w ogóle możliwe i czy prawodawca jest w stanie realizować stojące u jego podstaw założenia. Poszukując odpowiedzi na nie, stwierdzić należy, iż jego brak był zapewne jedną z przyczyn ostatnich kryzysów. Tworzono bowiem i stosowano liczne regulacje, które niejednokrotnie oderwane były od rzeczywistości. Nie uwzględniały jej specyfiki, nie brały pod uwagę jej złożoności i – co ważne – aspektów behawioralnych, które w przypadku rynków finansowych, jak zostało to wykazane w pracy, występują tak po stronie podmiotów je tworzących, a więc instytucji finansowych (osób zarządzających nimi), ale także ich klientów (przede wszystkich tych mniej profesjonalnych, czyli konsumentów). Dodając do tego: nadmiar informacji (ang. *information overload*)⁸, postępującą finansjalizację życia⁹, przejawiającą się we wzroście znaczenia sektora finansowego w życiu codziennym, któremu nieobce są liczne nieoczywistości, o których piszą G.S. Becker i R.A. Posner¹⁰, widoczna jest potrzeba nowego spojrzenia na proces tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego¹¹.

Biorąc powyższe pod uwagę i przede wszystkim zaprezentowane w niniejszej publikacji rozważania, sformułować można określone wnioski końcowe. Ich

techniki legislacyjnej i woli politycznego centrum decyzyjnego, czy też zależy od popytu na określone regulacje kształtowanego przez zjawiska zachodzące w gospodarce? Czy tworzenie norm prawnych określonego rodzaju wyprzedza pewne zjawiska makroekonomiczne, czy też tendencje występujące w gospodarce wyprzedzają tworzenie określonych regulacji prawnych? W jaki sposób korelują ze sobą reguły zachowań rynkowych i reguły budowy struktur społecznych?

⁶ Zob. także R.H. Thaler, *From Homo Economicus to Homo Sapiens*, w: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 No. 1 2000, s. 133-141.

⁷ P.H. Dembinski, S. Beretta, *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości*, Kraków 2014, s. 99.

⁸ J. Fazlagić, *Zjawisko „nadmiaru informacji” a współczesna edukacja*, w: *e-mentor*, nr 4 2010, s. 37-42.

⁹ Zob. E. Engelen, *The Case for Financialization*, w: *Competition&Change*, Vol. 12 No. 2 2008, s. 111-119.

¹⁰ G.S. Becker, R.A. Posner, *Nieoczywistości. Ekonomiczna teoria wszystkiego*, Warszawa 2013.

¹¹ Zob. także D. Heremans, K. Bosquet, *The Future of Law and Finance After the Financial Crisis: New Perspectives on Regulation and Corporate Governance for Banks*, w: *University of Illinois Law Review*, No. 5 2011, s. 1551-1576.

przedstawienie rozpocząć należy od stwierdzenia, iż proces tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego prowadzony musi być w przekonaniu, iż rynek finansowy, jako część systemu finansowego, stanowi jeden z fundamentów systemu społecznego. Tym samym, działania prawodawcy ukierunkowane powinny być na ochronę określonych dóbr i wartości, istotnych z punktu widzenia danej społeczności. W przypadku rynku finansowego za dobra takie uznać należy jego stabilność i bezpieczeństwo, które są niezbędne dla ochrony naczelnej wartości tego rynku (a tym samym i systemu społecznego), którą jest zaufanie. Jak zostało to wykazane, tego rodzaju podejście widoczne jest w aktywności współczesnego prawodawcy, w szczególności europejskiego, który w kreowanych przez siebie aktach prawnych wielokrotnie podkreśla znaczenie zaufania, jako podstawowego aktywa wymagającego szczególnej ochrony. Z tego też zapewne względu prawodawca podejmuje tak wiele inicjatyw, których celem, poza omawianą ochroną, jest także uregulowanie najważniejszych aspektów działalności rynku finansowego. Szczegółowa analiza dorobku prawotwórczego, przeprowadzona na bazie wybranych przykładów prawodawstwa unijnego, prowadzi do konstatacji, iż tamtejszy prawodawca obrał sobie za cel regulację wszelkich obecnych i nowo pojawiających się aktywności rynku finansowego. Efektem tego jest „niezliczona” wprost ilość aktów prawnych i rozmaitych form regulacji (dyrektywy, rozporządzenia, wytyczne, opinie...), których znajomość, nawet w odniesieniu do wybranego segmentu rynku (np. kapitałowego) przez jedną osobę jest w zasadzie niemożliwa. Żywić jednak należy nadzieję, iż stosowanie owych przepisów będzie możliwe dzięki funkcjonowaniu nowych europejskich struktur nadzoru nad rynkiem finansowym, które wyposażone zostały w liczne uprawnienia, dające im także możliwość podejmowania w określonych sytuacjach interwencji w sprawy dotychczas zarezerwowane tylko dla państw członkowskich. Powstanie tego rodzaju struktur wymuszone zostało wskazanymi zmianami na rynkach, na których dominującą rolę odgrywają podmioty międzynarodowe, działające niekiedy w różnych sektorach rynku finansowego (np. konglomeraty finansowe) i podejmujące inwestycje rodzące niejednokrotnie duże ryzyko. Ryzyko, które jak zostało to wykazane, rozpatrywane może być na dwa sposoby, a więc jako ryzyko strat, ale i ryzyko potencjalnych zysków. Stwierdzić jednak należy, iż w powszechnej świadomości dominuje pierwszy, pejoratywny sposób jego postrzegania, wynikający z doświadczeń kryzysów, których źródłem były rynki finansowe. Pisząc o kryzysie, warto przy tej okazji przytoczyć nieczęsto spotykaną tezę, autorstwa A. Kociołek-Pęksy, postrzegającej kryzys jako konieczny mechanizm melioryzmu. Melioryzm należy utożsamiać z sytuacją polegającą na tym, iż w ramach danego systemu instytucje i struktury mają zdolność nie tylko do samoregulacji, lecz także (dzięki dużym zdolnościom adaptacyjnym) wykazują zdolność do samodoskonalenia się¹². Tezę

¹² A. Kociołek-Pęksa, *Kryzys jako konieczny mechanizm melioryzmu*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010, s. 81.

tę należy jednak uzupełnić o myśl, iż w owym samodoskonaleniu ważną rolę odgrywa jednak prawo. Natomiast „dyskurs tworzenia prawa nie może ignorować zjawiska kryzysu gospodarczego. Kryzys gospodarczy ma znaczenie dla tworzenia prawa co najmniej z dwóch powodów: w pierwszym rzędzie dlatego, że może być impulsem do podejmowania działań prawodawczych nakierowanych na eliminowanie lub łagodzenie kryzysu i jego skutków¹³. W następnej kolejności dlatego, że poprzez zmianę warunków ekonomiczno-społeczno-politycznych wpływa na dotychczas przebiegające lub planowane procesy prawotwórcze”¹⁴.

Procesy te stanowią element prawa, które, jak zostało to wykazane, ujmowane powinno być w kontekście polityki prawa, której prowadzenie zakłada wykorzystywanie prawa do osiągnięcia zamierzonych celów. Pojęciem „polityki prawa” obejmuje się w prawoznawstwie zarówno politykę tworzenia, jak i politykę jego stosowania¹⁵. Prawo może być także ujmowane jako narzędzie polityki, którego użycie ma na celu określenie prakseologicznie ukierunkowanie pewnej relacji pomiędzy regulacją a stanem rzeczywistości, do której ta regulacja ma się odnosić¹⁶. Jak słusznie zauważa A. Nowak-Far, problem, który w tym zakresie się pojawia, polega na tym, iż każda interwencja regulacyjna w bardziej złożone zjawiska społeczno-gospodarcze wymaga wiedzy o tych zjawiskach oraz o prakseologicznych związkach pomiędzy przyjętą regulacją a nimi¹⁷. Proces regulacji rynku finansowego, nawiązujący do polityki prawa, w ocenie autora niniejszej publikacji powinien być rozumiany przy tym szeroko, implikując w sobie poza tworzeniem i stosowaniem prawa także elementy aksjologiczne i socjologiczne z nim związane. Prawo bowiem jako zjawisko kulturowe, budowane jest na gruncie określonych wartości, a jego celem jest ich realizacja i ochrona. Wartości z kolei są nierozłącznym elementem każdej kultury – moralnej, naukowej, politycznej itp. W przypadku rynku finansowego, co należy po raz kolejny powtórzyć, taką wartością jest zaufanie, którego istota została zaprezentowana w publikacji (zob. rys. 1).

Jej potrzeba wynikała z przekonania, iż pojęcie „zaufania” wielokrotnie przytaczane w aktach prawnych regulujących rynek finansowy, nie jest elementem głębszej refleksji. Odnieść można wrażenie, iż jest ono zjawiskiem powszechnie znanym i rozumianym. Tymczasem głębsza refleksja nad nim prowadzi do wniosków podobnych do tych sformułowanych przez św. Augustyna, jednak na temat pojęcia „czasu”. W swym dziele pt. *Wyznania* stawia on pytanie: „Czymże jest więc czas? Jeśli mnie nikt o to nie pyta, wiem; gdy zaś chcę wyjaśnić pytającemu, nie

¹³ Zob. A.N. Rechtschaffen, *Capital markets, Derivatives and The Law*, Oxford 2014, s. 3-62.

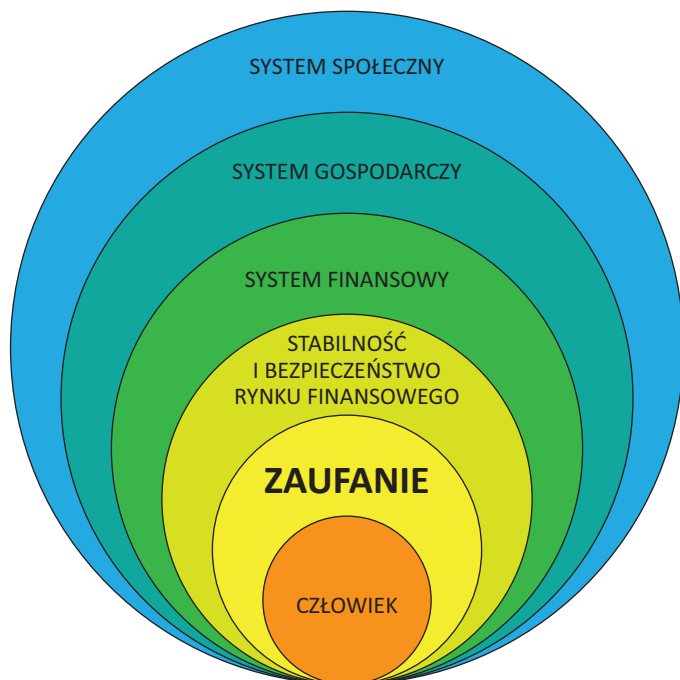
¹⁴ S. Wojtczak, *Kilka uwag o sposobie patrzenia na kryzys gospodarczy z prawniczej perspektywy*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, op. cit., s. 309.

¹⁵ S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, Poznań 1997, s. 125.

¹⁶ A. Nowak-Far, *Wątroba Prometeusza. Kryzys jako czynnik wyzwalający prometeizm prawa*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, op. cit., s. 242.

¹⁷ Ibidem.

wiem”¹⁸. Słowa te można odnieść także do pojęcia „zaufanie”, które łatwo jest opisać, jednak znacznie trudniej jest je zdefiniować, a tym bardziej ująć w ramy rozważań prawnych. Okazuje się tymczasem, iż „prawo, jako niezmiernie dziś rozbudowane zbiory reguł i zasad postępowania, reguł przyznających kompetencje do podjęcia określonych działań, a także reguł wyznaczających konsekwencje wcześniejszych zachowań, jest niezwykle silnie związane ze wspomnianą relacją między ludźmi nazywaną zaufaniem. Mam przy tym wrażenie, że ten aspekt prawa był niezmiernie rzadko dostrzegany przez prawników analizujących i kształtujących praktykę tworzenia i stosowania prawa, jak i tych, którzy próbowali taką praktykę opisać, wyjaśnić, zrozumieć i w jakiś sposób zaprojektować”¹⁹.



Rys. 1. Zaufanie jako podstawowa wartość rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne

Dlatego też w badaniu istoty prawa rynku finansowego w ujęciu wartości, takich jak zaufanie, postrzegane jako przedmiot ochrony, uznanej wartości prawnej,

¹⁸ Święty Augustyn, *Wyznania*, Warszawa 2001, s. 234.

¹⁹ T. Stawecki, *Prawo i zaufanie. Refleksja czasu kryzysu*, w J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, op. cit., s. 117; Na temat relacji pomiędzy kapitałem społecznym a zaufaniem zob. także R. Hardin, *Zaufanie*, Warszawa 2009, s. 83-106; T. Szlendak, *Zaufanie*, w: M. Boguni-Borowska [red.], *Fundamenty dobrego społeczeństwa. Wartości*, Kraków 2015, s. 331-364.

stojącej u podstaw procesu jego tworzenia i stosowania, niezbędne jest uwzględnienie przez prawodawcę mechanizmów społecznych i politycznych danej społeczności, które nie są obojętne dla powstawania prawa w sposób zorganizowany, a więc jego tworzenia. Funkcjonowanie owych mechanizmów opiera się natomiast na jednostkach tworzących daną społeczność, ich zachowaniu, reakcjach czy też emocjach, o których pisał L. Petrażycki. Zrozumienie wymienionych elementów, które odnoszą się między innymi do behawioralnych aspektów funkcjonowania człowieka, powinno być ważną częścią polityki prawa, w szczególności prawa rynku finansowego. Podejście behawioralne, czerpiąc z osiągnięć ekonomii i psychologii, z całą pewnością może znaleźć zastosowanie na gruncie prawnym²⁰. Sama ekonomia behawioralna, jak się uważa, powstała jako odpowiedź na niewystarczalność teoretycznych modeli ekonomicznych w objaśnianiu empirycznych odkryć. Przez analizę reguł społeczno-ekonomicznych zaczęto odchodzić od ideału „człowieka ekonomicznego” na rzecz „człowieka rzeczywistego”²¹. Ów „człowiek rzeczywisty” stanowi zaś najważniejszy element założonej konstrukcji regulacji rynku finansowego. Przejawia się to przykładowo w koncepcjach prawodawcy unijnego, który z pomocą tamtejszego orzecznictwa doprowadził do wykształcenia się idealistycznego wzorca „konsumenta rozsądnego”, swego rodzaju superbahatera, który na podstawie dostarczanych jemu informacji, podejmuje racjonalne decyzje. Informacja rozpatrywana jest przy tym jako gwarancja wartości i dóbr rynku finansowego. Oczywiście, iż założenie takie jest jedynie teoretyczne, czego dowodem są liczne przykłady rozwiązań prawnych funkcjonujących na rynku finansowym, poddane analizie w pracy. Po pierwsze wymusza ono sytuację „przeładowania informacyjnego”, a po drugie nie uwzględnia przytoczonych elementów behawioralnych, których istnienie na rynku zostało empirycznie udowodnione.

Prawodawca musi uwzględniać w swej aktywności dynamikę zmieniającego się świata, pozostając przy tym wierny swoim wartościom, opierając się na których konstruuje on system prawny. Powtarzając w tym miejscu wnioski, sformułowane na zakończenie ostatniego z rozdziałów pracy, uznać należy, iż prawo rynku finansowego ze względu na wskazane powyżej cechy nie jest z całą pewnością łatwym obszarem badań, co zdaniem autora wymaga przyjęcia określonej optyki i założeń. Doświadczenia i analiza dotychczasowego dorobku tak prawodawcy, jak i doktryny przyczyniły się do stworzenia koncepcji niniejszej książki. Opierającej się na przyjęciu, co należy kolejny raz powtórzyć, twierdzenia, iż o bycie współczesnych rynków finansowych stanowi ochrona podstawowych dla nich wartości i dóbr, chronionych przez prawodawcę (z wykorzystaniem nowych form regulacji, jak na przykład miękkiego prawa, a także rozbudowanych systemów nadzoru). Za funda-

²⁰ Zob. także R. Veil, *Challenges for Academic Research and Teaching*, w: R. Veil [red.], *European Capital Markets Law*, Oxford 2013, s. 59-67.

²¹ M. Czerwonka, *Finanse behawioralne a klasyczna teoria finansów*, w: J. Ostaszewski [red.], *Finanse*, Warszawa 2010, s. 43.

mentalne dobra uznać należy stabilność i bezpieczeństwo rynku, służące z kolei ochronie wartości w postaci zaufania. Zaufanie opiera się na relacjach (interakcjach) międzyludzkich²². Tym samym droga do niego wiedzie przez zrozumienie natury człowieka, jego emocji, zachowań, reakcji itp. Nie jest to możliwe bez sięgnięcia do doświadczeń nauk behawioralnych, takich jak psychologia, socjologia, ekonomia, a także prawo (które cały czas czeka jednak na wypracowanie przez przedstawicieli jego teorii i filozofii warsztatu badawczego, który mógłby zostać recypowany następnie przez inne gałęzie²³). Tym bardziej iż, jak zostało to zaprezentowane, badania prowadzone przez przedstawicieli tychże nauk nie są li tylko czystą abstrakcją, ale formułowane przez nich tezy mają podbudowę empiryczną.

Przyjęte założenie uzupełnione zostało twierdzeniem, traktującym prawodawcę jako architekta wyboru, który poprzez swoją aktywność nadaje impulsy do działań ważnych z punktu widzenia danej społeczności. Oczywiście w źródeł tego rodzaju działań zawsze istnieć będą określone podstawy aksjologiczne²⁴. Ważne jest, aby ich poszukiwaniu towarzyszyła także refleksja na temat adresatów kreowanych norm. Jak zostało to przedstawione ma ona duże znaczenie dla regulacji rynku finansowego, które od dziesiątek lat opierały się na koncepcji człowieka rozumnego, podejmującego racjonalne decyzje na podstawie dostarczonych jemu informacji. Zdaniem autora założenie to jest mylne i nie uwzględnia istniejącej rzeczywistości. Konieczne jest więc redefinicja tego jakże ważnego warunku oraz przyjęcie, iż człowiek obecny na rynku finansowym, ujmowany jako jego uczestnik (a w szczególności konsument) musi być postrzegany jako istota rozumna, ale poddawana emocjom, która nie zawsze ma wpływ na swoją sytuację, biernie poddająca się kreowanym przez rynek zdarzeniom. Nie jest on z całą pewnością podręcznikowym *homo oeconomicus*, ale przypomina raczej *homo sapiens oeconomicus passivus*, a więc istotą ludzką rozumną, jednak pasywną, a więc poddaną licznym niezależnym od niej impulsom.

Dlatego też rozwojowi stosunkowo młodej gałęzi prawa, za jaką uznawane jest coraz częściej prawo rynku finansowego, towarzyszyć powinna refleksja podobna do tej wyrażanej przez przedstawicieli zaprzyjaźnionej nauki społecznej, jaką jest ekonomia. Część z nich uważa, iż klasyczna teoria finansów, oparta jest na wielu uproszczeniach oraz oderwanych od rzeczywistości założeniach, które podważa-

²² Należy pamiętać, iż zaufanie jest także istotnym składnikiem autorytetu. W analizach na temat zaufania podkreśla się, iż obok zaufania osobistego wyróżnia się także zaufanie instytucjonalne, z którym mamy do czynienia wówczas, gdy cały system instytucjonalny gwarantuje bezpieczeństwo transakcji, umów i innych aktywności. Więcej na ten temat zob. A. Kojder, *Autorytet i zaufanie*, w: A. Kojder, Z. Cywiński [red.], *Socjologia prawa. Główne problem i postacie*, Warszawa 2014, s. 40-44.

²³ Konieczne jest wypracowanie całościowej, spójnej teorii popartej badaniami oddziaływania norm prawnych na zachowanie i tego zachowania na tworzone normy prawne.

²⁴ Na temat zależności, jakie zachodzą pomiędzy realistycznie ujmowanym systemem prawnym, a jego determinantami i tłumaczącej jej koncepcji neutralizacji aksjologicznej prawa (ang. *neutralization of values in law*) zob. K. Pałeczki, *Neutralization of Values in Law-Main Concepts*, w: K. Pałeczki [red.], *Neutralization of Values in Law*, Warszawa 2013, s. 22-59.

ją jej wartość poznawczą, a także utrudniają jej praktyczne wykorzystanie przez uczestników rynku finansowego²⁵. „Wydaje się, że jednym z największych uproszczeń występujących w klasycznej teorii finansów, mającym dalekosiężne skutki poznawcze, metodologiczne i praktyczne, było przyjęcie założenia o pełnej racjonalności uczestników rynku finansowych (*homo oeconomicus*). Zbyt duży nacisk tradycyjnych przedstawicieli finansów na kwestie normatywne („jak być powinno”) kosztem aspektów deskryptywnych („jak rzeczywiście jest”) przyczynił się do coraz mniejszego zrozumienia realnych zachowań inwestorów i funkcjonowania całego rynku na poziomie zagregowanym”²⁶. Odnosząc ją do procesu tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego, za konieczne uznać należy osadzenie jego w określonym kontekście aksjologicznym, uwzględniającym czynnik ludzki, ale także i rolę rynków finansowych w rozwoju gospodarki, a więc i społeczeństwa. Rynki te tak często stygmatyzowane, do czego po części same się przyczyniły, są jednak niezbędne jako źródło kapitału, miejsce rozliczeń, a także centrum innowacyjności, która przyczynia się do rozwoju nowych form inwestycji, niejednokrotnie niezrozumiałych i rodzących ryzyko. Rolą prawodawcy jest więc regulowanie tej materii w taki sposób, który zapewni jej bezpieczny i stabilny rozwój oraz utrzyma zaufanie do systemu. Musi on jednak urealnić swe postępowanie, a także poprzez swoje inicjatywy ukierunkowywać określone zachowania, jak na przykład te w zakresie rozwoju edukacji, której pozytywnym efektem jest wzrost świadomości finansowej. Będąc architektem wyboru, musi on wysyłać impulsy do adresatów norm, których natura i wynikające z niej zachowania, badane w ramach nauk behawioralnych muszą być przez niego (ale i przez podmioty stosujące prawo) także uwzględniane. Koncepcje behawioralne stanowią bowiem narzędzie pomocne w wyjaśnianiu zachowań i decyzji podejmowanych przez człowieka w kontekstach prawnych, na które prawo wpływa i które to zachowania musi także uwzględniać. Przed przedstawicielami nauki prawa rynku finansowego stoi więc jeszcze wiele nowych, pasjonujących problemów i wątpliwości badawczych, których podjęcie i rozwiązanie wymagać będzie wypracowywania, we współpracy z innymi gałęziami tej nauki, nowych teorii i metod badawczych. Zadanie to jednak traktować należy jako wyzwanie i potwierdzenie tezy o dynamizmie prawa, które koncentrując się przede wszystkim na teraźniejszości i przyszłości (*lex prospicit, non respicit*) może, a nawet niekiedy musi czerpać z dorobku przeszłości, jak na przykład koncepcji L. Petrażyckiego, które (jak można odnieść wrażenie) za sprawą rynków finansowych i ich regulacji odżywają na nowo.

²⁵ A. Szyszka, *Systemowe zmiany na rynkach finansowych a poszukiwanie adekwatnej teorii finansów*, w: W. Frąckowiak, J. Szambelańczyk [red.], *Ku nowemu paradygmatowi nauk o finansach*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Zeszyty Naukowe nr 144, Poznań 2010, s. 98-103.

²⁶ M. Czerwonka, J. Ostaszewski, M. Rzeszutek, M. Walczak, *W poszukiwaniu mainstreamu w dyscyplinie finanse*, w: J. Ostaszewski, E. Kosycarz [red. nauk.], *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, Warszawa 2014, s. 25.

Final remarks

Summing up the deliberations presented in this book, reference must once again be made to its title: “Creating and enforcing financial market law in the light of the economization of law”. Its essence is contained in the last three words. They refer to the relationship that exists between law and economy, a relationship which is not indifferent to the process of creating and enforcing law.¹ This relationship has been accurately expressed by Leon Petrażycki who said: “Very odd, strange and abnormal is the condition and the relationship of two important and valuable sciences: the science of law in general and civil law in particular on the one hand and the theory of economic phenomena on the other. These two sciences, actually researching the same thing, but approaching it from different sides, do not know each other, exist separately not recognizing their mutual relationship or the fact that they share the same object of research, on the grounds of their presence fall in considerable misunderstanding.”² This state of affairs is particularly apparent in the case of financial market law which in recent years has been growing into a separate branch of law, feeding on the legacy of public law (financial law) and private law (broadly understood civil law).

This hybrid structure is a result of the nature of the regulated matter which is very extensive and complicated and consequently requires a new philosophy on the basis of which a legal framework could be built with laws to be observed by the entities to which it applies. This philosophy is still being researched and numerous solutions that have already been proposed are of varied territorial and legal scope. The best example here is the activity of the EU’s legislator. This activity, perceived as somewhat excessive, aims at regulating all the main aspects of the functioning of the European financial market. The use of the adjective “European” is rather arbitrary. What is certain is the global, supranational character of contemporary financial markets, which also means that the supervision bodies

¹ L. Balcerowicz, *Prawo a ekonomia*, in: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, No. 2 2006, pp. 88-93.

² L. Petrażycki, *Teoria prawa i państwa w związku z teorią moralności*, Vol. II, Warszawa 1960, p. 599.

developed for these markets extend beyond national borders. What is more, these supervision and control bodies are equipped with instruments of soft law³ which until recently have mainly been present in international law, but take a completely new form in financial market law. They include recommendations, guidelines and opinions but also binding technical standards. Their “flexibility” is to be the feature that will help us to cope effectively with all the challenges of the financial market which, together with the legislator, participates in a sort of game called “regulatory dialectics” and which started together with the emerging epoch of market triumphalism to cite Michael Sandel, dating back to the years preceding the financial crisis of 2008. In Sandel’s opinion, this epoch is now coming to an end because “the financial crisis not only cast a shadow on the market capabilities of efficient risk management, but also produced a universal perception that the market has detached itself from morality and now the two must be somehow joined back together. No one really knows though, how to go about it”.⁴

Certainly it is law, and more precisely broadly understood financial market law, that should serve as a link here. The proposed optics requires that ‘nuances’ of the adopted solutions be noticed. An example will be prudential regulations which although naturally considered as elements of the public law sphere, do exercise a certain impact of the private law sphere as well. These regulations are intended to have a supervisory function over the risk undertaken by financial institutions (public sphere) which are in turn compelled to implement solutions that require the development of certain relationships between financial institutions and their clients (private sphere). Thus when talking about financial market law, a tendency that is present in this market i.e. publicization (as well as Europeization) is emphasized. The public law optics have largely dominated the considerations presented in this book. This was so because much deeper thought was needed and answers to many questions needed to be found. What is more, some preliminary assumptions on how law is to be understood and its role in society had to be made.⁵ When formulating these assumptions, the author drew on some anthropological studies which

³ Z. Ofiarski, *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego*, in: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [eds], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, p. 137-160.

⁴ M. Sandel, *Czego nie można kupić za pieniądze*, Warszawa 2013, p. 19.

⁵ A work worthy of note here is a publication which is a result of an in-depth study by P. Chmielnicki, A. Dybała and M. Stachura entitled: *Reguły działania człowieka gospodarującego w społeczeństwie jako źródło norm prawnych (Rules of behaviour of economic man in society as the source of legal norms)*, Warszawa 2010, p. 7-10. It commences with important questions asked by the authors, and include such ones as: How do changes that occur in the economy correlate with the creation of certain types of legal norms?; Does the number of sources of law relating to specific matters result from the principles of the legislative techniques and the political will of the decision making centre, or does it depend on the demand for specific regulations, which is contingent upon the phenomena occurring in the economy?; Is the creation of certain types of legal norms ahead of certain macroeconomic phenomena, or do the tendencies occurring in the economy come first and are followed by

he felt particularly close to his own beliefs⁶, and which have also been referred to in economic publications on the financial market, in which, among other things, two possible perspectives of perceiving the world around us have been identified: the perspective of an effective equilibrium and the perspective of the common good. According to Paul. H. Dembinski, the anthropological reference in the context of the first "is ensured by a classical *homo oeconomicus*, or in other words his grandson *homo financierius*. The anthropological foundations of the common good are fundamentally different; the common good refers to a person not to an individual and a human being becomes a person through entering into relationships with other human beings. Thus no one, as an autonomous entity, is entirely independent of others. The self or one's self develops by constant relationship (entered into) with others."⁷

The question may of course be asked whether such an anthropological perception of law is at all possible and whether a legislator is capable of implementing the assumptions that lie at its foundations. The answer to this question shows that in fact the lack of an anthropological perception was most certainly among the reasons for the recent crisis. Numerous regulations had been adopted and enforced, but they were frequently detached from reality. They did not account for its specific features, failed to take into consideration its complexity, or, more importantly, the behavioural aspects which, as is the case of financial markets, occur on both sides, i.e. the financial institutions (or managers of those) and clients (those with less professional knowledge, in particular, consumers). Adding to that there is information overload⁸ and the advancing financialization of life⁹ which manifests itself in the growing presence of the financial sector in our everyday lives. And yet, as Garry S. Becker and Richard A. Posner noted. There are many "non-obviousnesses" (uncommon sense) present in the financial sector¹⁰, and thus a new look at the process of creating and enforcing law is needed.¹¹

The above observations, and the deliberations presented in this book in particular, allow us to formulate some concluding remarks, which should begin with the statement that the process of creating and enforcing financial market law must

legal regulations adopted subsequently?; How do the principles of market behaviour and the rules according to which social structures are built correlate?

⁶ See also R. H. Thaler, *From Homo Economicus to Homo Sapiens*, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 No. 1 2000, p. 133-141.

⁷ P. H. Dembinski, S. Beretta, *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartosci*, Kraków 2014, p. 99.

⁸ J. Fazłagić, *Zjawisko „nadmiaru informacji” a współczesna edukacja*, in: *e-mentor*, No. 4 2010, p. 37-42.

⁹ See E. Engelen, *The Case for Financialization*, in: *Competition&Change*, Vol. 12 No. 2 2008, p. 111-119.

¹⁰ G. S. Becker, R. A. Posner, *Nieoczywistości. Ekonomiczna teoria wszystkiego*, Warszawa 2013.

¹¹ See also D. Heremans, K. Bosquet, *The Future of Law and Finance After the Financial Crisis: New Perspectives on Regulation and Corporate Governance for Banks*, in: *University of Illinois Law Review*, No. 5 2011, pp. 1551-1576.

be carried out with the conviction that a financial market as part of a financial system constitutes one of the pillars of a social system. Therefore the legislator's activity ought to focus on the protection of certain goods and values that are important for the society. In the case of a financial market, these goods include safety and stability, which are indispensable for the protection of the supreme value in that market (and therefore in the social system as well), which is trust. As shown in the book, this approach can be noted in the activity of today's legislator, especially the EU's legislator. In a number of EU legislative acts the importance of trust and the need to protect it is emphasised.

This need is most certainly the driving force of many initiatives whose aim, apart from protection, is the regulation of the main aspects of financial market activity. A detailed analysis of the EU legislation leads to the conclusion that special focus has been put on comprehensive regulation of all the current and future activity of the financial market. As a result there are countless legislative acts and other forms of regulations taking the form of opinions, directives, recommendations and the like. There are so many of them that practically no one is capable of knowing them all, even in respect to only one selected segment of the market. We may thus only hope that enforcing these regulations will be still possible because recently financial market supervisory bodies being introduced in the EU are equipped with many powers, including the right to intervene in situations where such intervention had been till recently reserved for Member States only. This change has been enforced by the changing market in which international entities (e.g. financial conglomerates) started to play a dominant role, often making very risky investment decisions. As stated earlier, risk may be analysed in two ways: as a risk of a loss and a risk of potential profits. The concept of the first type, a loss risk predominates in the common conscience and it has negative connotations arising from the experience of previous crises originating in financial markets. Speaking about crises, there is a thesis expressed by Anna Kociołek-Pęksa which is worthy of mention although is not frequently heard. It states that a crisis is a necessary mechanism of meliorism. Meliorism is a situation in which, within one system, institutions and structures are not only capable of self-regulation, but owing to their considerable ability to adapt, are capable of self-improvement as well.¹² This thesis ought to be developed, proposing that law is an important factor in this self-improvement. However, "the discourse of law making cannot ignore a phenomenon such as an economic crisis. There are at least two reasons why an economic crisis plays a role in law-making: firstly, because it may be an impulse prompting (taking) legislative activity aimed at eliminating or mitigating the crisis and its consequences."¹³ Secondly, because the change which it exerts in

¹² A. Kociołek-Pęksa, *Kryzys jako konieczny mechanizm melioryzmu*, in: J. Oniszczyk [ed.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010, p. 81.

¹³ See A. N. Rechtschaffen, *Capital markets, Derivatives and The Law*, Oxford 2014, pp. 3-62.

the economic, social and political conditions influences the legislative processes already implemented or planned for the future.”¹⁴

These processes constitute an element of law which should be approached in the context of a law policy according to which law ought to be used to achieve set goals. The notion “law policy” in jurisprudence extends on the policy of law-making as well as the policy of its enforcement.¹⁵ Law may also be regarded as a tool serving to direct praxeologically a relationship between a regulation and the reality to which this regulation is to apply.¹⁶ As Artur Nowak-Far has rightly noted, the problem which appears here arises from the fact that each regulatory intervention in more complex social-economic phenomena requires knowledge of these phenomena as well as of the praxeological relations between them and the adopted regulation.¹⁷ The process of financial market regulation which refers to the law policy should be understood broadly and imply, apart from creating and enforcing law, also the axiological and sociological elements related to it. Law as a cultural phenomenon is built upon certain values and its purpose is to realise and protects these values. Values on the other hand are an inseparable element of each culture, be it moral, scientific, political or any other. In the case of a financial market, and this must be emphasized once again, trust is such a value. The essence of this value is examined in this book. (See Figure 1).

The need for this value originated in the conviction that the notion of “trust” so frequently referred to in legislative acts regulating the financial market is not an element requiring deeper thought. One might get the impression that trust is a universally known and understood phenomenon. However, when analyzed more deeply, it may lead to similar conclusions as those formulated by St Augustine on the notion of “time”. In his “Confessions” St Augustine asks “What is time? If no one asks me about it, I know; but when I am trying to explain to the one who has asked, I don’t know”.¹⁸ The same words may be applied to the notion of “trust” which is easy to describe but more difficult to define, and even much more so to put in a framework of legal deliberations. However, as it turns out, “law as it is today, made up of extensively elaborated sets of rules and principles of behaviour, rules about granting competences to act, or determining the consequences of certain behaviours, is very strongly tied to the relationship between people and this relationship is called trust. It seems to me that this aspect of law has largely remained unnoticed by lawyers who have analyzed and shaped the practice of the

¹⁴ S. Wojtczak, *Kilka uwag o sposobie patrzenia na kryzys gospodarczy z prawniczej perspektywy*, in: J. Oniszczyk [ed.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, op. cit., p. 309.

¹⁵ S. Wronkowska, Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, Poznań 1997, p. 125.

¹⁶ A. Nowak-Far, *Wątroba Prometeusza. Kryzys jako czynnik wyzwalający prometeizm prawa*, in: J. Oniszczyk [ed.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, op. cit., p. 242.

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ Święty Augustyn, *Wyznania*, Warszawa 2001, p. 234.

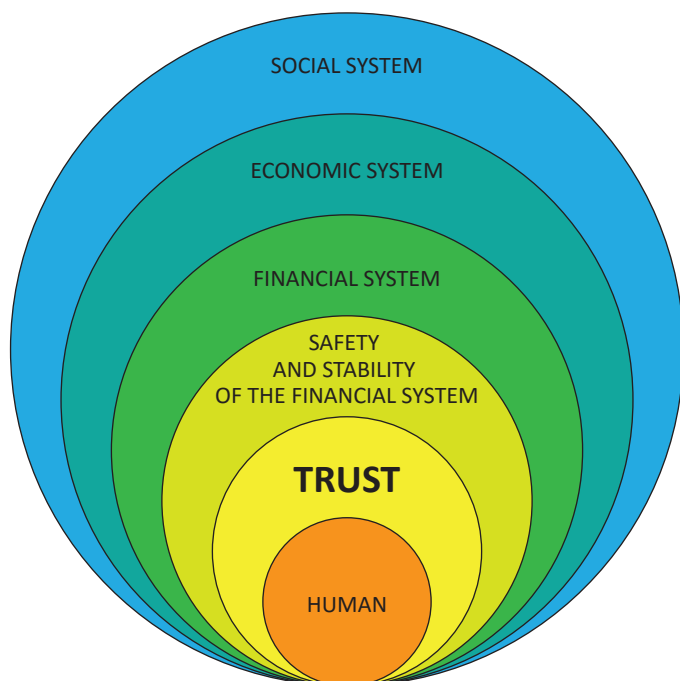


Figure 1. Trust as a fundamental value of a financial market

Source: own material

creation and enforcement of law as well as those who have attempted to describe, explain, understand or design such practice.”¹⁹

Therefore, when determining the essence of financial market law by analyzing values such as trust perceived as a subject of protection, as a recognized legal value lying at the basis of the process of creating financial market law, it is necessary that the legislator take into account the social and political mechanisms of a given society which are not indifferent to the law mentioned above, created in an organized and systematic manner. The functioning of these mechanisms is based on individuals who make up a given community, and those who belong to it, whose conduct, reactions and emotions have been referred to by Leon Petrażycki. Understanding these elements which among others refer to the behavioural aspects of the functioning of a human being ought to be an important part of the politics of law, and of financial market law in particular. A behavioural approach draws on the achievements of the sciences of economics and psychology and most

¹⁹ T. Stawecki, *Prawo i zaufanie. Refleksja czasu kryzysu*, in: J. Oniszczyk [ed.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, op. cit., p. 117; On the relationship between social capital and trust also see: R. Hardin, *Zaufanie*, Warszawa 2009, pp. 83-106; T. Szlendak, *Zaufanie*, in: M. Boguni-Borowska [ed.], *Fundamenty dobrego społeczeństwa. Wartości*, Kraków 2015, pp. 331-364.

certainly may be applied to law.²⁰ It is believed that behavioural economy developed as an answer to the insufficiency of using only theoretical economic models for describing empirical discoveries. An analysis of socio-economic rules allows us to depart from the ideal of "economic man" in favour of "real man".²¹ This "real man" constitutes the most important element of financial market regulation. It can be seen, for example, in the concepts of the EU legislator which, through the legislative acts passed, has led to the development of the idealistic model of a "reasonable consumer", a kind of superhero who, on the basis of information provided, makes rational decisions. In this context information is considered to be a guarantee of the values and goods of the financial market. It is obvious that such an assumption is only theoretical and there are numerous examples of legal solutions which have been analyzed in this book. Such a theoretical assumption enforces a situation of information overload on the one hand, and on the other it fails to take into account the behavioural elements referred to above, and whose existence has been proved empirically.

A legislator must take into account the dynamics of the changing world but must also remain faithful to the values on the basis of which he constructs a given legal system. Thus, it must be said, to repeat once again the conclusions formulated at the end of the last chapter of the book, that due to its characteristics as described above financial market law is certainly not an easy area of research and requires adopting, beforehand, a certain optics (viewpoint) and some assumptions. Experience as well as an analysis of the existing legislation and the doctrine have been the basis upon which the concept of this book was constructed. Further, and this also needs to be repeated again, this concept was developed based on the adoption of the thesis that the existence of contemporary financial markets is contingent upon the protection of values and goods which the legislator ensures (using new forms of regulation such as for example soft law as well as extensive supervisory systems). Fundamental goods include the safety and stability of the market, which in turn serve to protect a value in the form of trust. Trust is based on interhuman relationships (interactions).²² Thus the road to trust leads through the understanding of human nature, emotions, behaviours and the like. This is impossible to achieve without reference to behavioural sciences such as psychology, sociology, economics or law. The latter, however, has been waiting very long

²⁰ See also R. Veil, *Challenges for Academic Research and Teaching*, in: R. Veil [ed.], *European Capital Markets Law*, Oxford 2013, pp. 59-67.

²¹ M. Czerwonka, *Finanse behawioralne a klasyczna teoria finansów*, in: J. Ostaszewski [ed.], *Finanse*, Warszawa 2010, p. 43.

²² It must be remembered that trust is also an important component of authority. As analyses show, apart from personal trust there is institutional trust which builds up in situations where the whole institutional system guarantees security of transactions, contracts and other forms of activity. For more see: A. Kojder, *Autorytet i zaufanie*, in: A. Kojder, Z. Cywiński [eds.], *Socjologia prawa. Główne problem i postacie*, Warszawa 2014, pp. 40-44.

for a research workshop which could subsequently be adopted by other branches of science²³. This is particularly true, especially since the research done by representatives of the above mentioned sciences is (as is shown in the book) not just abstract, but the theses formulated in them are grounded in empirical studies.

This assumption has been completed with the thesis that a legislator is in fact an architect of choice, someone who gives impulses that trigger off acts that are important from the point of view of a given society. The axiological grounds will of course always be there, underlying the actions taken.²⁴ It is important though, that a consideration of the addressees of the norms created was always there. This is of great importance for the regulation of the financial market, which for dozens of years has been laid on the concept of a reasonable man who makes rational decisions based on information provided. The author believes that such an assumption is wrong and does not account for existing reality. Thus a redefinition of this important assumption is needed as well as acceptance of the fact that a human participant in the financial market (and a consumer in particular) must be perceived as a reasonable being who is, however, subject to emotions and not always able to control the situation, passively submitting himself to the events created by the market. He is certainly not a *homo oeconomicus* as described in handbooks, but rather closer to *homo sapiens oeconomicus passivus*, a reasonable human being but a passive one, and thus subject to a great many impulses beyond his control.

Therefore development of this relatively young branch of law, as financial market law has recently been referred to increasingly frequently, ought to be accompanied by a reflexion similar to that articulated by representatives of economics, a social science related to law. Some of them express the opinion that the classical theory of finances is based on too many simplifications and assumptions detached from reality, which undermine its cognitive value and hinder its practical application by financial market participants.²⁵ "It seems that one of the greatest simplifications occurring in the classical theory of finance, with far-reaching cognitive, methodological and practical consequences, was the assumption that all financial market participants are fully reasonable human beings (*homo oeconomicus*). Too much emphasis was put on normative issues ("what it should be") at the cost of descriptive aspects ("what it really is"). In consequence, the actual behaviours of

²³ It is necessary to develop a comprehensive and coherent theory supported by experimental research on the impact of legal norms on people's behaviour and the impact of this behaviour on the legal norms being created.

²⁴ On the dependencies between a legal system realistically approached and its determinants and on explaining its conception of axiological neutralization of values in law, see": K. Pałeczki, *Neutralization of Values in Law – Main Concepts*, in: K. Pałeczki [ed.], *Neutralization of Values in Law*, Warszawa 2013, pp. 22-59.

²⁵ A. Szyszka, *Systemowe zmiany na rynkach finansowych a poszukiwanie adekwatnej teorii finansów*, in: W. Frąckowiak, J. Szambelańczyk [eds], *Ku nowemu paradygmatowi nauk o finansach*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Zeszyty Naukowe No. 144, Poznań 2010, pp. 98-103.

investors in the market as well as the functioning of the whole market at the aggregated level remained not fully understood.”²⁶ This observation, when made in respect of making and enforcing financial market law, means that this market ought to be grounded in the axiological context in which not only the human factor is accounted for, but also the role of financial markets in economic development, and therefore society. These markets have been stigmatized so often (although at times at their own request) but they are indispensable as a source of capital, an account settlement site, or a centre of innovation which contributes to the development of new investments, even if frequently difficult to understand and risky. Hence the legislator’s role to regulate the matter in such a way that it ensures its stable and safe development, and thereby help to maintain the trust in the whole system. This role, however, must have a realistic function, among other things by initiatives undertaken to shape certain behaviours, for instance promoting education leading to increased financial awareness. Being an architect of choices, a legislator must send impulses to the addressees of norms. The nature of these norms and behaviours that they trigger (researched by behavioural scientists) must also be accounted for in the legislation created and by those who apply the regulations adopted. Behavioural concepts constitute a helpful tool for explaining the behaviours of a human being and the decisions he makes in legal contexts, as the latter are influenced by law and must also account for human behaviour. There are still many exciting issues to be researched, topics to be discussed and other challenges before researchers in financial market law who will have to collaborate with scientists representing other branches to develop new theories and research methods. This task is a real challenge and must be treated as confirmation of the thesis that law is dynamic, focusing first and foremost on the present and the future (*lex prospicit, non respicit*), although it may, and at time it must draw on the heritage of the past, as shown in Petrażycki’s ideas which, it seems, owing to financial markets and their regulations, has been brought back to life.

²⁶ M. Czerwonka, J. Ostaszewski, M. Rzeszutek, M. Walczak, *W poszukiwaniu mainstreamu w dyscyplinie finanse*, in: J. Ostaszewski, E. Kosycarz [eds], *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, Warszawa 2014, p. 25.

Bibliografia

1. Aalbers M.B., *The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis*, w: *Competition&Change*, Vol. 12 No. 2 2008
2. Adamczak W. [red.], *Księga Jubileuszowa Profesora Zdzisława Brodeckiego*, Gdańsk 2011
3. Ahn M.J., Fallon W.D., *Strategic risk management: how global corporations manage financial risk for competitive advantage*, London 1991
4. Akerlof A., Shiller R.J., *Zwierzęce instynkty*, Warszawa 2010
5. Akerlof A., *The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, w: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 No. 3 1970
6. Alchian A.A., *Some Economics of Property Rights*, *Il Politico*, Vol. 30 1965
7. Alexander K., Dhumale R. [red.], *Research Handbook on International Financial Regulation*, Cheltenham 2012
8. Alińska A., Pietrzak B. [red.], *Stabilność systemu finansowego – instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, Warszawa 2012
9. Altman M. [red.], *Handbook of contemporary behavioral economics. Foundations and developments*, Armonk 2006
10. Andenas M., H-Y Chiu I., *The Foundation and the Future of Financial Regulation*, London 2013
11. Anderheiden M., Bürkli P., Heining H.M., Kirste S., Seelmann K. [red.], *Paternalismus und Recht. In memoriam Angela Augustin (1968-2004)*, Tübingen 2006
12. Anderson G., *Cityboy. Skandaliczne oblicze londyńskich bankowców*, Warszawa 2009
13. Arlen J., *Comment: The future of behavioral law and economics*, w: *Vanderbilt Law Review*, Vol. 51 No. 6 1998
14. Arystoteles, *Polityka*, Ks. I 3, 14-18, Warszawa 2002
15. Ayres I., Braithwaite J., *Responsive regulation*, Oxford 1992
16. Bacia B., Zawadzka A., *Swoboda przepływu kapitału i usługi finansowego w Unii Europejskiej*, Warszawa 2011
17. Baisch R., Weber R.H., *Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioural Findings*, w: K. Mathis [red.], *European Perspective on Behavioural Law and Economics*, Heidelberg 2015
18. Baker T., *On the Genealogy of Moral Hazard*, w: *Texas Law Review*, Vol. 75 nr 2 1996

19. Balcerowicz L., *Jakość pieniądza*, w: Wprost, nr 1143 2004
20. Balcerowicz L., *Prawo a ekonomia*, w: Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 2 2006
21. Baldwin R., Cave M., *Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice*, Oxford 1999
22. Barcz J., *Akty delegowane i akty wykonawcze – pojęcie i kryteria rozróżnienia*, w: Europejski Przegląd Sądowy, nr 3 2012
23. Barth J.R., Caprio Jr. G., Levine R., *Guardians of Finance. Making Regulators Work for US*, Cambridge 2012
24. Barth J.R., Lin Ch., Wihlborg C. [red.], *Research Handbook on International Banking and Governance*, Cheltenham 2012
25. Bast J., *New Categories of Acts after the Lisbon Reform: Dynamics of Parliamentarization in EU Law*, w: Common Market Law Review, No. 3 2012
26. Bator A., *Globalizacja jako perspektywa postrzegania prawa*, w: J. Helios [red.], *Autonomia prawa ze stanowiska teorii i filozofii prawa*, Wrocław 2003
27. Bator A., *Instrumentalizacja jako założenie ekonomicznej analizy prawa*, w: J. Stelmach, M. Soniewicka [red.], *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawniczych*, Warszawa 2007
28. Becker G.S., *Ekonomiczna teoria zachowań ludzkich*, Warszawa 1990
29. Becker G.S., Posner R.A., *Nieoczywistości. Ekonomiczna teoria wszystkiego*, Warszawa 2013
30. Beldowski J., Metelska-Szaniawska K., *Law&Economics – geneza i charakterystyka ekonomicznej analizy prawa*, w: Bank i Kredyt, nr 10 2007
31. Benston J., *Regulating Financial Markets. A Critique and some Proposals*, London 1998
32. Bernstein P.L., *Przeciw bogom. Niezwykłe dzieje ryzyka*, Warszawa 1997
33. Biela A., *Informacja i decyzja w ekonomii behawioralnej*, Lublin 2011
34. Bierzanek R., *„Miękkie” prawo międzynarodowe*, w: Sprawy Międzynarodowe, nr 1 1987
35. Bińkowska-Artowicz B., *Informacja gospodarcza. Informacja kredytowa. System wymiany informacji o zobowiązaniach pieniężnych*, Warszawa 2014
36. Bloom W., *Pieniądze, serce i umysł*, Warszawa 1995
37. Bludnik I., *Negatywna selekcja na polskim rynku kredytów hipotecznych w latach 2007-2009*, w: Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 3 2010
38. Blundell J., Robinson C. [red.], *Regulation Without the State*, Institute of Economic Affairs, London 1999
39. Boberek Ł., *Problem niedoskonałości regulacji państwowych, jego związek z oceną skutków regulacji*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 2 2006
40. Boehlke J., *Charakterystyka nurtu prawo i ekonomia we współczesnej myśli ekonomicznej*, w: B. Polaszkiwicz, J. Boehlke [red.], *Ład instytucjonalny w gospodarce*, Tom I, Toruń 2005
41. Bogucka I., *O pojęciu „funkcja prawa”*, w: Państwo i Prawo, nr 9 1990
42. Boguni-Borowska M. [red.], *Fundamenty dobrego społeczeństwa. Wartości*, Kraków 2015

43. Bonnie R.J., *The Efficacy of Law as Paternalistic Instrument*, w: G.B. Melton [red.], *The Law as a Behavioral Instrument*, Nebraska 1985
44. Borcuch A., *Pieniądz w ekonomii i socjologii*, Warszawa 2010
45. Borucka M., *Inżynieria społeczna przez prawo*, w: *Życie Nauki*, Tom V, nr 27/28 1946
46. Borucka-Arctowa M. [red.], *Społeczne poglądy na funkcje prawa*, Wrocław-Warszawa-Kraków-Gdańsk-Łódź, 1982
47. Borucka-Arctowa M., *O społecznym działaniu prawa*, Warszawa 1967
48. Borucka-Arctowa M., *O właściwy zakres regulacji prawnej*, w: *Państwo i Prawo*, nr 2 1975
49. Borucka-Arctowa M., *Poglądy na społeczne funkcje prawa w świetle badań empirycznych*, w: M. Borucka-Arctowa, *Poglądy na społeczne funkcje prawa w świetle badań empirycznych*, w: *Państwo i Prawo*, nr 5 1981
50. Borucka-Arctowa M., *Socjologia prawa w Polsce powojennej. Ocena syntetyczna dorobku naukowego*, w: *Studia Socjologiczne*, nr 4 1973
51. Borucka-Arctowa M., *Społeczne funkcje prawa formułowane w doktrynie, ustawodawstwie i orzecznictwie*, w: M. Borucka-Arctowa [red.], *Społeczne poglądy na funkcje prawa*, Wrocław-Warszawa-Kraków-Gdańsk-Łódź 1982
52. Borys G., *Dyskusja wokół regulacji i nadzoru nad sektorem finansowym*, w: P. Karpus, J. Węclawski [red.], *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju*, Tom I, Lublin 2005
53. Bouckaert B., De Geest G. [red.], *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham 2000, na: encyclo.findlaw.com/0200book.pdf [dostęp: 4 stycznia 2016 roku]
54. Brémond A., Couet J.F., Davie A., *Kompendium wiedzy o socjologii*, Warszawa 2006
55. Breyer S., *Analyzing Regulatory Failure: Mismatches, Less Restrictive Alternatives, and Reform*, w: A.I. Ogus, C.G. Veljanowski [red.], *Readings in the Economics of Law and Regulation*, Oxford 1994
56. Brodecki Z. [red.], *Wolność gospodarcza*, Warszawa 2003
57. Brożek B., *Normatywność prawa*, Warszawa 2012
58. Brubaker R., Lawless R.M., Tabb Ch. J. [red.], *A Debtor World. Interdisciplinary Perspective on Debt*, Oxford 2012
59. Brummer C., *Soft Law and the Global Financial System. Rule making in the 21st Century*, Cambridge 2012
60. Brzeziński B., *Prawo finansowe jako gałąź prawa – wątpliwości i nowe tendencje*, w: A. Kostecki [red.], *Prawo finansowe i nauka prawa finansowego na przełomie wieków*, Kraków 2000
61. Brzeziński B., *Wykładnia przepisów prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010
62. Brzeziński B., *Zasady tworzenia prawa finansowego (Próba sformułowania)*, w: *Państwo i Prawo*, nr 5 1986
63. Buchanan M., Tullock G., *The Calculus of Consent. Logical Foundation of Constitutional Democracy*, Ann Arbor 1962
64. Byrski J., Wachowska A., *Cloud computing w działalności instytucji płatniczej*, w: *Monitor Prawa Bankowego*, nr 9 2012

65. Cafaggi F., Nicita A., *The evolution of consumer protection in the EU*, w: T. Eger, H.B. Schäfer, *Research Handbook on the Economics of European Union Law*, Cheltenham 2012
66. Calabresi G., Melamed A.D., *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, w: Harvard Law Review, Vol. 85 1972
67. Calabresi G., *Some Thoughts on Risk-Distribution and the Law of Torts*, w: Yale Law Journal, Vol. 70 1961
68. Calabresi G., *The Cost of Accidents: A legal and Economic Analysis*, New Haven 1970
69. Calabresi G., *The Decision for Accidents: An Approach to Nonfault Allocation of Costs*, w: Harvard Law Review, Vol. 78 1965
70. Çankaya S., *Pros and Cons of Financial Innovation*, w: H. Dincer, Ü. Hacıoğlu [red.], *Globalization of Financial Institutions. A Competitive Approach to Finance and Banking*, Heidelberg 2014
71. Capie F., Wood G., *Financial crises from 1803 to 2009 the crescendo of moral hazard*, w: C. J. Green, E.J. Pentecost, T. Weyman-Jones [red.], *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, Cheltenham 2011
72. Cartwright P. [red.], *Consumer Protection in Financial Services, the Hague 1999*
73. Cartwright P., *Consumer Protection in Financial Services: Putting the Law in Context*, w: P. Cartwright, *Consumer Protection in Financial Services, the Hague 1999*
74. Chamon M., *EU agencies between Meroni and Romano or the devil and the deep blue sea*, w: Common Market Law Review, No. 4 2011
75. Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2002
76. Chłopecki A., Malanowski Ł., *Handel algorytmiczny*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 7-8 2014
77. Chmielnicki P. [red.], *Pochodzenie, tworzenie i efektywność prawa*, Warszawa 2014
78. Chmielnicki P., Dybała A., Stachura M., *Reguły działania człowieka gospodarującego w społeczeństwie jako źródło norm prawnych*, Warszawa 2010
79. Chmielnicki P., *Efektywność prawa*, w: P. Chmielnicki [red.], *Pochodzenie, tworzenie i efektywność prawa*, Warszawa 2014
80. Chmielnicki P., *Ekonomia – teorią działania prawa cywilnego? Poglądy Leona Petrażyckiego na relacje między prawem a ekonomią – w ujęciu krytycznym*, w: D. Gil, Ł. Piłkuła [red.], *Prawo i nauka w poglądach Leona Petrażyckiego*, Lublin 2013
81. Chrzan M., *Obowiązki informacyjne dostawcy usług płatniczych*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012
82. Cieślak Z., *Aksjologiczne podstawy jawności. Perspektywa nauk o administracji*, w: Z. Cieślak [red.], *Podstawy aksjologiczne*, Tom II, w serii G. Szpor [red. nauk.], *Jawność i jej ograniczenia*, Warszawa 2013
83. Cieślak Z., *Zbiory zachowań w administracji państwowej: zagadnienia podstawowe*, Warszawa 1992.
84. Coase R.H., *The Nature of the Firm*, w: *Economica*, Vol. 4 1937
85. Coase R.H., *The Problem of Social Cost*, w: *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 1960
86. Coggan P., *Money, money, money... czyli jak działa londyńskie City*, Londyn 1991
87. Cohen J., *Electronic Money: New day or false dawn?*, w: *Review of International Political Economy*, Summer 2001
88. Coleman J., *Foundations of Social Theory*, Cambridge 1990

89. Cooter R., Ulen T., *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011
90. Cragg W. [red.], *Business and Human Rights*, Cheltenham 2012, w: R. Sullivan [red.], *Business and Human Rights. Dilemmas and Solutions*, Sheffield 2003
91. Craig P., de Búrca G., *EU Law. Text, Cases and Materials*, Oxford 2002
92. Cross B., Prentice R.A., *Law and Corporate Finance*, Cheltenham 2007
93. Crotty J., *If Financial Market Competition is Intense, Why are Financial Firm Profits so High? Reflection on the Current «Golden Age» of Finance*, w: *Competition&Change*, Vol. 12 No. 2 2008
94. Cyman D., *Elektroniczne instrumenty płatnicze a bezpieczeństwo uczestników rynku finansowego*, Warszawa 2013
95. Cyman D., *Wykorzystanie elektronicznych instrumentów płatniczych jako element zwiększający konkurencyjność przedsiębiorcy*, w: M. Juchniewicz [red.], *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach konkurencji. Determinanty konkurencyjności przedsiębiorstw. Część I*, Olsztyn 2006
96. Cyrson E. [red. nauk.] *Kompendium wiedzy o gospodarce*, Warszawa-Poznań 1997
97. Czaja-Hliniak I. [red.], *Nauka prawa finansowego po I dekadzie XXI wieku, Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Apoloniuszowi Kosteckiemu*, Kraków 2012
98. Czaputowicz J., *Bezpieczeństwo w teoriach stosunków międzynarodowych*, w: K. Żukrowska [red.], *Bezpieczeństwo międzynarodowe. Przegląd aktualnego stanu*, Warszawa 2011
99. Czech T., *Charakter prawny rekomendacji Komisji Nadzoru Finansowego*, w: *Przeegląd Prawa Publicznego*, nr 11 2009
100. Czerwonka M., *Finanse behawioralne a klasyczna teoria finansów*, w: J. Ostaszewski [red.], *Finanse*, Warszawa 2010
101. Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, Warszawa 212
102. Czerwonka M., Ostaszewski J., Rzeszutek M., Walczak M., *W poszukiwaniu mainstreamu w dyscyplinie finanse*, w: J. Ostaszewski, E. Kosycarz [red. nauk.], *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, Warszawa 2014
103. Dagan H., Hannes S., *Managing Our Money: The Law of Financial Fiduciaries As a Private Law Institution*, w: A. Gold, P.B. Miller [red.], *The Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford 2014
104. De Brandt O., Hartmann P., *Systematic risk: a survey*, w: European Central Bank Working Paper Series, nr 35, Frankfurt am Main 2000
105. De Haan J., Oosterloo S., Schoemaker D., *Financial Markets and Institutions. A European Perspective*, Cambridge 2012
106. De Nicoló G., Kwast M.L., *Systematic risk and financial consolidation: Are they related?*, w: IMF Working Paper, nr WP/02/55, Washington 2002
107. Dębowska-Romanowska T., Jankiewicz A. [red.], *Konstytucja – urząd – system finansowy państwa. Księga pamiątkowa ku czci prof. Natalii Gajl*, w: *Studia i Materiały Trybunału Konstytucyjnego*, nr 10 1999
108. Dębowska-Romanowska T., *Pojęcie systemu finansowego państwa oraz jego części składowe*, w: W. Wójtowicz [red.], *Prawo finansowe*, Warszawa 1996
109. Dębowska-Romanowska T., *Tendencje tworzenia regulacji prawnofinansowych i ich wpływ na rozumienie prawa organicznego (ustrojowego) w Polsce*,

- w: H. Dzwonkowski, J. Głuchowski, A. Pomorska, J. Szołno-Koguc [red.], *W kręgu prawa podatkowego i finansów publicznych. Księga dedykowana Profesorowi Cezaremu Kosikowskiemu w 40-lecie pracy naukowej*, Lublin 2005
110. Dembinski P.H., Beretta S., *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości*, Kraków 2014
 111. Dembinski P.H., *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Warszawa 2011
 112. Diamond P., Vartiainen H. [red.], *Behavioral Economics and Its Application*, Princeton 2007
 113. Dincer H., Hacıoğlu Ü. [red.], *Globalization of Financial Institutions. A Competitive Approach to Finance and Banking*, Heidelberg 2014
 114. Długosz Z., *Opłaty związane ze świadczeniem usług płatniczych*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012
 115. Dobaczewska A., Juchniewicz E., Sowiński T. [red.], *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, wyd. I, Warszawa 2010
 116. Domingo R., *The New Global Law*, Cambridge 2011
 117. Dopfer K., *The Economic Agent as Rule Maker and Rule User: Homo Sapiens Oeconomicus*, w: Journal of Evolutionary Economics, Vol. 14 2004
 118. Dowgier R. [red.], *Ordynacja podatkowa. Stan obecny i kierunki zmian*, Białystok 2015
 119. Drwiłło A. [red.], *Podstawy finansów i prawa finansowego*, Warszawa 2011
 120. Duczmal M., Pokusa T. [red.], *Przejawy i instrumenty nowoczesnego zarządzania*, Opole 2004
 121. Dworkin G., *Paternalism. Some Second Thoughts*, w: R. Sartorius [red.], *Paternalism*, Minneapolis 1983
 122. Dybowski M., Romanowski M., *Próba interpretacji koncepcji prawa globalnego*, w: Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 4 2014
 123. Dyl M., *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012
 124. Dzik B., Tyszka T., *Problem racjonalności podmiotów ekonomicznych*, w: T. Tyszka [red.], *Psychologia ekonomiczna*, Sopot 2004
 125. Dzwonkowski H., Głuchowski J., Pomorska A., J. Szołno-Koguc [red.], *W kręgu prawa podatkowego i finansów publicznych. Księga dedykowana Profesorowi Cezaremu Kosikowskiemu w 40-lecie pracy naukowej*, Lublin 2005
 126. East R., Wright M., Vanhuele M., *Zachowania konsumentów*, Warszawa 2011
 127. Eger T., Schäfer H.B. [red.], *Research Handbook on the Economics of European Union Law*, Cheltenham 2012
 128. Elster J., *Alchemies of the mind. Rationality and the emotions*, Cambridge 1999
 129. Engelen E., *The Case for Financialization*, w: Competition&Change, Vol. 12 No. 2 2008
 130. Fazlagić J., *Zjawisko „nadmiaru informacji” a współczesna edukacja*, w: e-mentor, nr 4 2010
 131. Fedorowicz M., *Funkcje nowego europejskiego nadzoru finansowego ze szczególnym uwzględnieniem funkcji nadzorczych w sektorze bankowym*, w: Kwartalnik Prawa Publicznego, nr 4 2010
 132. Fedorowicz M., *Główne zasady organizacyjne nowego europejskiego nadzoru finansowego, na przykładzie Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego oraz Euro-*

- pejskiego Organu Nadzoru Bankowego, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 7 2011
133. Fedorowicz M., *Implementacja regulacji MiFID do polskiego prawa rynku finansowego – wybrane zagadnienia teoretyczne i praktyczne*, w: E. Rutkowska-Tomaszewska [red.], *Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego*, Wrocław 2014
 134. Fedorowicz M., *Kompetencje regulacyjne Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego w zakresie przeciwdziałania kryzysowi finansowemu*, w: J. Szambelańczyk [red.], *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, Warszawa 2011
 135. Fedorowicz M., Michór A., *O charakterze prawnym decyzji nowych europejskich organów nadzoru nad rynkiem finansowym UE*, w: Europejski Przegląd Sądowy, nr 11 2011
 136. Fedorowicz M., *Nadzór nad rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, Warszawa 2013
 137. Fedorowicz M., *Normatywne aspekty regulacji europejskiego nadzoru finansowego ze szczególnym uwzględnieniem europejskiego nadzoru w prawie bankowym*, w: A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński [red.], *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, wyd. I, Warszawa 2010
 138. Fedorowicz M., *Nowy europejski nadzór finansowy ze szczególnym uwzględnieniem nadzoru bankowego – pojęcie, istota prawna i funkcje*, w: Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 630, Roczniki Prawnicze nr 22 2010
 139. Fedorowicz M., *Ocena projektu ustawy o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym w świetle zasady proporcjonalności ze szczególnym uwzględnieniem charakteru prawnego Rady ds. Ryzyka Systemowego oraz instrumentów nadzoru makroostrożnościowego*, Warszawa 2014
 140. Fedorowicz M., *Prawne ujęcie nadzoru makroostrożnościowego w świetle krajowych projektów ustaw o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym w ramach przedsejmowego etapu legislacyjnego*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016
 141. Fedorowicz M., *Reforma nadzoru nad rynkiem finansowym w Unii Europejskiej a samodzielność krajowego nadzorca*, w: W. Rogowski [red.], *Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego. Nadzór makroostabilnościowy. Nadzór bankowy SKOK. Instrumenty finansowe*, Kraków-Warszawa 2014
 142. 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
 143. Fedorowicz M., *Rola i zadania teorii prawa rynku finansowego UE*, w: *Bezpieczny Bank*, nr 1 2016
 144. Fedorowicz M., *Stabilnościowe elementy Europejskiej Unii Bankowej jako podstawa reformy zadań i funkcji Europejskiego Banku Centralnego oraz Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego*, w: Z. Ofiarski [red.], *XXV lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym – ocena dokonanych i wnioski na przyszłość*, Szczecin 2014

145. Fedorowicz M., *Wzmocniona integracja nadzorcza jako cecha współczesnego rynku bankowego UE*, w: K. Opolski, J. Górski [red. nauk.], *Strategie gospodarcze i społeczne Unii Europejskiej „Mechanizmy funkcjonowania strefy euro”*, Warszawa 2015
146. Fedorowicz M., Zalcewicz A., *Pojęcie „instytucji finansowej” na gruncie europejskiego i polskiego prawa bankowego*, w: *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, nr 8 2010
147. Fedorowicz Z., *Racjonalny system finansowy. Główne kierunki reformy*, Warszawa 1984
148. Fiedor B., *Regulacja państwowa a monopole naturalne*, w: *Rynek – Państwo – Regulacja w świetle współczesnej teorii ekonomii i doświadczeń krajów wysoko rozwiniętych*, nr 598, Wrocław 1991
149. Filipek J., *O zaufaniu i pseudozaufaniu w przestrzeni gospodarczej*, w: *Prakseologia* nr 143 2003
150. Flejterski S., *Neurobankowość. Nauki o finansach w poszukiwaniu nowych paradygmatów*, w: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Bankowość, Zeszyty Naukowe, Uniwersytet Szczeciński*, nr 548 2009
151. Flejterski S., Świecka B. [red.], *Elementy finansów i bankowości*, Warszawa 2006
152. Flood P., Garber P.M., *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching*, Cambridge 1994
153. Fojcik-Mastalska E., *Ocena stanu prawa bankowego*, w: A. Kostecki [red.], *Prawo finansowe i nauki prawa finansowego na przełomie wieków*, Kraków 2000
154. Fojcik-Mastalska E., *Podstawowe źródła prawa bankowego po nowelizacji*, w: *Prawo Bankowe*, nr 4 2002
155. Fojcik-Mastalska E., *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016
156. Fojcik-Mastalska E., Rutkowska-Tomaszewska E. [red.], *Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, Wrocław 2011
157. Franck J.U., Purnhagen K., *Homo Economicus, Behavioural Science, and Economic Regulation: On the Concept of Man in Internal Market Regulation and its Normative Basis*, w: K. Mathis [red.], *Law and Economics in Europe. Foundations and Applications*, Dordrecht 2014
158. Friedman M., *Money Mischief*, New York 1992
159. Friedman M., *On Regulation and Legal Process*, w: R.G. Noll [red.], *Regulatory Policy and the Social Sciences*, Berkeley 1985
160. Frieske K., *Socjologia prawa*, Warszawa-Poznań 2001
161. Frolik L.A. [red.], *Law&Evolutionary Biology. Selected essays in Honor of Margaret Gruter*, Portola Valley 1999
162. Fruehwald S., *Law and Human Behavior: A Study in Behavioral Biology, Neuroscience, and the Law*, Lake Mary 2011
163. Furnham A., Argyle M., *The Psychology of Money*, London 1998
164. Gajl N., *Finanse i prawo finansowe*, Warszawa 1992
165. Gajl N., *Instrumenty finansowe w zarządzaniu gospodarką narodową*, Warszawa 1988

166. Gałaj M., *Nowa międzynarodowa architektura finansowa jako element długofalowego, strategicznego procesu zmian w światowym systemie finansowym*, w: Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, z. 51 2004
167. Galimberti F., *When Man is a Bubble*, w: *etruria oggi*, No. 59
168. Gambetta D. [red.], *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Oxford, 1988
169. Ganssmann H., *Doing Money. Elementary monetary theory from a sociological standpoint*, London 2012
170. Garber M., *Tulipmania*, w: *Journal of Political Economy*, Vol. 97 No. 3 1989
171. Gardawski J., Gilejko L., Siewierski J., Towalski R. [red.], *Socjologia gospodarki*, Warszawa 2006
172. Gąsiorowska A., *Psychologiczne znaczenie pieniędzy. Dlaczego pieniądze wywołują koncentrację na sobie?*, Warszawa 2014
173. Gawęł T., Klimczak M., *Pojęcie instytucji w prawie i ekonomii*, w: B. Polaszkiwicz, J. Boehlke [red.], *Ład instytucjonalny w gospodarce*, Tom I, Toruń 2005
174. Gengatharen R., *Derivatives Law and Regulation*, the Hague 2001
175. Giaro T. [red.], *Prawo w dobie globalizacji*, Warszawa 2011
176. Giddens A., *Socjologia*, Warszawa 2008
177. Gil D., Pikuła Ł. [red.], *Prawo i nauka w poglądach Leona Petrażyckiego*, Lublin 2013
178. Gilejko L., *Rynek jako regulator procesów gospodarczych i instytucja społeczna*, w: J. Gardawski, L. Gilejko, J. Siewierski, R. Towalski [red.], *Socjologia gospodarki*, Warszawa 2006
179. Glapiński A., *Przedmowa*, w: P.H. Dembinski, S. Beretta, *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości*, Kraków 2014
180. Glinka K., *Behawioralne aspekty decyzji inwestycyjnych a otoczenie instytucjonalne rynków finansowych*, w: A. Wojtyna [red. nauk.], *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, Warszawa 2011
181. Głuchowski J. [red.], *System prawa finansowego*, Tom IV, Warszawa 2010
182. Głuchowski J., Kosikowski C., Szołno-Koguc J. [red.], *Nauka finansów publicznych i prawa finansowego w Polsce – dorobek i kierunki rozwoju. Księga jubileuszowa Profesor Alicji Pomorskiej*, Lublin 2008
183. Głuchowski J., Pomorska A., Szołno-Koguc J. [red.], *Główne wyzwania i problemy systemu finansów publicznych*, Lublin 2009
184. Głuchowski J., Pomorska A., Szołno-Koguc J. [red.], *Uwarunkowania i bariery w procesie naprawy finansów publicznych*, Lublin 2007
185. Gnela B. [red.], *Ochrona konsumenta usług finansowych*, Warszawa 2006
186. Gold A., Miller P.B. [red.], *The Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford 2014
187. Goldfinger C., *Intangible Economy and Electronic Money*, w: *The Future of Money*, OECD, Paris 2002
188. Gomułowicz A., Małecki J., *Formy prawne stosowania prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010

189. Gomułowicz A., *Zasada sprawiedliwości podatkowej w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego. Aspekt materialny*, Warszawa 2003
190. Gomułowicz A., *Zasada sprawiedliwości podatkowej*, Warszawa 2001
191. Good A., *Will Electronic Money Be Adopted In the United States?*, w: Working Paper nr 9820, Federal Reserve Bank of Cleveland 1998
192. Goodhart C. A.E. [red.], *The emerging framework of financial regulation*, Central Banking Publications, London 1998
193. Goodhart C. A.E., *Some regulatory concerns*, w: Ch. A.E. Goodhart [red.], *The emerging framework of financial regulation*, Central Banking Publications, London 1998
194. Góral L., *Opinia do projektu ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym* (druk nr 654), Biuro Analiz Sejmowych, Warszawa 2006
195. Góral L., *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, Warszawa 2011
196. Góralczyk W. [red. nauk.], *Problemy współczesnej bankowości. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2014
197. Góralczyk W., *Podstawy prawa*, Warszawa 2008
198. Górniak J., *Pieniądz*, w: *Encyklopedia Socjologii*, Tom III, Warszawa 2000
199. Górski M., *Rynkowy system finansowy*, Warszawa 2007
200. Goszczyńska M., Górnik-Durose M. [red. nauk.], *Psychologiczne uwarunkowania zachowań ekonomicznych*, Warszawa 2010
201. Goszczyńska M., Kołodziej S., Trzcińska A., *Uwikłani w świat pieniądza i konsumpcji*, Warszawa 2012
202. Grabowski J., Kieres L., Walaszek-Pyziół A. [red.], *Publiczne prawo gospodarcze*, Tom 8A, *Systemu Prawa Administracyjnego*, Warszawa 2013
203. Grabowski J., *Rola i funkcje prawa w kształtowaniu stosunków gospodarczych*, w: J. Grabowski, L. Kieres, A. Walaszek-Pyziół [red.], *Publiczne prawo gospodarcze*, Tom 8A, *Systemu Prawa Administracyjnego*, Warszawa 2013
204. Grabowski M., *Ustawa o usługach płatniczych. Komentarz*, Warszawa 2012
205. Green C. J., Pentecost E.J., Weyman-Jones T. [red.], *The Financial Crisis and the Regulation of Finance*, Cheltenham 2011
206. Green D., *The Relationship between Micro-Macro-Prudential Supervision and Central Banking*, w: E. Wymeersch, K.J. Hopt, G. Ferrarini [red.], *Financial Regulation and Supervision*, Oxford, 2012
207. Grodzicki J., *Karty płatnicze i pieniądz elektroniczny a pieniądz gotówkowy*, w: *Glosa*, nr 1 2002
208. Gromski W., *Autonomia i instrumentalny charakter prawa*, Wrocław 2000
209. Gromski W., *Gałąż prawa*, w: U. Kalina-Prasznik [red.], *Encyklopedia prawa*, Warszawa 2007
210. Gromski W., *Law and Economics jako teoria polityki prawa*, w: J. Stelmach, M. Soniewicka [red.], *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawniczych*, Warszawa 2007
211. Grote R., Marauhn T. [red.], *The regulation of international financial markets. Perspective for reform*, Cambridge 2008
212. Gruszecki T., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Kraków 2004

213. Gut A., *Auditing OTC Derivatives for Banks*, Bern 1995
214. Guthrie C., *Prospect Theory, Risk Preference & the Law*, w: Vanderbilt University Law School Law&Economics, Working Paper, nr 02-12
215. Hamilton A., Madison J., Jay J., *The Structure of the Government Must Furnish the Proper Checks and Balances Between the Different Departments*, w: The Federalist Papers, nr 51 1788, opublikowany na: www.infoplease.com/t/hist/federalist-papers/no51.html [dostęp: 20 września 2007 roku]
216. Hancher L., Moran M. [red.], *Capitalism, culture and economic regulation*, Oxford 1989
217. Hancher L., Moran M., *Organizing Regulatory Space*, w: L. Hancher, M. Moran [red.], *Capitalism, culture and economic regulation*, Oxford 1989
218. Hansen J., *The Trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation*, w: International Journal Disclosure and Governance, vol 1 2003
219. Harasimowicz J., *Ogniwa finansów*, w: *Leksykon finansowo-bankowy*, Warszawa 1991
220. Hardin R., *Zaufanie*, Warszawa 2009
221. Henderson R., *European finance*, London 1993
222. Heremans D., Bosquet K., *The Future of Law and Finance After the Financial Crisis: New Perspectives on Regulation and Corporate Governance for Banks*, w: University of Illinois Law Review, No. 5 2011
223. Hilgenberg H., *A Fresh Look at Soft Law*, w: European Journal of International Law, Vol. 10 No. 3 1999
224. Hirshleifer D., *Psychological Bias as a Driver of Financial Regulation*, w: European Financial Management, Vol. 14 No. 5 2008
225. Hogg M.K., Howells G., Milman D., *Consumers in the Knowledge-Based Economy (KBE): What creates and/or constitutes consumer vulnerability in the KBE?*, w: Journal Consumer Policy, No. 30 2007
226. Hołyst B., E. Smoktunowicz [red.], *Wielka encyklopedia prawa*, wyd. 2, Warszawa 2005
227. Howarth D., *Law as Engineering*, Cheltenham 2013
228. Hryckiewicz-Gontarczyk A., *Interwencje rządowe w sektorze bankowym a stabilność systemu finansowego*, w: Ekonomista, nr 1 2014
229. Hryckiewicz-Gontarczyk A., *What do we know about the impact of government interventions in the banking sector? An assessment of various bailout programs on bank behavior*, w: Journal of Banking&Finance, No. 46 2014
230. Hsiung B., *The Commonality Between Economics and Law*, w: European Journal of Law and Economics, Vol. 18 2004
231. Ilmonen K.R., *Transatlantic convergence of financial regulation: a European perspective*, w: K. Alexander, R. Dhumale [red.], *Research Handbook on International Financial Regulation*, Cheltenham 2012
232. Iwanicz-Drozdowska M., *Edukacja i świadomość finansowa. Doświadczenia i perspektywy*, Warszawa 2011
233. Iwanicz-Drozdowska M., *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie*, w: *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, w: Bank i Kredyt, nr 1 2007, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007

234. Iwanicz-Drozdowska M., *Zmiany w regulacjach ostrożnościowych a harmonizacja nadzoru bankowego w Unii Europejskiej*, w: R. Wierzba, M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński [red.], *Nowa Umowa Kapitałowa Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego – konsekwencje dla gospodarki i sektora bankowego w Polsce*, Gdańsk 2004
235. Izdebski H., Kulesza M., *Administracja publiczna. Zagadnienia ogólne*, Warszawa 2004
236. Izdebski H., *Refleksje o skuteczności prawa*, w: T. Giaro, *Skuteczność prawa*, Warszawa 2010
237. Jabłońska-Bonca J., *Prawo w kręgu mitów*, Gdańsk 1995
238. Jackowicz K., *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych UE*, [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, w: Bank i Kredyt, nr 10 2007
239. Jackowicz K., *Wpływ dyscypliny regulacyjnej na dyscyplinę rynkową w bankowości*, w: Bank i Kredyt, nr 1 2003
240. James H., *The Financial Crisis and the Disciplinary Challenge of Natural Law*, w: *Journal for Comparative government and European Policy*, Vol. 7 No. 3-4 2009
241. Janc A., Jurek M., Marszałek P., *Polish Financial System in the Age of Financialisation*, Warszawa 2015
242. Janiak A., *Przywileje bankowe w prawie polskim*, Warszawa 2003
243. Janik A. [red. nauk.], *Studia i rozprawy. Księga jubileuszowa dedykowana profesorowi Andrzejowi Całusowi*, Warszawa 2009
244. Janowicz R., Klepacz R., *Pieniądz elektroniczny na świecie*, Warszawa 2002
245. Jedwabny T., *Ochrona prawna inwestora na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej – stan obecny i projekty przyszłych regulacji*, w: M. Królikowska-Olczak [red.], *Studia z gospodarczego prawa Unii Europejskiej*, Kraków 2004
246. Johnson D.W., *Constructive Controversy: Theory, Research, Practice*, Cambridge 2015
247. Jolls C., *Behavioral Economic Analysis of Redistributive Legal Rules*, w: C.R. Sunstein, [red.], *Behavioral Law and Economics*, Cambridge 2000
248. Jolls C., *Behavioral Economics Analysis of Retributive Legal Rules*, w: *Vanderbilt Law Review*, Vol. 51 1998
249. Jolls C., *Behavioral Law and Economics*, w: John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy, Yale Law School, Research Paper No. 342 2006
250. Jolls C., *Behavioral Law and Economics*, w: P. Diamond, H. Vartiainen [red.], *Behavioral Economics and Its Application*, Princeton 2007
251. Jolls C., Sunstein C.R., *Debiasing through law*, w: NBER Working Paper Series, Working Paper 11738, 2005
252. Jolls C., Sunstein C.R., Thaler R.H., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, w: *Stanford Law Review*, Vol. 50 1997-1998
253. Jolls C., Sunstein C.R., *Debiasing through law*, w: NBER Working Paper Series, Working Paper 11 738, 2005
254. Jones O.D., *Law, Emotions, and Behavioral Biology*, w: L.A. Frolik [red.], *Law&Evolutionary Biology. Selected essays in Honor of Margaret Gruter*, Portola Valley 1999

255. Jovanović M.N., *The Economics of European Integration*, Second Edition, Cheltenham 2013
256. Juchniewicz M. [red.], *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach konkurencji. Determinanty konkurencyjności przedsiębiorstw*. Część I, Olsztyn 2006
257. Jurkowska A.M., *Nowa architektura sieci bezpieczeństwa jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: J. Węclawski [red.], *Bankowość. Zjazd Katedr Finansowych: instytucje, instrumenty i strategie finansowe w dobie integracji gospodarczej*, Lublin 2006
258. Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008
259. Jurkowska-Zeidler A., *Instytucjonalne zmiany w strukturze nadzoru nad rynkiem finansowym a stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego*, w: P. Karpuś, J. Węclawski [red.], *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Lublin 2007
260. Jurkowska-Zeidler A., *Nowa Globalna Architektura Finansowa*, w: Gdańskie Studia Prawnicze, Tom XXV: W. Adamczak [red.], *Księga Jubileuszowa Profesora Zdzisława Brodeckiego*, Gdańsk 2011
261. Jurkowska-Zeidler A., *Prawo rynku finansowego jako nowy dział prawa finansowego*, w: J. Głuchowski, A. Pomorska, J. Szołno-Koguc [red.], *Główne wyzwania i problemy systemu finansów publicznych*, Lublin 2009
262. Jurkowska-Zeidler A., *Prawo rynku finansowego*, w: A. Drwiłło, *Podstawy finansów i prawa finansowego*, Warszawa 2011
263. Jurkowska-Zeidler A., *Prawo unii bankowej*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016
264. Jurowska-Zeidler A., Olszak M. [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016
265. Kabza J., *Koncesje i zezwolenia. Analiza ekonomiczna*, Warszawa 2014
266. Kaczmarczyk H., *Prawo i gospodarka w poglądach Leona Petrażyckiego*, w: D. Gil, Ł. Pikuła [red.], *Prawo i nauka w poglądach Leona Petrażyckiego*, Lublin 2013
267. Kaczmarek T., *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym*, Gdańsk 2001
268. Kahl W., *Gwarantowanie wykonywania zadań przez podmioty publiczne i prywatne poprzez „nadzór państwa”*, w: Z. Niewiadomski [red.], *Ius Publicum Europeum*, Warszawa 2003
269. Kahneman D., *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Warszawa 2012
270. Kahneman D., Slovic P., Tversky A. [red.], *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge 1982
271. Kahneman D., Tversky A., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, w: Science. New Series, Vol. 185 No. 4157 1974
272. Kahneman D., Tversky A., *On the Psychology of Prediction*, w: Psychological Review, Vol. 80 No. 4 1973
273. Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, w: Econometrica, Vol. 47 No. 2 1979

274. Kahneman D., Tversky A., *Choice, Values and Frames*, w: *American Psychologist* No. 4 1984,
275. Kahneman D., Tversky A., *Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability*, w: D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky [red.], *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge 1982
276. Kalina-Prasznik U. [red.], *Encyklopedia prawa*, Warszawa 2007
277. Kalinowska A., Stański A., *Po co matematykom Jan Jakub Rousseau?*, w: *Problemy wczesnej edukacji*, nr 3 2015
278. Kalinowski M. [red.], *System finansowy – aktualne wyzwania i perspektywy rozwoju*, Prace naukowe WSB w Gdańsku, Tom XXVII, Warszawa 2013
279. Kalisz A., *Multicentryczność system prawa polskiego a działalność orzecznicza Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości i Europejskiego Trybunału Praw Człowiek*, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 4 2007
280. Kamerschen R., McKenzie R.B., Nardinelli C., *Ekonomia*, Gdańsk 1992
281. Kamiński R., Sójka J. [red.], *Ekonomiczne i etyczne aspekty kryzysu gospodarczego*, Poznań 2013
282. Kantona G., Morgan J.N., *Essays on Behavioral Economics*, Ann Arbor 1980
283. Kaplow L., Shavell S., *Fairness versus Welfare: Notes on the Pareto Principle, Preferences, and Distributive Justice*, w: *The Journal of Legal Studies*, Vol. 32 No. 1 2003
284. Karpuś P., Węclawski J. [red.], *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Lublin 2007
285. Karpuś P., Węclawski J. [red.], *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju*, Tom I, Lublin 2005
286. Karsz W., *Ekonomiczna analiza prawa w prawoznawstwie amerykańskim*, w: *Studia Prawno-Ekonomiczne*, Tom XXVIII, 1982
287. Kasiewicz S., Kurkliński L., Szpringer W., *Zasada proporcjonalności. Przełom w ocenie regulacji*, Warszawa 2014
288. Kaszubski R., *Funkcjonalne źródła prawa bankowego publicznego*, Warszawa 2006
289. Kaszubski R., Obzejta Ł., *Karty płatnicze w Polsce*, Warszawa 2012
290. Kaszubski R., Widawski P., *Pieniądz elektroniczny – znaczenie pojęcia*, w: *Glosa*, nr 3 2004
291. Kawiński M., *Ochrona konsumenta w agencji Europejskiego Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych. Kierunki zmian*, w: J. Monkiewicz, M. Orlicki [red.], *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce*, Warszawa 2015
292. Kessler P. [red.], *Regulation versus Litigation. Perspective from Economics and Law*, Chicago 2011
293. Kirkpatrick C., Parker D. [red.], *Regulatory Impact Assessment. Towards Better Regulation?*, Cheltenham 2007
294. Kleftouri N., *Deposit protection and bank resolution*, Oxford 2015
295. Klein D., *Statist Quo Bias*, w: *Econ Journal Watch*, Vol. 1 No. 2 2004
296. Kłosiewicz P., Kozłowski W., Paczocha J., Rogowski W., *Papierologia czy bezpieczeństwo depozytów? Koszty administracyjne w sektorze bankowym w Polsce na przykładzie przestrzegania wybranych regulacji bankowych*, w: *Materiały i Studia*, nr 153, NBP, Warszawa 2009

297. Kmiecik Z., *Skuteczność regulacji administracyjnoprawnej*, Łódź 1994
298. Kociołek-Pęksa A., *Kryzys jako konieczny mechanizm melioryzmu*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010
299. Kojder A., *Autorytet i zaufanie*, w: A. Kojder, Z. Cywiński [red.], *Socjologia prawa. Główne problem i postacie*, Warszawa 2014
300. Kojder A., Cywiński Z. [red.], *Socjologia prawa. Główne problem i postacie*, Warszawa 2014
301. Kojder A., *Ograniczenia skuteczności prawa*, w: T. Giaro, *Skuteczność prawa*, Warszawa 2010
302. Kołacz J., *Prawo inwestora do informacji na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012
303. Kolb W. [red.], *Financial Contagion. The Viral Threat to the Wealth of Nations*, New Jersey 2011
304. Kolb W., *What Is Financial Contagion?*, w: R.W. Kolb [red.], *Financial Contagion. The Viral Threat to the Wealth of Nations*, New Jersey 2011
305. Koleśnik J., *Bezpieczeństwo systemu finansowego. Teoria i praktyka*, Warszawa 2011
306. Kołodziej A., *Konsumenckie prawo odstąpienia od umowy sprzedaży rzeczy*, Warszawa 2006
307. Kopernik M., *O obrotach ciał niebieskich i inne pisma*, Warszawa 2001
308. Kordela M., *Zasady prawa. Studium teoretycznoprawne*, Poznań 2012
309. Korenik D., Korenik S., *Podstawy finansów*, Warszawa 2004
310. Korobkin R.B., Ulen T.S., *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, w: California Law Review, Vol. 88 Issue 4 2000
311. Korus K., *Pojęcie usługi płatniczej w ustawie o usługach płatniczych*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012
312. Kosikowski C. [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010
313. Kosikowski C., *Akty wykonawcze w prawie bankowym jako problem konstytucyjny*, w: T. Dębowska-Romanowska, A. Jankiewicz [red.], *Konstytucja – ustroj – system finansowy państwa. Księga pamiątkowa ku czci prof. Natalii Gajl*, w: Studia i Materiały Trybunału Konstytucyjnego, nr 10 1999
314. Kosikowski C., *Finanse i prawo finansowe Unii Europejskiej*, Warszawa 2014
315. Kosikowski C., *Geneza i ewolucja oraz stan obecny i przewidywania na przyszłość prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010
316. Kosikowski C., *Legislacja finansowa*, Warszawa 1998
317. Kosikowski C., *Nowe prawo rynku finansowego Unii Europejskiej*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016
318. Kosikowski C., Olszak M., *Od prawa bankowego do prawa rynku finansowego*, w: J. Głuchowski [red.], *System prawa finansowego*, Tom IV, Warszawa 2010
319. Kosikowski C., *Polskie publiczne prawo gospodarcze*, Warszawa 2003
320. Kosikowski C., *Prawo finansowe. Część ogólna*, Warszawa 2003
321. Kosikowski C., *Publiczne prawo gospodarcze Polski i Unii Europejskiej*, Warszawa 2005

322. Kosikowski C., *Rynek finansowy*, w: B. Hołyst, E. Smoktunowicz [red.], *Wielka encyklopedia prawa*, wyd. 2, Warszawa 2005
323. Kosikowski C., *Samodzielny byt prawa finansowego jako działu prawa i problem jego autonomiczności*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010
324. Kostecki A. [red.], *Prawo finansowe i nauka prawa finansowego na przełomie wieków*, Kraków 2000
325. Kotz H.H., Weber M., *Increasing Financial Literacy: A Public Policy Challenge*, w: *Kredit und Kapital*, 40. Jahrgang, Heft 2 2007
326. Kowalik-Bańczyk K., *Sposoby regulacji handlu elektronicznego w prawie wspólnotowymi międzynarodowym*, Kraków 2006
327. Kowalski J., *Funkcjonalizm w prawie amerykańskim*, Warszawa 1960
328. Kowalski J., *Psychologiczna teoria prawa i państwa Leona Petrażyckiego*, Warszawa 1963
329. Kozak A. [red.], *Z zagadnień teorii i filozofii prawa. Instrumentalizacja prawa*, Wrocław 2000
330. Kozak A., *Homeostaza prawa*, w: J. Helios [red.], *Autonomia prawa ze stanowiska teorii i filozofii prawa*, Wrocław 2003
331. Kozłowski T., *Ochrona inwestorów a struktura systemu finansowego*, w: B. Polaszkiewicz, J. Boehlke [red.], *Ład instytucjonalny w gospodarce*, Tom II, Toruń 2006
332. Kozup J., Hogarth J.M., *Financial Literacy, Public Policy, and Consumers` Self-Protection – More Questions, Fewer Answers*, w: *The Journal of Consumer Affairs*, Vol. 42 No. 2 2008
333. Krecké E., Krecké C., Koppl R.G., [red.] *Cognition and Economics*, Amsterdam 2007
334. Królikowska-Olczak M. [red.], *Studia z gospodarczego prawa Unii Europejskiej*, Kraków 2004
335. Królikowska-Olczak M., Pachuca-Smulska B. [red.], *Ochrona konsumenta w prawie polskim i Unii Europejskiej*, Warszawa 2013
336. Kufel J., Mruk H., *Konsument jako instytucja ekonomiczna i prawna*, w: J. Kufel [red.], *Ochrona prawna konsumenta w uregulowaniach publicznoprawnych*, *Zeszyty Naukowe AE w Poznaniu*, z. 263 1998
337. Kuhn T., *Struktura rewolucji naukowych*, Warszawa 2011
338. Kunkiel-Kryńska A., *Metody harmonizacji prawa konsumenckiego w Unii Europejskiej i ich wpływ na procesy implementacyjne w państwach członkowskich*, Warszawa 2013
339. Kurowski L., *System finansowy*, w: *Leksykon finansowo-bankowy*, Warszawa 1991
340. Kustra A., *Polemika. Wokół multcentryczności systemu prawa*, w: *Państwo i Prawo*, nr 6 2006
341. Łączkowski W., *Aksjologiczne problemy stosowania prawa*, w: *Roczniki Nauk Prawnych KUL*, Tom III 1993
342. Lang W., *Obowiązywanie prawa*, Warszawa 1960
343. Lang W., Wróblewski J., Zawadzki S., *Teoria państwa i prawa*, Warszawa 1986
344. Langley P., *Financialization and the Consumer Credit Boom*, w: *Competition & Change*, Vol. 12 No. 2 2008

345. Lapavitsas C., *Social Foundation of Markets, Money and Credit*, London 2003
346. Lazanowsky A., Ostrihansky R. [red.], *Współczesne wyzwania europejskiej przestrzeni prawnej. Księga pamiątkowa dla uczczenia 70. urodzin Profesora Eugeniusza Piontka*, Kraków 2005
347. Łazarewicz S., *Konsument – pojęcie i jego europejski model*, w: M. Królikowska-Olczak, B. Pachuca-Smulska [red.], *Ochrona konsumenta w prawie polskim i Unii Europejskiej*, Warszawa 2013
348. Lederder M., *Exchange and Regulation in European Capital Markets*, Münster 2003
349. Lemonnier M., *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011
350. Lepenies R., Małecka M., *The Institutional Consequences of Nudging – Nudges, Politics, and the Law*, w: Review of Philosophy and Psychology No. 6 2015
351. LeRoy Miller R., Van Hoose D.D., *Essentials of Money, Banking, and Financial Markets*, New York 1997
352. Leszczyński L. [red.], *Wykładnia prawa. Odrębności w wybranych gałęziach prawa*, Lublin 2006
353. Leszczyński L., *Klauzule generalne w stosowaniu prawa*, Lublin 1986
354. Łętowska E., *Multicentryczność współczesnego systemu prawa i jej konsekwencje*, w: Państwo i Prawo, nr 4 2005
355. Łętowska E., *Multicentryczność współczesnego systemu prawa i wykładnia jej przyjazna*, w: L. Ogiegło, W. Popiołek, M. Szpunar [red.], *Rozprawy prawnicze. Księga pamiątkowa Profesora Maksymilina Pazdana*, Kraków 2002
356. Łętowska E., *Prawo umów konsumenckich*, Warszawa 1999
357. Levine M., *Providing the Regulatory Framework for Fair, Efficient and Dynamic European Securities Markets*, CEPS Task Force Report No. 46, April 2003
358. Lewis A. [red.], *The Cambridge Handbook of Psychology and Economic Behaviour*, Cambridge 2008
359. Lewkowicz P.J., Stankiewicz J. [red.], *Konstytucyjne uwarunkowania tworzenia i stosowania prawa finansowego i podatkowego*, Białystok 2010
360. Lis W., *Rola i znaczenie informacji*, w: Jurysta, nr 4 2007
361. Llewellyn D.T., *Filozofia, cele i zasady stosowania regulacji finansowych*, w: Bank i Kredyt, nr 9 1995
362. Llewellyn D.T., *The Economic Rationale for Financial Regulation*, Financial Services Authority, Occasional Paper Series 1, April 1999
363. Lohrenz T., Montague P.R., *Neuroeconomics: what neuroscience can learn from economics*, w: A Lewis [red.], *The Cambridge Handbook of Psychology and Economic Behaviour*, Cambridge 2008
364. Łojko N., Sendrowicz M., *Kiedy można dochodzić odszkodowania za naruszenie przez państwo członkowskie prawa wspólnotowego?*, w: Prawo i Podatki, nr 1 2006
365. Long S., Sievers B. [red.], *Towards a Socioanalysis of Money, Finance and Capitalism. Beneath the surface of the financial industry*, London 2012
366. Luhmann N., *Familiarity, confidence, trust: problems and alternatives*, w: D. Gambetta [red.], *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Oxford 1988

367. Luhmann N., *Teoria polityczna państwa bezpieczeństwa socjalnego*, Warszawa 1994
368. Luhmann N., *Trust and Power*, New York 1980
369. Lusardi A., *Financial Literacy: An Essential Tool for Informed Consumer Choice?*, w: Center for Financial Studies Working Paper, Frankfurt am Main, No. 2008/19
370. Lusardi A., Michaud P.C., Mitchell O.S., *Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality*, w: NBER Working Paper No. 18669, Januar 2013
371. Luth H., *Behavioural economics in consumer policy*, Antwerp 2010
372. Lyons A.C., Neelakantan U., *Potential and Pitfalls of Applying Theory to the Practice of Financial Education*, w: The Journal of Consumer Affairs, Vol. 42 No. 1 2008
373. Mackaay E., *History of law and economics*, w: B. Bouckaert, G. De Geest [red.], *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham 2000, na: encyclo.findlaw.com/0200book.pdf [dostęp: 4 stycznia 2016 roku]
374. Mackaay E., *History of law and economics*, w: B. Bouckaert, G. De Geest [red.], *Encyclopedia of Law and Economics. The History and Methodology of Law and Economics*, Vol. I, Cheltenham 2000
375. Mackaay E., *Law and Economics for Civil Law Systems*, Cheltenham 2013
376. Mackay C., *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* & J. de la Vega, *Confusión de Confusiones*, New York 1996
377. Mączyński D., *Międzynarodowe prawo podatkowe*, Warszawa 2015
378. Maison D., *Polak w świecie finansów*, Warszawa 2013
379. Majchrzycka-Guzowska A., *Finanse*, Warszawa 1991
380. Majone G. [red.], *Regulating Europe*, London 1996
381. Majone G., *Regulation and its modes*, w: G. Majone [red.], *Regulating Europe*, London 1996
382. Malaguti M. C., *Private-Law Instruments for Reduction of Risks on International Financial Markets: Results and Limits of Self-Regulation*, w: Open Economies Review 11:S1 2000
383. Małecka M., *O behawioralnym podejściu do badania prawa, paradoksie, do którego prowadzi i sposobie jego przezwyciężenia*, w: Nauka i Szkolnictwo Wyższe, nr 1 2013
384. Małecka M., *Prawo, ekonomia, ludzkie działanie. Dyskusja nad zastosowaniem ekonomii behawioralnej do analizy prawa*, w: Archiwum filozofii prawa i filozofii społecznej, nr 1 2011
385. Małecki J., Gomułowicz A., *Podatki i prawo podatkowe*, Warszawa 2014
386. Mamczarz H. [red.], *Rynki finansowe*, Lublin 2006
387. Marak K., Poroś K., *Ochrona konsumenta usług finansowych w świetle prawa wspólnotowego – wybrane zagadnienia*, w: B. Gnela [red.], *Ochrona konsumenta usług finansowych*, Warszawa 2006
388. Marczak M., *Interpretacja prawnicza w świetle semantyki Kripkego-Putnama*, w: Państwo i Prawo, nr 6 2008
389. Markiewicz M., *System finansowy i walutowy*, w: E. Pietrzak, M. Markiewicz [red.], *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Gdańsk 2006
390. Martysz C.B., *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Warszawa 2015
391. Masiota J., *Elektroniczne instrumenty płatnicze. Komentarz*, Warszawa 2004

392. Masiukiewicz P. [red. nauk.], *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, Warszawa 2010
393. Masiukiewicz P., *Klasyczny run na kasy w banku hipotecznym Northern Rock*, w: P. Masiukiewicz [red. nauk.], *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, Warszawa 2010
394. Maśląg A., *Pieniądz elektroniczny*, w: *Materiały i Studia*, nr 127, NBP, Warszawa 2001
395. Maśniak D., *Transgraniczny system ochrony ofiar wypadków drogowych*, *Studium prawnofinansowe*, Warszawa 2010
396. Mathis K. [red.], *European Perspective on Behavioural Law and Economics*, Heidelberg 2015
397. Mathis K. [red.], *Law and Economics in Europe. Foundations and Applications*, Dordrecht 2014
398. Mathis K., Steffen A.D., *From Rational Choice to Behavioural Economics*, w: K. Mathis [red.], *European Perspective on Behavioural Law and Economics*, Heidelberg 2015
399. Matysek-Jędrych A., *Wpływ współczesnych przeobrażeń system finansowego na stabilność finansową*, w: H. Mamcarz [red.], *Rynki finansowe*, Lublin 2006
400. Mayes D.G., *Moral hazard, bank resolution and the protection of depositors*, w: J.R. Barth, C. Lin, C. Wihlborg [red.], *Research Handbook on International Banking and Governance*, Cheltenham 2012
401. Melton G.B. [red.], *The Law as a Behavioral Instrument*, Nebraska 1985
402. Melton G.B., *Introduction: The Law and Motivation*, w: G.B. Melton [red.], *The Law as a Behavioral Instrument*, Nebraska 1985
403. Menkes M., *Soft law i jego tworzenie w relacjach międzynarodowych*, w: P. Chmielnicki [red.], *Pochodzenie, tworzenie i efektywność prawa*, Warszawa 2014
404. Metelska-Szaniawska K., *Ekonomiczna analiza prawa (Law&Economics) – wprowadzenie*, w: R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011
405. Miąsik D., *Zasady ogólne (podstawowe) prawa Unii Europejskiej*, w: A. Wróbel [red.], *Stosowanie prawa Unii Europejskiej przez sądy*, Kraków 2005
406. Michalska A., Wronkowska S., *Zasady tworzenia prawa*, Poznań 1980
407. Michór A., *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009
408. Michór A., *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym a ochrona konsumenta*, w: *Bezpieczny Bank*, nr 1 2015
409. Miemiec W., Sawicka K. [red. nauk.], *Instytucje prawnofinansowe w warunkach kryzysu gospodarczego*, Warszawa 2014
410. Mikołajewicz J. [red.], *Problematyka intertemporalna w prawie. Zagadnienia podstawowe. Rozstrzygnięcia intertemporalne. Geneza, funkcje, aksjologia*, Warszawa 2015
411. Mikołajewicz J., *Pojmowanie prawa*, w: J. Mikołajewicz [red.], *Problematyka intertemporalna w prawie. Zagadnienia podstawowe. Rozstrzygnięcia intertemporalne. Geneza, funkcje, aksjologia*, Warszawa 2015
412. Minc B., *O ryzyku i niepewności*, w: *Ekonomista* nr 2 1969
413. Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002

414. Misra S.K., Javalgi R.G., Scherer R.F. , *Global Electronic Money and Related Issues*, w: Review of Business, Vol. 25 2004
415. Mitręga-Niestrój K., *Stabilność światowego systemu finansowego jako cel nowej międzynarodowej architektury finansowej*, w: J. Żabińska [red.], *Rola międzynarodowych organizacji finansowych w stabilizowaniu światowego systemu finansowego*. Część II, Katowice 2007
416. Młynarski F., *Pieniądz i gospodarstwo pieniężne*, Kraków 1947
417. Mokrysz-Olszyńska A., *Europejska strategia ochrony konsumenta przez informację*, w: A. Janik [red. nauk.], *Studia i rozprawy. Księga jubileuszowa dedykowana profesorowi Andrzejowi Catusowi*, Warszawa 2009
418. Moloney N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford 2014
419. Moloney N., *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge 2010
420. Monkiewicz J., Monkiewicz M., *Ochrona konsumentów w nowym paradygmacie regulacyjno-nadzorczym rynków finansowych*, w: J. Monkiewicz, M. Orlicki [red.], *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce. Współczesne wyzwania*, Warszawa 2015
421. Monkiewicz J., Orlicki M. [red.], *Ochrona konsumentów na rynku ubezpieczeniowym w Polsce*, Warszawa 2015
422. Monkiewicz J., *Unia bankowa jako zmiana architektury regulacyjnej i nadzorczej rynku finansowego z perspektywy ekonomicznej*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016
423. Morriss A.P., Yandle B., Dorchak A, *Regulation by Litigation*, Yale 2009
424. Moskal T., *Sieć bezpieczeństwa bankowego. Aspekty prawne*, Wałbrzych 2015
425. Motyka K., *Wpływ Leona Petrażyckiego na polską teorię i socjologię prawa*, Lublin 1993
426. Mroczkowski R., *Efektywność nadzoru nad rynkiem kapitałowym w ujęciu prawnym i ekonomicznym – przyczynek do dyskusji*, w: H. Mamcarz [red.], *Rynki finansowe*, Lublin 2006
427. Mroczkowski R., *Instytucjonalnoprawne aspekty zarządzania kryzysem finansowym*, w: J. Głuchowski, A. Pomorska. J. Szołno-Koguc [red.], *Uwarunkowania i bariery w procesie naprawy finansów publicznych*, Lublin 2007
428. Mroczkowski R., *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011
429. Mrozowska B., *Bancassurance – regulacje prawne i samoregulacja rynku*, w: *Prawo Asekuracyjne*, nr 3 2012
430. Murphy K.J., *Regulating Banking Bonuses in the European Union: a Case Study in Unintended Consequences*, w: *European Financial Management*, Vol. 19 No. 4 2013
431. Mwenda K., *Legal Aspects of Financial Services Regulation and Concept of a Unified Regulator*, The World Bank, Washington D.C., 2006
432. Nader L., Nader C., *A Wide Angle On Regulation. An Anthropological Perspective*, w: R.G. Noll [red.], *Regulatory Policy and the Social Sciences*, Berkeley 1985
433. Nadolska A., *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Warszawa 2014.

434. Nagel C., *Money as a fetish. The financial market crisis from a psychodynamic perspective*, w: S. Long, B. Sievers [red.], *Towards a Socioanalysis of Money, Finance and Capitalism. Beneath the surface of the financial industry*, London 2012
435. Nelson P., *Information and consumer behavior*, w: *Journal of Political Economy*, Vol. 78 Issue 2 1970
436. Newman P., Milgate M., Eatwell J. [red.], *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. III, London 1992
437. Nieborak T., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008
438. Nieborak T., *Aspekty ryzyka na tle działalności finansowej*, w: *Aktualności Rachunkowo-Podatkowe*, nr 2 2002
439. Nieborak T., *Behawioralna koncepcja prawa jako element Law&Economics*, w: *Ekonomia i Prawo*, Tom VIII, nr 1 2012
440. Nieborak T., *Decyzja jako szczególna forma działań podejmowanych przez Europejski Organ Nadzoru Bankowego*, w: A. Pomorska, P. Smoleń, J. Stelmasiak, A. Gorgol [red.], *Prawo finansowe w warunkach członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Księga Jubileuszowa dedykowana Profesor Wandzie Wójtowicz*, Lublin 2011
441. Nieborak T., *Historyczne aspekty wykorzystywania instrumentów pochodnych na przykładzie Tulipanomanii*, w: *Rynek Terminowy*, nr 2 2004
442. Nieborak T., *Pecunia vis est non est materia – rozważania nad prawną naturą pieniądza*, w: P. Wiliński, O. Krajniak, B. Guzik [red.], *Prawo wobec wyzwań współczesności*, *Prace Naukowe WPIA UAM*, Tom IV, Poznań 2007
443. Nieborak T., *Pochodne instrumenty finansowe: aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004
444. Nieborak T., *Realizacja zaleceń Komitetu Bazylejskiego ds. Nadzoru Bankowego dotyczących procesu powstawania i funkcjonowania banku w polskim prawie bankowym*, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 1-2 2001
445. Nieborak T., *Rekomendacja Komisji Nadzoru Finansowego jako element nadzoru ostrożnościowego – synteza dyskusji*, w: I. Czaja-Hliniak [red.], *Nauka prawa finansowego po I dekadzie XXI wieku. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Apoloniuszowi Kosteckiemu*, Kraków 2012
446. Nieborak T., *Rynek usług płatniczych jako element rozwoju przedsiębiorczości – aspekty prawno-finansowe*, w: A. Pomorska [red.], *Krytyka prawa. Niezależne studia nad prawem*, Tom V, *Przedsiębiorczość. Aspekty prawne*, Warszawa 2013
447. Nieborak T., *Stabilność polskiego systemu finansowego a odpowiedzialność organów go nadzorujących w aspekcie sprawy Peter Paul i inni przeciwko Republika Federalna Niemiec (C-222/02)*, w: P.J. Lewkowicz, J. Stankiewicz [red.], *Konstytucyjne uwarunkowania tworzenia i stosowania prawa finansowego i podatkowego*, Białystok 2010
448. Nieborak T., *Unia bankowa – w stronę bezpieczeństwa i stabilności rynku finansowego Unii Europejskiej?*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016
449. Niedużak M., *Postępowanie grupowe. Prawo i ekonomia*, Warszawa 2014
450. Niedziółka P., *Pokusa nadużycia w działalności kredytowej banków a stabilność finansowa*, w: *Bank i Kredyt*, nr 11 2008

451. Niewiadomski Z. [red.], *Ius Publicum Europeum*, Warszawa 2003
452. Niewiadomski Z. [red.], *Prawo administracyjne, część materialna*, Warszawa 2004
453. Nolan A.M., *Unijne prawo konkurencji: efektywność systemu odwołań spraw dotyczących koncentracji przedsiębiorstw*, Warszawa 2015
454. Noll R.G. [red.], *Regulatory Policy and the Social Sciences*, Berkeley 1985
455. Nowak-Far A., *Wątroba Prometeusza. Kryzys jako czynnik wyzwalający prometeizm prawa*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010
456. Nykiel W., *Norma parametryczna*, w: ZNUŁ, seria I, z. 19 1977
457. Nykiel W., *Normy prawa finansowego – wybrane zagadnienia*, Acta Universitatis Lodzianensis, w: ZNUŁ, Nauki Humanistyczno-Społeczne, Seria I, z. 65 1979
458. Nykiel W., *Normy prawa finansowego*, w: C. Kosikowski [red.], *System prawa finansowego, Teoria i nauka prawa finansowego*, Tom I, Warszawa 2010
459. O'Brien J., Gilligan G. [red.], *Integrity, Risk and Accountability in Capital Markets*, Oxford 2013
460. Obal T., *Teoretyczne aspekty systemu gwarantowania depozytów*, w: *Bezpieczny Bank*, nr 2 2004
461. Ofiarski Z. [red.], *XXV lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym – ocena dokonań i wnioski na przyszłość*, Szczecin 2014
462. Ofiarski Z., *Istota, zakres i przeznaczenie opłaty ostrożnościowej*, w: *Monitor Prawa Bankowego* 2015, nr 6
463. Ofiarski Z., *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego*, w: A. Jurowska-Zeidler, M. Olszak [red. nauk.], *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016
464. Ofiarski Z., *Zapłata podatków lokalnych instrumentem płatniczym – uwagi na tle redakcji art. 61a Ordynacji podatkowej*, w: R. Dowgier [red.], *Ordynacja podatkowa. Stan obecny i kierunki zmian*, Białystok 2015
465. Ogiegło L., Popiołek W., Szpunar M. [red.], *Rozprawy prawnicze. Księga pamiątkowa Profesora Maksymilina Pazdana*, red., Kraków 2002
466. Ogus A.I., Veljanowski C.G. [red.], *Readings in the Economics of Law and Regulation*, Oxford 1994
467. Ogus A., *Regulation; Legal Form and Economic Theory*, Oxford 1994
468. Okoń Sz., *Polityka wynagrodzeń a profil ryzyka firmy inwestycyjnej*, w: *Przegląd Prawno-Ekonomiczny*, nr 28 2014
469. Olesiński J., *Teoria informacji*, w: J. Zawila-Niedźwiecki, K. Rostek, A. Gąsioriewicz [red.], *Informatyka gospodarcza, cz. 1*, Warszawa 2007
470. Olszak M., *Bankowe normy ostrożnościowe*, Białystok 2011
471. Oniszczyk J. [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010
472. Opałek K. [red.], *Z zagadnień teorii prawa i teorii nauki Leona Petrażyckiego*, Warszawa 1969
473. Opałek K., *Swoistość prawoznawstwa a problem integracji*, w: *Państwo i Prawo*, nr 4-5 1966
474. Opałek K., *Teoria Petrażyckiego a współczesna teoria prawa*, w: K. Opałek [red.], *Z zagadnień teorii prawa i teorii nauki Leona Petrażyckiego*, Warszawa 1969

475. Opalek K., Wróblewski J. [red.], *Prawo. Metodologia. Filozofia. Teoria prawa*, Warszawa 1991
476. Opalek K., Wróblewski J. [red.], *Zagadnienia teorii prawa*, Warszawa 1969
477. Opolski K., Górski J. [red. nauk.], *Strategie gospodarcze i społeczne Unii Europejskiej Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, Warszawa 2015
478. Opolski K., Górski J. [red.], *Perspektywy integracji gospodarczej i walutowej w Unii Europejskiej w czasach kryzysu*, Warszawa 2013
479. Opolski K., Potocki T., *Znaczenie dokonań ekonomii behawioralnej w kształtowaniu polityki gospodarczej*, w: A. Alińska, B. Pietrzak [red.], *Stabilność systemu finansowego – instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, Warszawa 2012
480. Oręziak L., *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 1999
481. Orlicki M., *Ubezpieczenia obowiązkowe*, Warszawa 2011
482. Osiatyński L., *Ryzyko w transakcjach handlu zagranicznego*, Warszawa 1973
483. Osiński J., Sztaba S. [red.], *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Warszawa 2009
484. Osiński J., Tymoczko D., *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 roku*, Warszawa 2006
485. Ostaszewski J., Kosycarz E. [red. nauk.], *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądanе kierunki jej ewolucji*, Warszawa 2014
486. Pachuca-Smulska B., *Prawo do informacji i edukacji podstawą ochrony interesów konsumenta*, w: M. Królikowska-Olczak, B. Pachuca-Smulska [red.], *Ochrona konsumenta w prawie polskim i Unii Europejskiej*, Warszawa 2013
487. Pagano M., Röell A., *Self-regulation of financial markets*, w: P. Newman, M. Milgate, J. Eatwell [red.], *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. III, London 1992
488. Pałeczki K. [red.], *Neutralization of Values in Law*, Warszawa 2013
489. Pałeczki K., *Neutralization of Values in Law – Main Concepts*, w: K. Pałeczki [red.], *Neutralization of Values in Law*, Warszawa 2013
490. Parades T., *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, w: Washington University Law Quarterly, Vol. 81 2003
491. Patrycki S., *Zarys teorii socjologii gospodarki*, Lublin 2004
492. Peacock A. [red.], *The Regulation Game*, Oxford 1984
493. Pęcak P., „Miękkie” prawo międzynarodowe w procesie stosowania prawa krajowego, w: L. Leszczyński [red.], *Wykładnia prawa. Odrębności w wybranych gałęziach prawa*, Lublin 2006
494. Perelman C., *O sprawiedliwości*, Warszawa 1977
495. Petrażycki L., *O ideale społecznym i odrodzeniu prawa naturalnego*, Warszawa 1925
496. Petrażycki L., *Teoria prawa i państwa w związku z teorią moralności*, Tom I, Warszawa 1959
497. Petrażycki L., *Teoria prawa i państwa w związku z teorią moralności*, Tom II, Warszawa 1960
498. Petrażycki L., *Wstęp do nauki prawa i moralności. Podstawy psychologii emocjonalnej*, Warszawa 1959
499. Petrażycki L., *Zagadnienia prawa zwyczajowego*, Warszawa 1938

500. Piesiak A., *Główne problemy w negocjacjach i we wprowadzaniu w życie nowego systemu aktów delegowanych i wykonawczych zgodnie z art. 290 i art. 291 TFUE* w: Europejski Przegląd Sądowy, nr 3 2012
501. Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. [red.], *System finansowy w Polsce*, Warszawa 2006
502. Pietrzak E., Markiewicz M. [red.], *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Gdańsk 2006
503. Pływaczewski W. [red.], *Przeciwdziałanie patologiom na rynkach finansowych od edukacji ekonomicznej po prawnokarne środki oddziaływania*, Warszawa 2015
504. Podgórecki A., *Prestiż prawa*, Warszawa 1966
505. Podgórecki A., *Socjologiczna teoria prawa*, Warszawa 1998
506. Polak W., *Słowo wstępne*, w: P.H. Dembinski, S. Beretta, *Kryzys ekonomiczny i kryzys wartości*, Kraków 2014
507. Polański Z., *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak [red.], *System finansowy w Polsce*, Warszawa 2006
508. Polaszkiwicz B., Boehlke J. [red.], *Ład instytucjonalny w gospodarce*, Tom I, Toruń 2005
509. Polaszkiwicz B., Boehlke J. [red.], *Ład instytucjonalny w gospodarce*, Tom II, Toruń 2006
510. Polowczyk J., *Elementy ekonomii behawioralnej w dziełach Adama Smitha*, w: *Ekonomista*, nr 4 2010
511. Polowczyk J., *Podstawy ekonomii behawioralnej*, w: *Przegląd Organizacji*, nr 12 2009
512. Półtorak N., *Odpowiedzialność odszkodowawcza państwa w prawie Wspólnot Europejskich*, Zakamycze 2002
513. Pomorska A. [red.], *Krytyka prawa. Niezależne studia nad prawem*, Tom V, *Przedsiębiorczość. Aspekty prawne*, Warszawa 2013
514. Pomorska A., Smoleń P., Stelmasiak J., Gorgol A. [red.], *Prawo finansowe w warunkach członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Księga Jubileuszowa dedykowana Profesor Wandzie Wójtowicz*, Lublin 2011
515. Posner R.A., *Economic Analysis of Law*, Boston 1972
516. Posner R.A., *Problems of Jurisprudence*, Cambridge-London 1990
517. Posner R.A., *Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law*, w: *Stanford Law Review*, Vol. 50 1997-1998
518. Posner R.A., *Theories of Economic Regulation*, w: *Bell Journal Economics and Management Science*, Vol. 5 1974
519. Posner R.A., *The Economic Approach to Law*, w: *Texas Law Review*, Vol. 53 1975
520. Posner R.A., *The problems of Jurisprudence*, Cambridge 1990
521. Proctor C., *Regulatory Liability for Bank Failures. The Peter Paul Case*, w: *Euredia*, nr 1 2005
522. Pulka Z., *Instrumentalizacja prawoznawstwa*, w: A. Kozak [red.], *Z zagadnień teorii i filozofii prawa. Instrumentalizacja prawa*, Wrocław 2000
523. Purnhagen K., *Why Do We Need Responsive Regulation and Behavioural Research in EU Internal Market Law?*, w: K. Mathis [red.], *European Perspective on Behavioural Law and Economics*, Heidelberg 2015

524. Rachlinski J.J., *Bottom-up versus Top-down Lawmaking*, w: G. Gigerenzer, C. Engel [red.], *Heuristics and the Law*, Cambridge 2006
525. Ratajewski J., *Elementy naukoznawstwa i kierunki rozwoju nauki europejskiej*, Katowice 1993
526. Rawls J., *Teoria sprawiedliwości*, Warszawa 1994
527. Read L., *Ja, ołówek*, Warszawa 2009
528. Rechtschaffen N., *Capital markets, Derivatives and The Law*, Oxford 2014
529. Redelbach A., Wronkowska S., Ziemiński Z., *Zarys teorii państwa i prawa*, Warszawa 1992
530. Redelbach A., *Wstęp do prawoznawstwa*, Poznań 1995
531. Reifner U., *Financial Education*, w: U. Reifner [red.], *Financial Literacy in Europe*, Baden-Baden 2006
532. Reifner U. [red.], *Financial Literacy in Europe*, Baden-Baden 2006
533. Reuters, *Rynek walutowy i pieniężny. Wprowadzenie*, Kraków 2001
534. Ricketts M., *Foreword*, w: J. Blundell, C. Robinson [red.], *Regulation Without the State*, Institute of Economic Affairs, London 1999
535. Rittel S.J., *Podręcznik obywatela Unii Europejskiej. Demokracja, rynek, giełda papierów wartościowych*, Wrocław 1998
536. Ritzer G., „Hyperconsumption” and „Hyperdebt”: A „Hypercritical” Analysis, w: R. Brubaker, R.M. Lawless, C. J. Tabb [red.], *A Debtor World. Interdisciplinary Perspective on Debt*, Oxford 2012
537. Robbins L.C., *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, London 1935
538. Rogowski W. [red.], *Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego. Nadzór makro stabilnościowy. Nadzór bankowy SKOK. Instrumenty finansowe*, Kraków-Warszawa 2014
539. Rotenburger P., *Nauka wobec kryzysu gospodarczego, nauka wobec kryzysu zaufania*, w: R. Kamiński, J. Sójka [red.], *Ekonomiczne i etyczne aspekty kryzysu gospodarczego*, Poznań 2013
540. Rousseau J., *O umowie społecznej*, Warszawa 2002
541. Rutkowska-Tomaszewska E. [red.], *Regulacja MiFID – skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego*, Wrocław 2014
542. Rutkowska-Tomaszewska E., *Nieuczciwe praktyki na rynku bankowych usług konsumenckich*, Warszawa 2011
543. Rutkowska-Tomaszewska E., *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013
544. Samborski A., *Globalizacja rynków finansowych*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 3 2004
545. Sandel M., *Czego nie można kupić za pieniądze?*, Warszawa 2013
546. Sarkowicz R., Stelmach J., *Teoria prawa*, Kraków 1998
547. Schandler N., *Note on Behavioral Economics*, w: E. Krecké, C. Krecké, R.G. Koppl, [red.], *Cognition and Economics*, Amsterdam 2007
548. Schooner M., Taylor M.W., *Global Bank Regulation Principles and Polices*, Amsterdam 2010

549. Seidl-Hohenveldern I., *International Economic „Soft Law”*, w: Recueil des Cours de l'Academie de Droit International, 1979 – II
550. Seldon A., Pennance F.G., *Everyman's dictionary of economics*, London 1969
551. Shaw K., Ricketts M., *The Theory of Regulation*, w: A. Peacock [red.], *The Regulation Game*, Oxford 1984
552. Shleifer A., *Efficient Regulation*, w: D.P. Kessler [red.], *Regulation versus Litigation. Perspective from Economics and Law*, Chicago 2011
553. Simmel G., *Filozofia pieniądza*, Poznań 1997
554. Simon H., *A behavioral model of rational choice*, w: Quaterly Journal of Economics, No. 69 1955
555. Simon H., *Models of bounded rationality*, Vols. 1 and 2, Cambridge 1982
556. Skoczylas A., *Środki ochrony banku w postępowaniu przed Komisją Nadzoru Bankowego (wybrane zagadnienia)*, w: Prawo Bankowe, nr 2 2002
557. Sławiński A., *Przyczyny globalnego kryzysu finansowego*, w: J. Osiński, S. Sztaba [red.], *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Warszawa 2009
558. Sławiński A., *Rynki finansowe*, Warszawa 2006
559. Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, Tom I, Warszawa 1938
560. Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, Tom I, Warszawa 2007
561. Smith A., *Teoria uczuć moralnych*, Warszawa 1989
562. Smith V.L., *Racjonalność w ekonomii*, Warszawa 2013
563. Smus T.R., *Spełnianie świadczeń pieniężnych za pomocą pieniądza elektronicznego*, Warszawa 2010
564. Smyczek S., *Nowe trendy w zachowaniach konsumentów na rynkach finansowych*, Warszawa 2012
565. Sopoćko A., *Ryzyko – problem nie całkiem obiektywny*, w: Rynek Terminowy nr 1/01 2001
566. Soroczyński S., Stachowicz J., *Zabezpieczenie ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego za pomocą transakcji nierzeczywistych futures i options wraz z aktami prawnymi*, Kraków 1994
567. Sowiński R., *Uchylanie się od opodatkowania*, Poznań 2009
568. Sozański J., *Ogólne zasady prawa a wartości Unii Europejskiej*, Toruń 2012
569. Sozański J., *Prawo Unii Europejskiej, Analiza krytyczna system i doktryny*, Toruń 2014
570. Srokosz W., *Instytucje parabankowe w Polsce*, Warszawa 2011
571. Srokosz W., *Istota prawna pieniądza elektronicznego*, w: Prawo Bankowe, nr 12 2002
572. Srokosz W., *Pojęcie usług finansowych w regulacjach prawnych Unii Europejskiej*, w: Prawo Bankowe, nr 9 2000
573. Srokosz W., *Status prawny biura usług płatniczych*, w: Monitor Prawa Bankowego, nr 9 2012
574. Stahl M., Kasiński M., Wlazlak K. [red.], *Sprawiedliwość i zaufanie do władz publicznych w prawie administracyjnym*, Warszawa 2015

575. Stanisławiszyn P., *Nadzór makroostrożnościowy w Unii Europejskiej. Jak bardzo potrzebny? Jak bardzo skuteczny?*, w: W. Rogowski [red.], *Nowe koncepcje nadzoru i regulacji rynku finansowego*, Warszawa–Kraków 2014
576. Stanisławiszyn P., *Status Komisji Nadzoru Finansowego w polskim systemie bankowym*, w: W. Góralczyk [red. nauk.], *Problemy współczesnej bankowości. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2014
577. Stanisławiszyn P., *Unia Bankowa – blaski i cienie nowego mechanizmu rynku finansowego*, w: Z. Ofiarski [red.], *XXV lat przeobrażeń w prawie finansowym i prawie podatkowym – ocena dokonań i wnioski na przyszłość*, Szczecin 2014
578. Stanisławiszyn P., *Zasady Bazylejskie – międzynarodowe standardy bezpieczeństwa i stabilności sektora bankowego*, w: M. Duczmał, T. Pokusa [red.], *Przejawy i instrumenty nowoczesnego zarządzania*, Opole 2004
579. Stasikowski R., *Regulacyjne układy sterowania w administracji publicznej*, w: *Przegląd Prawa Publicznego*, nr 1-2 2007
580. Stawecki T., *Prawo i zaufanie. Refleksja czasu kryzysu*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010
581. Stawecki T., Winczorek P., *Wstęp do prawoznawstwa*, Warszawa 2003
582. Stefanicki R., *Pojęcie i wzorzec konsumenta w prawie europejskim*, w: *Radca Prawny*, nr 5 2006
583. Stefaniuk M.E., *Preambuła aktu normatywnego w doktrynie oraz w procesie tworzenia i stosowania prawa w latach 1989-2007*, Lublin 2009
584. Stelmach J., Brożek B., *Metody prawnicze*, Kraków 2004
585. Stelmach J., Brożek B., Załuski W. [red.], *Dziesięć wykładów o ekonomii prawa*, Warszawa 2007
586. Stelmach J., Sarkowicz R., *Filozofia prawa XIX i XX wieku*, Kraków 1998
587. Stelmach J., Soniewicka M. [red.], *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawniczych*, Warszawa 2007
588. Stelmach J., *Spór o ekonomiczną analizę prawa*, w: J. Stelmach, M. Soniewicka [red.], *Analiza ekonomiczna w zastosowaniach prawniczych*, Warszawa 2007
589. Stępkowski A., *Zasada proporcjonalności w europejskiej kulturze prawnej*, Warszawa 2010
590. Stosio A., *Pieniądz elektroniczny – cywilnoprawna analiza pojęcia (I)*, w: *Przegląd Prawa Handlowego*, nr 6 2002
591. Stroiński R.T., *Ekonomiczna analiza prawa czyli w poszukiwaniu efektywności*, w: *Kwartalnik Prawa Prywatnego*, z. 3 2002
592. Strzyczkowski K., *Prawo gospodarcze publiczne*, Warszawa 2005
593. Studnicki F., *Działanie przepisu prawa – model teoretyczny*, w: *Studia Socjologiczne*, nr 2 1962
594. Sullivan R. [red.], *Business and Human Rights. Dilemmas and Solutions*, Sheffield 2003
595. Sunstein C.R., [red.], *Behavioral Law and Economics*, Cambridge 2000
596. Sura R., *Zaufanie do podmiotów administracji finansowej w dobie kryzysu*, w: M. Stahl, M. Kasiński, K. Właźlak [red.], *Sprawiedliwość i zaufanie do władz publicznych w prawie administracyjnym*, Warszawa 2015

597. Surdej A., *Determinanty regulacji administracyjnoprawnych w oddziaływaniu państwa na gospodarkę*, Kraków 2006
598. Święty Augustyn, *Wyznania*, Warszawa 2001
599. Szablewski A. T., *Zarys teorii i praktyki reform regulacyjnych na przykładzie energetyki*, Warszawa 2003
600. Szacki J., *Historia myśli socjologicznej*, Warszawa 2002
601. Szambelańczyk J. [red.], *Wyzwania regulacyjne wobec doświadczeń globalnego kryzysu finansowego*, Warszawa 2011
602. Szczepaniak R., *Zagadnienie praw podmiotowych na styku prawa prywatnego i publicznego. Rozważania de lege ferenda na przykładzie opłat należnych komornikowi*, w: Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, nr 3 2014
603. Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A., *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, w: Materiały i Studia, nr 173, NBP, Warszawa 2004
604. Szczepański J., *Socjologia-socjotechnika-prawo-administracja*, w: Państwo i Prawo, nr 3-4 1971
605. Szemczuk K., *Zasada najlepszej realizacji zlecenia na rynku pozagiełdowych instrumentów finansowych po wejściu w życie MiFID*, w: Prawo Bankowe, nr 2 2008
606. Szlendak T., *Zaufanie*, w: M. Boguni-Borowska [red.], *Fundamenty dobrego społeczeństwa. Wartości*, Kraków 2015
607. Szpor G. [red. nauk.], *Jawność i jej ograniczenia*, Warszawa 2013
608. Szpor G., *Prawa człowieka, prawa i wolności obywatelskie*, w: Z. Niewiadomski [red.], *Prawo administracyjne, część materialna*, Warszawa 2004
609. Szpringer W., *Edukacja finansowa oraz mobilność konsumentów na jednolitym rynku finansowym UE – inicjatywy i kierunki rozwojowe*, w: Prawo Bankowe, nr 1 2007
610. Szpringer W., *Europejskie regulacje bankowe*, Warszawa 1997
611. Szpringer W., *Instytucje nadzoru w sektorze finansowym. Kierunki rozwoju*, Warszawa 2014
612. Szpringer W., *Regulacja konkurencji a konkurencja regulacyjna. Ujęcie instytucjonalne*, Warszawa 2010
613. Szpringer W., Rogowski W. [red.], *Ocena skutków regulacji – poradnik OSR, doświadczenia, perspektywy*, Warszawa 2007
614. Szpringer W., *Społeczna odpowiedzialność banków. Między ochroną konsumenta a osłoną społeczną*, Warszawa 2009
615. Szpringer W., Szpringer M., *Nowe zjawiska w regulacji rynku usług płatniczych (wybrane problemy na tle projektu noweli do dyrektywy PSD)*, w: e-mentor, nr 4 2014
616. Szpunar M., *Swobody gospodarcze*, w: Z. Brodecki [red.], *Wolność gospodarcza*, Warszawa 2003
617. Sztompka P., *Socjologia. Analiza społeczeństwa*, Kraków 2012
618. Sztompka P., *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*, Kraków 2007
619. Szudy M., *Efektywność ekonomiczna w ujęciu dynamicznym a sprawność systemu gospodarczego*, w: U. Zagóra-Jonszta [red.], *Studia Ekonomiczne, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*, Katowice, nr 176 2013

620. Szydło M., *Regulacja sektorów infrastrukturalnych, jako rodzaj funkcji państwa wobec gospodarki*, Warszawa 2005
621. Szymczak M. [red.], *Słownik języka polskiego*, Tom III, Warszawa 1989
622. Szyrocki J., *Finanse w gospodarce społeczno-rynkowej*, w: *Instrumenty finansowe w gospodarce rynkowej*, w: Zeszyt naukowy nr 129/93, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamieckiego, Katowice 1993
623. Szyszka A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, w: *Bank i Kredyt*, 40 (4) 2009
624. Szyszka A., *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Poznań 2009
625. Szyszka A., *Systemowe zmiany na rynkach finansowych a poszukiwanie adekwatnej teorii finansów*, w: W. Frąckowiak, J. Szambelańczyk [red.], *Ku nowemu paradygmatowi nauk o finansach*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Zeszyty Naukowe nr 144, Poznań 2010
626. Szyszowska M., *Zależność zjawisk ekonomicznych od świadomości jednostek i kształtującej ją edukacji*, w: J. Oniszczuk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010
627. Talbott W., *Which Rights Should Be Universal?*, Oxford 2005
628. Tammes A.J. P., *Soft Law*, w: *Essays on International and Comparative Law in Honour of Judge Erades*, den Haag 1983
629. Tarczyński W., *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Vol. I, Warszawa 2001
630. Tereszkieicz P., *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe. Studium instrumentów ochronnych w prawie prywatnym i prawie unijnym*, Warszawa 2014
631. Thaler R.H., *From Homo Economicus to Homo Sapiens*, w: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 No. 1 2000
632. Thaler R.H., Sunstein C.R., *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, Poznań 2012
633. Thaler R.H., Sunstein C.R., *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, w: *University of Chicago Law Review*, Vol. 70 No. 4 2003
634. Thaler R.H., Sunstein C.R., *Nudge: Improving decisions about health, wealth and happiness*, Londyn 2009
635. Tischner A., *Model przeciętnego konsumenta w prawie europejskim*, w: *Kwartalnik Prawa Prywatnego*, z. 1 2006
636. Tison M., *Do Not Attack the Watchdog! Banking Supervisor's Liability After Peter Paul*, w: *Common Market Law Review*, No. 42 2005
637. Trachtman J.P., *The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and Cooperation*, w: *Journal of International Economic Law*, No. 13 2010
638. Tröger T.H., *Regulatory Influence on Market Conditions in the Banking Union*, w: *House of Finance Working Papers, SAFE Working Paper*, No. 109 2015
639. Tyszka T. [red.], *Psychologia ekonomiczna*, Sopot 2004
640. Ulen T.S., *A Behavioral View of Investor Protection*, w: *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol. 44 2013
641. Ulen T., *Behavioral law and economics*, w: M. Altman [red.], *Handbook of contemporary behavioral economics. Foundations and developments*, Armonk 2006

642. Ulen T., *The growing pains of behavioral law and economics*, w: Vanderbilt Law Review, Vol. 51 No. 6 1998
643. Van Aaken A., *Begrenzte Rationalität und Paternalismusgefahr*, w: M. Anderheiden, P. Bürkli, H.M. Heining, S. Kirste, K. Seelmann [red.], *Paternalismus und Recht. In memoriam Angela Augustin (1968-2004)*, Tübingen 2006
644. Vaughan J., *Risk Management*, New York 1996
645. Veil R. [red.], *European Capital Markets Law*, Oxford 2013
646. Veil R., *Challenges for Academic Research and Teaching*, w: R. Veil [red.], *European Capital Markets Law*, Oxford 2013
647. Voiculescu A., Yanacopulos H. [red.], *The Business of Human Rights an evolving agenda for corporate responsibility*, London 2011
648. Voight S., *Do we need a new international financial architecture? Many questions and some preliminary advice*, w: R. Grote, T. Marauhn [red.], *The regulation of international financial markets. Perspective for reform*, Cambridge 2008
649. Wach K., *Od człowieka racjonalnego do emocjonalnego. Zmiana paradygmatu nauk ekonomicznych*, w: Horyzonty Wychowania, nr 9 2010
650. Wajda P., *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011
651. Wajda P., *Wpływ globalizacji na publicznoprawne regulacje rynku finansowego*, w: T. Giaro [red.], *Prawo w dobie globalizacji*, Warszawa 2011
652. Walaszek-Pyziół A., *Swoboda działalności prawnej. Studium prawne*, Kraków 1994
653. Walaszek-Pyziół A., *Zasada proporcjonalności w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 1 1995
654. Walter I., *Financial architecture, prudential regulation and organizational structure*, w: J.R. Barth, C. Lin, C. Wihlborg [red.], *Research Handbook on International Banking and Governance*, Cheltenham 2012
655. Walulik J., *Reforma regulacyjna. Przykład transport lotniczego*, Warszawa 2013
656. Waszkowski A., *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, w: M. Kalinowski [red.], *System finansowy – aktualne wyzwania i perspektywy rozwoju*, Prace naukowe WSB w Gdańsku, Tom XXVII, Warszawa 2013
657. Weber M., *Gospodarka i społeczeństwo. Zarys socjologii rozumiejącej*, Warszawa 2002
658. Węclawski J. [red.], *Bankowość. Zjazd Katedr Finansowych: instytucje, instrumenty i strategje finansowe w dobie integracji gospodarczej*, Lublin 2006
659. Weralski M. [red.], *System instytucji prawnofinansowych PRL*, Tom I, Wrocław 1982
660. Weralski M., *Instytucje prawno-finansowe a kategorie ekonomiczne*, w: M. Weralski [red.], *System instytucji prawnofinansowych PRL*, Tom I, Wrocław 1982
661. Weralski M., *Pojęcie instytucji prawnofinansowych i ich systematyka*, w: M. Weralski [red.], *System instytucji prawnofinansowych PRL*, Tom I, Wrocław 1982
662. Westbrook A., *The Culture of Financial Institutions: The Institution of Political Economy*, w: J. O'Brien, G. Gilligan [red.], *Integrity, Risk and Accountability in Capital Markets*, Oxford 2013
663. Widdowson D., Hailwood K., *Financial literacy and its role in promoting a sound financial system*, w: Reserve Bank of New Zealand, Bulletin, Vol. 70 No. 2 2007

664. Wierzba R., Iwanicz-Drozdowska M., Lepczyński B. [red.], *Nowa Umowa Kapitałowa Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego – konsekwencje dla gospodarki i sektora bankowego w Polsce*, Gdańsk 2004
665. Wiktorowicz M., *Uproszczenie otoczenia regulacyjnego w Unii Europejskiej*, w: *Prawo i Podatki Unii Europejskiej*, nr 11 2006
666. Wiliński P., Krajniak O., Guzik B. [red.], *Prawo wobec wyzwań współczesności*, Prace Naukowe WPiA UAM, Tom IV, Poznań 2007
667. Wilkin J. [red.], *Efektywność a sprawiedliwość*, Warszawa 1997
668. Wilkin J., *Efektywność a sprawiedliwość jako problem ekonomiczny*, w: J. Wilkin [red.], *Efektywność a sprawiedliwość*, Warszawa 1997
669. Włodyka S., *Problem prawa gospodarczego w świetle aktualnej nauki o systematyce prawa*: w: *Państwo i Prawo*, nr 12 1972
670. Wojtczak D., *Kilka uwag o sposobie patrzenia na kryzys gospodarczy z prawniczej perspektywy*, w: J. Oniszczyk [red. nauk.], *Normalność i kryzys. Jedność czy różnorodność*, Warszawa 2010
671. Wojtczak D., *Poziomy, instrumenty, mechanizmy i modele ochrony konsumenta usług bankowych. Stan obecny i perspektywy*, w: *Prawo Bankowe*, nr 3 2008
672. Wojtczak D., *Soft law i mechanizmy nielegislacyjne jako instrumenty integracji rynku usług bankowych Unii Europejskiej*, w: *Monitor Prawa Bankowego*, nr 1 2012
673. Wojtczak D., *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012
674. Wojtczak-Samoraj D., *Cele unijnego prawa rynku finansowego*, w: W. Miemieć, K. Sawicka [red. nauk.], *Instytucje prawnofinansowe w warunkach kryzysu gospodarczego*, Warszawa 2014
675. Wojtczak-Samoraj D., *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012
676. Wójtowicz W. [red.], *Prawo finansowe*, Warszawa 1996
677. Wojtyła A. [red. nauk.], *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, Warszawa 2011
678. Woś T., *Niezależne organy regulacyjne w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Zagadnienia prawne*, Kraków 1980
679. Woźniak K., *Wpływ koncepcji prof. Leona Petrażyckiego na organizację państwa i postrzeganie prawa*, w: D. Gil, Ł. Pikuła [red.], *Prawo i nauka w poglądach Leona Petrażyckiego*, Lublin 2013
680. Woźniak-Jęchorek B., *Gospodarcza niepewność według Johna R. Commonsa*, w: *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, nr 3 2014
681. Wróbel A. [red.], *Stosowanie prawa Unii Europejskiej przez sądy*, Kraków 2005
682. Wróblewski J., *Analityczne podejście do aksjologii prawa*, w: *Studia Filozoficzne*, nr 2-3 1985
683. Wróblewski J., *Oceny w prawie i oceny prawa*, w: *Studia Prawnicze*, nr 24 1970
684. Wróblewski J., *Prawo i homeostaza społeczna*, w: *Państwo i Prawo*, nr 2 1982
685. Wróblewski J., *Problem ontologicznej złożoności prawa*, w: K. Opałek, J. Wróblewski [red.], *Prawo. Metodologia. Filozofia. Teoria prawa*, Warszawa 1991
686. Wróblewski J., *Skuteczność prawa i problemy jej badania*, w: *Studia Prawnicze*, nr 1-2 1990

687. Wróblewski J., *Socjologia prawa a prawoznawstwo*, w: Państwo i Prawo, nr 12 1967
688. Wróblewski J., *Teoria racjonalnego tworzenia prawa*, Wrocław 1985
689. Wróblewski J., *Tworzenie prawa w ujęciu systemowym*, w: Państwo i Prawo, nr 5 1980
690. Wróblewski J., *Zasady tworzenia prawa*, Warszawa 1989
691. Wróblewski J., *Zmiany społeczne a prawo*, w: Państwo i Prawo, nr 11 1984
692. Wronkowska S., *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, Poznań 2005
693. Wronkowska S., *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, Poznań 2003
694. Wronkowska S., Z. Ziemiński, *Zarys teorii prawa*, Poznań 1997
695. Wronkowska S., *Zagadnienia racjonalnego tworzenia prawa*, w: Studia Prawnicze, Zeszyt 2, 1979
696. Wrzesiński M., *Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity?*, w: K. Ostaszewski, E. Kosycarz [red. nauk.], *Rozwój nauk o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jego ewolucji*, Warszawa 2011
697. Wymeersch E., Hopt K.J., Ferrarini G. [red.], *Financial Regulation and Supervision*, Oxford 2012
698. Wyrozumka A., *Instrumenty międzynarodowe niewiążące prawnie (soft law lub flexible law)*, w: A. Lazanowsky, R. Ostrihansky [red.], *Współczesne wyzwania europejskiej przestrzeni prawnej. Księga pamiątkowa dla uczczenia 70. urodzin Profesora Eugeniusza Piontka*, Kraków 2005
699. Wyrozumka A., *Pojęcie prawa Unii Europejskiej i zasady jego działania*, w: J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumka, *Instytucje i prawo Unii Europejskiej*, Warszawa 2015
700. Wyrzykowski M., *Pojęcie interesu społecznego w prawie administracyjnym*, Warszawa 1986
701. Yamagishi T., *Trust. The Evolutionary Game of Mind and Society*, Tokyo 2011
702. Żabińska J. [red.], *Rola międzynarodowych organizacji finansowych w stabilizowaniu światowego systemu finansowego. Część II*, Katowice 2007
703. Żabińska J., *Procesy integracyjne na europejskim rynku bankowym*, w: J. Węclawski [red.], *Bankowość. Zjazd Katedr Finansowych: instytucje, instrumenty i strategie finansowe w dobie integracji gospodarczej*, Lublin 2006.
704. Żądło K., *O wartości zaufania. Komunikacja i budowa zaufania a rynkowe wartości przedsiębiorstwa*, Warszawa 2014
705. Zajadło J. [red.], *Leksykon współczesnej teorii i filozofii prawa. 100 podstawowych pojęć*, Warszawa 2010
706. Zalcewicz A., *Bank lokalny. Studium prawne*, Warszawa 2013
707. Zalcewicz A., *Biuro usług płatniczych na tle obowiązujących regulacji prawnych*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 3 2012
708. Zalcewicz A., *Instytucja płatnicza na gruncie regulacji europejskich*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 5 2011
709. Zalcewicz A., *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem usług płatniczych – nowe uregulowania prawne w zakresie kompetencji i zadań nadzorczych*, w: E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska [red.], *Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne*, Wrocław 2011
710. Zalcewicz A., *Problem poprawności implementacji art. 52 ust. 3 dyrektywy PSD do polskiego porządku prawnego (opłata tzw. surcharge, zniżka za korzystanie z instrumentu płatniczego)*, w: Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego, nr 10 2013

711. Zalcewicz A., *Proces integracji europejskiego rynku usług płatniczych – wyzwania regulacyjne*, w: *Prawo i Ekonomia*, Tom VII 2011
712. Zaleśkiewicz T., *Psychologia ekonomiczna*, Warszawa 2011
713. Załuski W., *Ewolucyjna filozofia prawa*, Warszawa 2009
714. Zapadka P., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, w: *Bank i Kredyt*, nr 1 2002
715. Zawadzka P., *Instrumenty finansowe w gospodarce gminy*, Warszawa 2015
716. Zawadzki S., *Z problematyki badań empirycznych w naukach prawnych*, w: *Państwo i Prawo*, nr 3 1966
717. Zawila-Niedźwiecki J., Rostek K., Gąsioriewicz A. [red.], *Informatyka gospodarcza*, cz. 1, Warszawa 2007
718. Zdanowicz B., *Typologia systemów gwarantowania depozytów*, w: *Prawo Bankowe*, nr 1 2008
719. Zdebel M., *Prawo finansowe jako dział prawa*, w: J. Głuchowski, C. Kosikowski, J. Sołno-Koguc [red.], *Nauka finansów publicznych i prawa finansowego w Polsce – dorobek i kierunki rozwoju. Księga jubileuszowa Profesor Alicji Pomorskiej*, Lublin 2008
720. Zeckhauser R., *Comments: Behavioral versus Rational Economics: What You See Is What You Conquer*, w: *Journal of Business*, Vol. 59 No. 4 1986
721. Zielonka P., *Giełda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Warszawa 2011
722. Ziemiński Z., *Etyczne problemy prawoznawstwa*, Wrocław 1972
723. Ziemiński Z., *O pojmowaniu celu, zadania, roli i funkcji prawa*, w: *Państwo i Prawo*, nr 12 1987
724. Ziemiński Z., *O pojmowaniu sprawiedliwości*, Lublin 1992
725. Ziemiński Z., *O stanowieniu i obowiązywaniu prawa. Zagadnienia podstawowe*, Warszawa 1995
726. Ziemiński Z., *Problemy podstawowe prawoznawstwa*, Warszawa 1980
727. Ziemiński Z., *Socjologia prawa jako nauka prawna*, Warszawa-Poznań 1975
728. Ziemiński Z., *Wstęp do aksjologii dla prawników*, Warszawa 1990
729. Żukrowska K. [red.], *Bezpieczeństwo międzynarodowe. Przegląd aktualnego stanu*, Warszawa 2011
730. Żurek M., *Kapitał regulacyjny w Dyrektywie CRDIV oraz Rozporządzeniu CRR – odpowiedź normatywna na kryzys finansowy w UE*, w: *Monitor Prawa Bankowego*, nr 6 2014
731. Zweig F., *Rola teorii wartości w systemie ekonomji*, w: *Czasopismo Prawnicze i Ekonomiczne*, nr 1-4 1920

Akty prawne

1. Traktat o Unii Europejskiej – wersja skonsolidowana, z dnia 26 października 2012 roku, OJ C 326/13
2. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej – wersja skonsolidowana z dnia 26 października 2012 roku, OJ C 326/47
3. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 924/2009 z dnia 16 września 2009 roku w sprawie płatności transgranicznych we Wspólnocie oraz uchylające rozporządzenie (WE) nr 2560/2001, OJ L 226/11
4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 roku w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylenia decyzji Komisji 2009/78/WE, OJ L 331/2
5. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 260/2012 z dnia 14 marca 2012 roku ustanawiające wymogi techniczne i handlowe w odniesieniu do poleceń przelewu i poleceń zapłaty w euro oraz zmieniające rozporządzenie (WE) nr 924/2009, OJ L 94/22
6. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 roku w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Tekst mający znaczenie dla EOG), OJ L 201/1
7. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, OJ L 176/1
8. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku 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, OJ L 173/1
9. Rozporządzenie nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającym rozporządzenie (EU) nr 648/2012, OJ L 173/84
10. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 roku w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych

- wych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012, OJ L 257/1
11. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 roku uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłatność II), OJ L 12/1
 12. Rozporządzenie Rady (UE) nr 1024/2013 z dnia 15 października 2013 roku powierzające Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi, OJ L 287/63
 13. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/751 z dnia 29 kwietnia 2015 roku w sprawie opłat *interchange* w odniesieniu do transakcji płatniczych realizowanych w oparciu o kartę, OJ L 123/1
 14. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 roku w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012, OJ L 337/1
 15. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 94/19/WE z dnia 30 maja 1994 roku w sprawie systemów gwarancji depozytów, OJ L nr 135/5
 16. Dyrektywa 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 23 września 2002 roku dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniająca dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE, OJ L 271/16
 17. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/110/WE z dnia 16 września 2009 roku w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością, zmieniająca dyrektywy 2005/60/WE i 2006/48/WE oraz uchylająca dyrektywę 2000/46/WE, OJ L 267/7
 18. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku 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, OJ L 176/338
 19. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/UE z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie systemów gwarancji depozytów (wersja przekształcona), OJ L 173/149
 20. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku), OJ L 173/179
 21. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona), OJ L 173/349
 22. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 roku w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego,

zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE, OJ L 337/35 (dyrektywa ta powszechnie nazywana PSD2 wejdzie w pełni w życie z dniem 13 stycznia 2018 roku)

Orzecznictwo

1. Wyrok ETS z dnia 20 lutego 1979 roku w sprawie C-120/78, Rewe-Zentral AG v. Bundesmonopolverwaltung für Branntwein, ECR 1979, s. 00649
2. Wyrok ETS z dnia 25 lipca 1991 roku w sprawie C-288/89, Stichting Collectieve Antennevoorziening Gouda and others v. Commissariaat voor de Media, opublikowany na: http://eurlex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!CELEXnumdoc&numdoc=61989J0288&lg=EN [dostęp: 9 listopada 2015 roku]
3. Wyrok ETS z dnia 19 listopada 1991 roku w sprawie Andrea Francovich i Danila Bonifaci oraz inni v. Republika Włoska, sprawy połączone C-6/90 and C-9/90, opublikowany na: http://eurlex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!CELEXnumdoc&lg=en&numdoc=690J0006 [dostęp: 28 stycznia 2016 roku]
4. Wyrok ETS z dnia 22 maja 1992 roku w sprawie C-290/90, Komisja v. Niemcy, ECR 1992, s. I-3874
5. Wyrok ETS z dnia 2 lutego 1994 roku w sprawie C-315/92, Verband Sozialer Wettbewerb v. Clinique Laboratories SNC Lauder Cosmetics GmbH, ECR 1994, s. I-317
6. Wyrok ETS z dnia 10 maja 1995 roku w sprawie C-384/93, Alpine Investments BV v. Minister van Financiën, opublikowany na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61993J0384:EN:HTML> [dostęp: 29 lutego 2016 roku]
7. Wyrok ETS z dnia 6 lipca 1995 roku w sprawie C-470/93, Verein v. Unwesen In Handel und Gewerbe Köln v. Mars GmbH, ECR 1995, s. I-1923
8. Wyrok ETS z dnia 12 października 2004 roku w sprawie C-222/02 Peter Paul i inni v. Bundesrepublik Deutschland, ECR 2004, s. I-9425

Inne

1. Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, The Giovannini Group, Brussels, April 2003
2. Commission White Paper of 1 December 2005 on Financial Services Policy 2005-2010 COM(2005) 629 final
3. Improving Financial Literacy. Analysis of issues and policies, OECD Report 2005
4. Commission Staff Working Document National measures and practices as regards access to basic payment accounts Follow-up to the Recommendation of 18 July 2011 on access to a basic payment account, Brussels, 22.8.2012 SWD(2012) 249 final
5. Commission staff working document Economic Review of the Financial Regulation Agenda Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions A reformed financial sector for Europe COM(2014) 279 final
6. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. Zreformowany europejski sektor finansowy, Bruksela, 15 maja 2014, COM(2014) 279 final
7. Impact Assessment Report Accompanying the proposal for Commission delegated Regulation (EU), Supplementing directive 2009/138/EU of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II), Brussels, 10.10.2014 SWD(2014) 308 final
8. Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital Markets Union, Brussels, 30.9.2015 COM(2015) 468 final
9. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów – Usprawnianie jednolitego rynku: więcej możliwości dla obywateli i przedsiębiorstw, 28.8.2015, COM(2015) 550 final
10. Special Eurobarometer 373 Retail Financial Services Report, March 2012, opublikowany na: http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/policy/eb_special_373-report_en.pdf [dostęp: 25 stycznia 2016 roku]

11. Zielona księga w sprawie detalicznych usług finansowych. Lepsze produkty, szerszy wybór i większe możliwości dla konsumentów i przedsiębiorstw, Bruksela, 10.12.2015, COM(2015) 630 final
12. OTC derivatives statistics at end-December 2014, dostępne na http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.htm [dostęp: 26 września 2015 roku]

Indeks rzeczowy

- Adverse selection* 132, 133, 135, 172
Anchoring bias 188
Architekt wyboru (prawodawca) 22, 180, 181, 193, 216, 222, 228, 236, 237
Asymmetry of information 132, 133, 172
Asymetria informacji (ang. *asymmetry of information*) 132, 133, 172
Behawioralna koncepcja prawa 32, 38, 173, 174, 191, 192, 217, 224, 225, 226
Bezpieczeństwo rynku 19, 44, 88, 116, 165, 208, 227, 236
Bias 220
Binding technical standards 84, 159, 230
Błąd zakotwiczenia (ang. *anchoring bias*) 188
Cognitive bias 187
Contagion effect 57, 118
Dialektyka regulacyjna 18, 92, 93, 125, 154, 169, 230
Efekt domina (ang. *knock-on effect*) 57, 118
Efekt spirali cykli (zjawisko 3 × R) 149, 163
Efekt wąskich ram (ang. *narrow framing*) 188
Efekt zarażania (ang. *contagion effect*) 57, 118
Efektywność prawa 35, 49, 50, 54, 57, 58, 61, 68, 69, 70, 72, 73, 74, 93, 122, 125, 162, 218, 222
Ekonomia behawioralna 178, 179, 180, 185, 217, 235
Ekonomiczna analiza prawa (ang. *Law&Economics*) 20, 58, 63, 65, 74
Ekonomizacja prawa 75, 83, 90, 92
Elastyczna regulacja (ang. *responsive regulation*) 150, 223
Europejski System Nadzoru Finansowego 84, 157, 167
Filozofia regulacji 202
Financial literacy 44, 223
Finanse behawioralne 177
Finansjalizacja 15, 16, 19, 56, 76, 85, 98, 170, 175, 231
Funkcje rynku finansowego 18, 31, 82, 101, 103, 104, 106, 140
Harmonizacja maksymalna 97, 158, 164, 168, 169, 202, 208
Harmonizacja minimalna 157, 169
Herd instinct 188
Heurystyka 185, 186, 187, 192, 221
Homeostaza społeczna 16, 46
Homo oeconomicus 44, 59, 60, 64, 66, 70, 72, 95, 98, 128, 170, 179, 192, 229, 231, 236, 237
Impuls (ang. *nudge*) 180, 219, 225
Informacja 126, 129, 130, 135, 167, 178, 186, 188, 189, 195, 197, 202, 235
Instrumentalne rozumienie prawa 16, 38, 44, 45, 47, 51, 57, 63, 71, 73, 88, 95, 174
Instynkt stadny (ang. *herd insinct*) 188
Interes publiczny 43, 122, 124, 125, 126, 145, 165, 209, 210, 211
Knock-on effect 57, 118

Kognitywne zniekształcenie (ang. *cognitive bias*) 187
 Koncepcja prawa L. Petrażyckiego 20, 33, 38, 47, 53, 54, 57, 74, 87, 95, 176, 178, 185, 229, 235
 Konsensus bazylejski 152, 153
 Konsensus waszyngtoński 152, 153
 Konsument rozsądny 170, 183, 186, 192, 193, 195, 198, 222, 228, 235
 Konsument rozważny 198
 Konsument usług finansowych 20, 21, 22, 47, 57, 64, 76, 101, 149, 155, 166, 176, 183, 193, 194, 200, 206, 208, 210, 212, 213, 215, 217
Law&Economics 20, 58, 63, 65, 74
 Libertariański paternalizm 181, 182, 219
 Miękkie formy oddziaływania na rynek 143
 Miękkie prawo (ang. *soft law*) 19, 21, 76, 84, 86, 93, 124, 143, 160, 161, 162, 230, 235
Moral hazard 57, 130, 135, 219
Narrow framing 188
 Negatywna selekcja (ang. *adverse selection*) 132, 133, 135, 172
 Neurobankowość 190
 Niepewność 60, 65, 113, 115, 119, 135, 164, 180
Nudge 180, 219, 225
 Owczy pęd 189
 Paradygmat 59, 155, 170, 174, 179, 183, 226, 227
 Paradygmat nadzorczo-regulacyjny 152, 154, 155, 156
Paretian turn 179
 Paternalizm 147, 181, 182, 218, 219
 Pieniądz 16, 58, 81, 85, 91, 98, 104, 106, 107, 108, 109, 110, 132, 142, 194
 Pokusa nadużycia (ang. *moral hazard*) 57, 130, 135, 219
 Polityka prawa 42, 47
 Prawo 16, 18, 19, 21, 22, 32, 34, 35, 37, 38, 41, 42, 45, 46, 52, 53, 55, 61, 63, 68, 72, 74, 78, 86, 98, 106, 107, 115, 174, 193, 194, 217, 224, 230, 233, 244
 Prawo rynku finansowego 3, 75, 77, 79, 80, 82, 88, 138, 194, 227, 230, 235
 Prawo rynku usług finansowych 19, 78
 Przejrzystość 21, 76, 103, 124, 126, 127, 128, 132, 150, 153, 166, 167, 168, 197, 204, 206
 Przewrót paretowski (ang. *Paretian turn*) 179
 Psychologiczna koncepcja prawa 176
 Regulacja 134, 136, 140, 142, 144, 184, 219
 Regulacja rynku finansowego 96, 146, 150, 183, 200, 214
Responsive regulation 150, 223
 Rynek finansowy 31, 36, 55, 96, 99, 102, 105, 107, 115, 123, 128, 151, 154, 156, 178, 209
 Rynek finansowy Unii Europejskiej 18, 100, 151, 156, 171, 200, 202
 Ryzyko 20, 32, 60, 104, 113, 118, 120, 122, 126, 154, 200, 232
 Ryzyko systemowe 140, 148, 152
 Skuteczność prawa 35, 42, 47, 48, 49, 51, 61, 72, 94
Soft law 19, 21, 76, 84, 86, 93, 124, 143, 160, 161, 162, 230, 235
 Sprawiedliwość 35, 43, 68, 69, 70, 71, 85
 Stabilność rynku 19, 21, 34, 44, 47, 50, 51, 71, 76, 77, 80, 85, 88, 90, 104, 111, 115, 116, 118, 121, 126, 135, 149, 153, 166, 167, 176, 191, 210, 212, 225, 228
 Stosowanie prawa 40, 83, 146, 169
 System finansowy 16, 89, 93, 95, 99, 101, 102, 104, 111, 121, 122, 154, 178, 205, 232
 Świadomość finansowa (ang. *financial literacy*) 44, 223
 Teoria perspektywy 180, 220
 Tworzenie prawa 17, 19, 21, 31, 32, 35, 36, 40, 41, 42, 51, 57, 60, 83, 89, 92, 138, 144, 146, 166, 176, 194, 234
 Unia Europejska 37, 84, 97, 100, 107, 137, 151, 156, 162, 164, 183, 193, 197, 202

Wartości prawa 16, 18, 21, 32, 34, 37, 39, 40, 42, 43, 44, 45, 69, 70, 72, 77, 80, 85, 88, 93, 98, 107, 111, 116, 123, 124, 126, 138, 143, 209, 233	Zachowania stadne (ang. <i>herd instinct</i>) 188
Wiążące standardy techniczne (ang. <i>binding technical standards</i>) 84, 159, 230	Zaufanie 18, 22, 44, 98, 99, 107, 110, 111, 112, 116, 131, 136, 149, 171, 208, 209, 227, 233, 234, 236
	Zjawisko zniekształcenia (ang. <i>bias</i>) 220



Tomasz Nieborak – doktor habilitowany nauk prawnych, profesor Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu w Katedrze Prawa Finansowego na Wydziale Prawa i Administracji, stypendysta Fundacji na rzecz Nauki Polskiej oraz Deutscher Akademischer Austauschdienst; specjalizuje się w prawie finansowym ze szczególnym uwzględnieniem prawa rynku finansowego oraz finansów UE; autor ponad 50 publikacji z zakresu problematyki prawa bankowego, prawa usług finansowych UE, finansów UE oraz nadzoru i teorii regulacji rynków finansowych.

Podjęmowane przez Autora rozważania dotyczą między innymi zagadnień teoretycznoprawnych, ekonomicznych, a po części filozoficznych i psychologicznych, rozpatrywanych w celu właściwego ukazania problematyki tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego. Wielostronne ujęcie, uwzględniające niedokonywane dotychczas w tak szerokim kontekście spojrzenie na prawo rynku finansowego z punktu widzenia manifestacji natury człowieka, wpływu praw i bodźców ekonomicznych na zachowania jednostki, częstokroć odbiegające od przyjętego – choć obecnie także i w naukach ekonomii podważanego – paradygmatu *homo oeconomicus*, wydaje się być odpowiedzią na istniejące zapotrzebowanie na wiedzę dotyczącą determinant funkcjonowania rynku finansowego w celu jego prawidłowego uregulowania, tworzenia i stosowania prawa rynku finansowego.

dr hab. Anna Zalcewicz, prof. PW
(z recenzji wydawniczej)

ISBN 978-83-232-3036-6
ISSN 0083-4262



9 788323 230366