

# **Rola tak zwanego prawa „miękkiego” w kształtowaniu pozycji inwestora indywidualnego na giełdzie papierów wartościowych**

## **Wstęp**

Sprawnie funkcjonująca giełda papierów wartościowych jest jedną z najważniejszych, jeśli nie najważniejszą instytucją rynku kapitałowego. Sam rynek kapitałowy jest z kolei integralną częścią ustroju gospodarki rynkowej. Jego najważniejsze zasady umocowane zostały w art. 20 Konstytucji RP<sup>1</sup>, który mówi, że „społeczna gospodarka rynkowa oparta na wolności działalności gospodarczej, własności prywatnej oraz solidarności, dialogu i współpracy partnerów społecznych stanowi podstawę ustroju gospodarczego Rzeczypospolitej Polskiej”. Mimo braku wskazania w cytowanym przepisie *explicite* giełdy papierów wartościowych nie ma podstaw, by umniejszać jej rolę choćby w zakresie wypełniania dwóch pierwszych fundamentów ustroju gospodarczego RP, czyli wolności działalności gospodarczej i własności prywatnej.

Społeczeństwo, czyli potencjalni giełdowi inwestorzy prywatni (indywidualni) wciąż nie dysponuje jednak satysfakcjonującą wiedzą dotyczącą giełdy papierów wartościowych. Potwierdzeniem

---

<sup>1</sup> Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. z 1997 r. Nr 78, poz. 483 z późn. zm.).

tego zjawiska są badania przeprowadzone we wrześniu 2016 roku przez Fundację Kronenberga przy współpracy z Bankiem Citi Handlowy (Bank Handlowy w Warszawie S.A.) i Fundacją Think! pt. „Postawy Polaków wobec finansów”, z których wynika, iż jedynie 1% spośród 13% Polaków deklarujących regularne oszczędzanie czyni to poprzez inwestycje na giełdzie<sup>2</sup>. Innym, bardziej zastanawiającym rezultatem tych badań jest ten, że aż 48% respondentów wskazuje, że nie wie, jaka jest rola giełdy<sup>3</sup>.

Przyczyną takiego stanu rzeczy może być wielość aktów prawnych dotyczących rynku kapitałowego, w tym i giełdy papierów wartościowych, skutkująca trudnością w jego ujęciu w przejrzyste ramy prawne, co umożliwiłoby przystępniejsze i skuteczniejsze jego promowanie wśród nie-prawników oraz potencjalnych uczestników w charakterze inwestorów<sup>4</sup>. Prawo rynku kapitałowego tworzone jest przez wiele innych gałęzi prawa – prawo cywilne, prawo handlowe, publiczne prawo gospodarcze, administracyjne, a nawet prawo karne, np. w zakresie sankcji w zakresie niedopełnienia obowiązku dokonania blokady rachunku czy też utrudnienia lub udaremnienia przeprowadzenia czynności w postępowaniu kontrolnym lub administracyjnym. Co więcej, to w regulacjach poświęconych rynkowi kapitałowemu pojawiła się tendencja do wypracowywania pożądaných wzorców zachowań wśród jego uczestników za pomocą tzw. aktów

---

<sup>2</sup> Raport z badań pt. „Postawy Polaków wobec finansów”, badanie Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy i Fundacji Think!, wrzesień 2016 r., raport z badań dostępny jest pod linkiem: <[http://www.citibank.pl/poland/kronenberg/polish/files/postawy\\_polakow\\_wobec\\_finansow\\_wrzesien\\_2016.pdf](http://www.citibank.pl/poland/kronenberg/polish/files/postawy_polakow_wobec_finansow_wrzesien_2016.pdf)> s. 9–10 [dostęp: 29.05.2017].

<sup>3</sup> Ibidem, s. 15.

<sup>4</sup> Wskazać tutaj można nawet na spór o to, czy prawo rynku kapitałowego może być uznane za odrębną gałąź prawa. A. Chłopecki wskazuje, że nie powinno budzić wątpliwości, że prawo rynku kapitałowego stanowi wyodrębnioną gałąź prawa, co argumentuje jego gospodarczym znaczeniem. T. Sójka, w oparciu o poglądy Z. Radwańskiego stwierdza zaś, że „o gałęzi prawa można mówić jedynie w odniesieniu do spójnego i uporządkowanego według przyjętych założeń zespołu norm prawnych, regulujących określone stosunki w sposób pełny”, a jego zdaniem prawo rynku kapitałowego nie ma takich właściwości. Por. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego*. t. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006 s. 757; T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2015, s. 29.

*soft law*, czyli „miękkiego” prawa. Trend ten wywodzi się z krajów *common law* i jest obecny w tzw. anglosaskim modelu ładu korporacyjnego, szczególnie w Wielkiej Brytanii. Kształtowanie ładu korporacyjnego za pomocą aktów *soft law* zostało już zastosowane na arenie międzynarodowej<sup>5</sup>, jak również staje się coraz popularniejsze w krajach również spoza systemu *common law*, w tym i w Polsce.

Wspomniany już ład korporacyjny stanowi jedną z najciekawszych multidyscyplinarnych koncepcji związanych z wszelkimi aspektami zarządzania wielkimi korporacjami giełdowymi oraz relacji między różnymi podmiotami i instytucjami, zarówno wewnętrznymi, jak i zewnętrznymi. Współcześnie ład korporacyjny należy definiować szeroko. Krzysztof Zalega opisuje go jako cały system zasad i regulacji, mechanizmów i bodźców, dotyczący związków między zarządzaniem korporacją a kontrolą nad nią dokonywaną przez różnych interesariuszy z zaznaczeniem istnienia mechanizmów wewnętrznych i zewnętrznych<sup>6</sup>. Zasadne jest więc postrzeganie pozycji inwestora indywidualnego, czyli potencjalnego akcjonariusza jako istotnego elementu ładu korporacyjnego.

Współcześnie bez wątplenia akty prawa „miękkiego”, pomimo braku faktu zaliczania się do prawa powszechnie obowiązującego, z uwagi na ich uznanie i zobowiązanie do stosowania się do zawartych w nich postanowień przez podmioty, do których są adresowane, mogą być uznane za akty kształtujące ich pozycję na rynku kapitałowym. Stwierdzenie to dotyczy również inwestorów indywidualnych.

## 1. Krótko o pojęciach giełdy papierów wartościowych oraz inwestora

Zanim nastąpi wyjaśnienie pojęć prawa „miękkiego” oraz jego odniesienie do prawa powszechnie obowiązującego, kilku słów

---

<sup>5</sup> Szczególną rolę odegrała tutaj Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). Zob. punkt 4 artykułu.

<sup>6</sup> K. Zalega, *Nadzór bankowy i corporate governance a konkurencyjność sektora bankowego*, „Bank i Kredyt” lipiec 2003, s. 47–48.

wyjaśnienia wymagają wskazane w temacie niniejszego rozdziału pojęcia giełdy papierów wartościowych oraz inwestora.

Pojęcie giełdy zostało zdefiniowane przez polskiego ustawodawcę w art. 3 pkt 10 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>7</sup>. Zgodnie z nim, przez pojęcie giełdy rozumie się giełdę papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Aleksandra Zagajewska wskazuje, że giełdą papierów wartościowych jest instytucja publiczna mająca na celu zapewnienie możliwości obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu giełdowego<sup>8</sup>. Zwraca w tym miejscu uwagę fakt, że na giełdzie papierów wartościowych obrót może odbywać się innymi instrumentami finansowymi, co oznacza, iż nieadekwatne jest już zawężanie jej definicji czy wyznaczanie funkcji w oparciu o wyłącznie obrót papierami wartościowymi<sup>9</sup>.

Z kolei inwestor, jak wskazuje Jan Jeżak, pozostaje jednym z elementów własności prywatnej, która obok własności komunalnej i państwowej jest jedną z trzech głównych form własności korporacyjnej<sup>10</sup>. W odniesieniu do giełdy papierów wartościowych pojęcie inwestora jest ściśle związane z pojęciem akcjonariusza. Celem inwestycji w spółkę, której akcje notowane są na giełdzie papierów wartościowych, jest ich nabycie i w konsekwencji pozyskanie uprawnień wynikających z ich posiadania, czyli uzyskanie tzw. legitymacji materialnej, będącej stwierdzeniem przysługiwania konkretnemu akcjonariuszowi określonych praw podmiotowych

<sup>7</sup> Tj. Dz. U. z 2016 r. poz. 1636 z późn. zm.

<sup>8</sup> A. Zagajewska, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, „LEX” 2012.

<sup>9</sup> Główną tego przyczyną jest pojawienie się na rynku kapitałowym wielu kategorii nowych instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, takich jak pochodne instrumenty finansowe czy tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Oznacza to, że współcześnie precyzyjniejszym określeniem instytucji giełdy papierów wartościowych byłoby np. „giełda instrumentów finansowych”, co umożliwia art. 21 ust. 5 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

<sup>10</sup> J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe i kierunki rozwoju*, Warszawa 2010, s. 45.

(udziałowych), a prawa te są, co do zasady, ustawowo „standaryzowane”, czyli normatywnie stypizowane<sup>11</sup>. Michał Przybyłowski i Piotr Tamowicz wyodrębniają dwie główne grupy inwestorów<sup>12</sup>:

- instytucjonalnych, do których zaliczają się inwestorzy finansowi (np. zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne, fundusze *private equity*), inwestorzy branżowi (strategiczni) czy Skarb Państwa;
- indywidualnych, a wśród nich osoby fizyczne czy pracownicy spółki.

Inwestorzy indywidualni stanowią ważną grupę inwestorów na rynku finansowym (kapitałowym), a podejmowane przez nich decyzje, pomimo teoretycznie niższego zaangażowanego kapitału czy mniejszej wiedzy o strategiach inwestycyjnych, mogą istotnie wpływać na funkcjonowanie giełdy jako całości<sup>13</sup>. Rola ta najpełniej ujawnia się w przypadku inwestorów dokonujących zakupu akcji spółek publicznych ze względu na fakt uzyskania praw wynikających z posiadania akcji. Jednakże, z uwagi na słabszą pozycję na giełdzie, są oni narażeni na większą ilość dotkliwych dla nich ryzyk, związanych choćby z naruszeniem reguł obrotu. W związku z tym wymagają oni dodatkowej ochrony prawnej, która niekiedy okazuje się nieskuteczna. Reguły uczciwych relacji między nimi a pozostałymi uczestnikami obrotu giełdowego mogą być więc ustanowione w różnych nieformalnych dokumentach, określanych zbiorczo najczęściej mianem prawa „miękkiego” (*soft law*).

## 2. Pojęcie prawa „twardego” i prawa „miękkiego”

Pozycja inwestora indywidualnego na giełdzie papierów wartościowych kreowana jest przez wiele aktów zaliczanych do źródeł

---

<sup>11</sup> Por. A. Szumański, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. 19: *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 12–13.

<sup>12</sup> M. Przybyłowski, P. Tamowicz, *Akcjonariusze*, [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz (red. nauk.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, Warszawa 2011, s. 92–93.

<sup>13</sup> Por. R. Czyżycki, *Inwestor indywidualny na polskim rynku kapitałowym*, Szczecin 2016, s. 33.

prawa powszechnie obowiązującego. Można więc przyjąć, że akty te zaliczają się do szerokiej grupy tzw. prawa „twardego” (ang. *hard law*). Źródła prawa powszechnie obowiązującego w Polsce zostały enumeratywnie wymienione w art. 87 Konstytucji RP. Są nimi: Konstytucja, ratyfikowane umowy międzynarodowe, ustawy, rozporządzenia i akty prawa miejscowego obowiązujące wyłącznie na obszarze działania organów, które je ustanowiły. W art. 87 Konstytucja RP ustanawia zamknięty system źródeł prawa powszechnie obowiązującego, czyli systemu ukształtowanego stosownie do zasad konstytucyjnych i wykluczającego dowolność jego uzupełniania formami konstytucyjnie nieprzewidzianymi i nieznanymi legitymacji na gruncie konstytucyjnie formułowanych założeń prawodawstwa<sup>14</sup>. Również unijne rozporządzenia, dyrektywy i decyzje, określone w art. 288 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej<sup>15</sup>, przez wzgląd na przyznaną im moc wiążącą zaliczają się do tej kategorii. Podkreślić należy, że obowiązywanie aktów prawnych wydawanych przez różne organy skutkuje dużym skomplikowaniem całości systemu prawnego i wątpliwościami co do pierwszeństwa stosowania poszczególnych aktów prawnych<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Tak B. Banaszak, *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, wyd. 2, Warszawa 2012, s. 498.

<sup>15</sup> Dz. Urz. UE nr C 326 z 26.10.2012 r., s. 47 i n. (dalej: „TfUE”),

<sup>16</sup> Na ten temat wypowiedział się m. in. Trybunał Konstytucyjny. W odniesieniu do prawa wspólnotowego (unijnego) w wyroku z dnia 11 maja 2005 r. stwierdził on, że „prawo wspólnotowe nie jest [...] prawem w pełni zewnętrznym w stosunku do państwa polskiego. W części stanowiącej prawo traktatowe, powstaje ono przez akceptowanie traktatów zawartych przez wszystkie państwa członkowskie (w tym: Rzeczpospolitą Polską). W części zaś stanowiącej wspólnotowe prawo stanowione (pochodne), kreowane jest ono przy udziale przedstawicieli rządów państw członkowskich (w tym: Polski) – w Radzie Unii Europejskiej oraz przedstawicieli obywateli europejskich (w tym: obywateli polskich) – w Parlamencie Europejskim. Na terenie Polski współobowiązują więc podsystemy regulacji prawnych, pochodzące z różnych centrów prawodawczych. Winny one koegzystować na zasadzie obopólnie przyjaznej wykładni i kooperatywnego współstosowania. Okoliczność ta w innej perspektywie ukazuje potencjalną kolizję norm oraz pierwszeństwo jednego z wyróżnionych podsystemów”. Zob. wyrok Trybunału Konstytucyjnego z 11 maja 2005 r., K 18/04, LEX 155502.

Biorąc pod uwagę powyższe rozważania, należy stwierdzić, że akty *hard law* są to pochodzące od oficjalnego ustawodawcy lub organu administracji publicznej, któremu przyznano taką kompetencję, akty normatywne, powszechnie obowiązujące, adresowane do wszystkich obywateli i organów państwowych, a także poszczególnych instytucji i organizacji, zarówno prywatnych, jak i publicznych, kształtujące ich sytuację prawną i zaliczające się do oficjalnego katalogu aktów prawnych danego państwa lub instytucji. Mimo sztywnego stanowiska doktryny i judykatury w kwestii systemu aktów prawnych Trybunał Konstytucyjny stwierdza, że „obok norm prawnych istnieją m.in. normy postępowania stanowione przez podmioty prywatne, np. normy organizacji społecznych lub organizacji gospodarczych. [...] Tego rodzaju normy nie są częścią systemu prawnego, jeżeli ustanawiające je organizacje działają na zasadzie dobrowolności, tzn. przynależność do nich nie jest koniecznym warunkiem dostępu do określonych dóbr, a przestrzeganie ustanowionych norm nie jest opatrzone sankcją przymusu państwowego. Nie oznacza to jednak, że nie są one częścią szeroko pojmowanego ładu społecznego, zbudowanego na zasadzie subsydiarności”<sup>17</sup>. Teza ta oznacza, że Trybunał Konstytucyjny dopuszcza istnienie innego, nieoficjalnego zbioru reguł postępowania. Wprowadzony w niniejszym rozdziale podział aktów prawnych na te zaliczające się do *hard law* oraz *soft law* oraz chęć wykazania coraz to istotniejszej roli tych drugich w kształtowaniu pozycji inwestora, jakim jest akcjonariusz indywidualny, implikuje konieczność wyjaśnienia znaczenia prawa „miękkiego”, genezy wyodrębnienia aktów prawa tej kategorii oraz podstaw do uznania takiego podziału przez różne organy i podmioty.

Akty prawa „miękkiego” w dziedzinie ładu korporacyjnego zaczęły odgrywać kluczową rolę w jego kształtowaniu, a zwłaszcza w promowaniu pożądanych zachowań emitentów względem inwestorów, od początku lat 90. XX wieku. W tym obszarze ich celem

---

<sup>17</sup> Zob. wyrok Trybunału Konstytucyjnego z 12.5.2003 r., sygn. akt. SK 38/02, OTK ZU 2003, Nr 6A, poz. 53.

było przede wszystkim promowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego i zachowań względem tzw. interesariuszy zewnętrznych, do których zaliczają się również inwestorzy<sup>18</sup>. Pomimo nazwania aktów tego rodzaju prawem „miękkim” nie są one prawem w ścisłym tego słowa znaczeniu, ponieważ nie posiadają one cech, które umożliwiają ich zaliczenie do grupy prawa „twardego”. Paweł Skuczyński zauważa, że chociaż pojęcie aktów prawa „miękkiego” wywodzi się z prawa międzynarodowego publicznego, to obecnie znajduje zastosowanie w wielu gałęziach i dziedzinach prawa – regulacjach antydyskryminacyjnych, ochronie konsumentów, deontologii (etyce) zawodowej oraz w obrocie handlowym<sup>19</sup>. Szerokie stosowanie niewiążących aktów prawnych, które jednak wywołują określone skutki prawne, zauważalne też jest w działalności organów Unii Europejskiej. Art. 288 TfUE, oprócz wymienionych już wiążących aktów zaliczających się do tzw. prawa pochodnego, wymienia także dwa rodzaje aktów, które zaliczają się właśnie do aktów prawa „miękkiego” – zalecenia i opinie. A. Wróbel wskazuje na wiele innych nietypowych rodzajów aktów prawnych, mogących

---

<sup>18</sup> Pojęcie interesariusza (ang. *stakeholder*) wywodzi się z anglosaskiej nauki przedmiotu, a stworzenie oraz zdefiniowanie jego koncepcji przypisuje się R.E. Freemanowi. Według jego definicji interesariuszem jest grupa i podmioty indywidualne, których czerpią zyski lub ponoszą straty i których prawa są naruszane lub respektowane przez działania korporacyjne. Pojęcie to należy do podstawowych pojęć jednej z najbardziej uznanych teorii ładu korporacyjnego, tzw. teorii interesariuszy. Zob. R.E. Freeman, J.S. Harrison, A.C. Wicks, B.L. Pahdar, S. de Cole, *Stakeholder Theory. The State of The Art.*, Cambridge 2010, s. 31; E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, [w:] *General Issues in Business Ethics*, <<http://businessethics.qwriting.qc.cuny.edu/files/2012/01/Freeman.pdf>> [dostęp 30.5.2017]; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółkach akcyjnych*, Warszawa 2010, s. 34

<sup>19</sup> P. Skuczyński, *Soft law w perspektywie teorii prawa*, [w:] O. Bogucki, S. Czepita (red.), *System prawny a porządek prawny*, Szczecin 2008, s. 326–327. Podobnie twierdzi M. Lemonnier, precyzując, iż samo pojęcie *soft law* zostało po raz pierwszy użyte przez lorda Arnolda McNaira. Zob. M. Lemonnier, *Rola badań porównawczych i interdyscyplinarnych w kwestiach rynku i nadzoru finansowego*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, s. 51.



być określonymi mianem *soft law*: komunikaty, zawiadomienia, kodeksy (zasady postępowania), Zielone księgi, Białe księgi, programy działania, rezolucje, deklaracje, wnioski i wytyczne<sup>20</sup>. Akty prawa „miękkiego” Unii Europejskiej charakteryzują się m.in. tym, że stosowane są one przede wszystkim w sferze wewnętrznej UE i w stosunkach z państwami trzecimi, a ich celem jest wywołanie pewnych skutków prawnych lub efektów o charakterze politycznym<sup>21</sup>.

Akty prawa „miękkiego” pojawiły się również w prawie administracyjnym. Z. Duniewska stwierdza, że akty *soft law*, ważne „zwłaszcza w procesach standaryzacji, ujednociania i innowacyjności – wykazujące stałą tendencję rozrastania się – obejmują liczną grupę norm, którym przypisuje się *sui generis* walor prawny, ale dość znaczny autorytet faktyczny”<sup>22</sup>. Autorka ta wskazuje także różne funkcje, jakie pełnią one w obszarze administracji publicznej, a wśród nich kształtowanie standardów, wyznaczanie kierunków przyszłej legislacji, umacnianie argumentacji w procesie stosowania i wykładni prawa itd.<sup>23</sup>. W kwestii rekomendacji dotyczących dobrych praktyk ostrożnego i stabilnego zarządzania bankami wydawanych przez Komisję Nadzoru Finansowego na podstawie art. 137 pkt 5 Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe<sup>24</sup> M. Stahl stwierdza, że również akty takiego rodzaju mogą zaliczać się do „miękkiego” prawa, które jednocześnie definiuje jako pozaprawne zbiory postępowania, niewiążące, ale niepozbawione praktycznego znaczenia<sup>25</sup>.

---

<sup>20</sup> Zob. A. Wróbel, [w:] A. Wróbel, D. Kornobis-Romanowska, J. Łacny (red.), *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Komentarz*, t. 3, Warszawa 2012, s. 621–622 i 692.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 692.

<sup>22</sup> Z. Duniewska, [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.), *System Prawa Administracyjnego*, t. 1: *Instytucje prawa administracyjnego*, wyd. 2, Warszawa 2015, s. 155.

<sup>23</sup> *Ibidem*.

<sup>24</sup> T.j. Dz. U. z 2016 r. poz. 1988 z późn. zm.

<sup>25</sup> Zob. M. Stahl, [w:] R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.), *System Prawa Administracyjnego*, t. 5: *Prawne formy działania administracji*, Warszawa 2013, s. 348–349. Odmiennie P. Wajda, *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009, s. 196.

Cały pokrótce scharakteryzowany proces kształtowania się i wykorzystania niewiążących, ale mogących wywoływać określone skutki prawne, aktów *soft law* odcisnął swoje piętno również na prawie rynku finansowego, a także kapitałowego jako jego istotnym elemencie. Wszystkie poczynione przez autorów-specjalistów w różnych gałęziach i dziedzinach prawa komentarze na temat *soft law* pozostają ze sobą zbieżne i trafnie oddają istotę tego rodzaju aktów.

W tym obszarze Z. Ofiarski wskazuje, że regulacje posiadające charakter „miękkiego” prawa (*soft law*) są uzupełnieniem norm prawa powszechnie obowiązującego i wypełniają te obszary, których w szczegółowy sposób nie uregulował prawodawca<sup>26</sup>. Autor ten zaznacza także, że o ile „miękkie” prawo nie ma charakteru wiążącego, to często w istotnym stopniu wpływa na ewolucję regulacji prawa powszechnie obowiązującego (czyli to, co zostało określone w niniejszym rozdziale mianem prawa „twardego”), a także na zachowania uczestników rynku finansowego<sup>27</sup>. M. Lemonnier akcentuje zaś brak przymusu prawnego takich norm prawnych, co z jednej strony wyróżnia je na tle regulacji *hard law*, lecz z drugiej strony prowadzi do tego, że uczestnicy rynku mogą nie uznać ich za normy obowiązujące<sup>28</sup>.

Wydaje się, że spośród przyjętych na rynku kapitałowym aktów prawa „miękkiego” dla pozycji inwestora indywidualnego najdonioślejszą rolę odgrywają tzw. kodeksy dobrych praktyk<sup>29</sup>. A. Kolwas definiuje je jako niepochozące od oficjalnego prawodawcy, lecz powszechnie zaakceptowane i stosowane przez adresatów do-

---

<sup>26</sup> Z. Ofiarski, *Rola soft law w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, op.cit., s. 138.

<sup>27</sup> Ibidem, s. 138-139.

<sup>28</sup> M. Lemonnier, *Rola badań porównawczych i interdyscyplinarnych w kwestiach rynku i nadzoru finansowego*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak, op.cit., s. 46.

<sup>29</sup> Analiza wybranych aktów prawa „miękkiego” będzie koncentrowała się wokół właśnie takich dokumentów.

kumenty, do przestrzegania których adresaci ci się zobowiązują z reguły poprzez stosowne oświadczenie<sup>30</sup>. W tej definicji zaakcentowana została możliwość pochodzenia takiego rodzaju regulacji od nieoficjalnego prawodawcy, którym, jak wskazuje praktyka w tym obszarze, może być nawet instytucja niebędąca organem administracji publicznej. Doskonałym tego przykładem jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., będąca operatorem rynku regulowanego w rozumieniu art. 14 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>31</sup>. Podjęta przez jej Radę Nadzorczą uchwała w sprawie „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016”<sup>32</sup> jest najlepszym na polskim rynku kapitałowym przykładem takich właśnie działań.

---

<sup>30</sup> A. Kolwas, *Obowiązki kodeksów Corporate Governance spółek publicznych – uwagi na tle prawoporównawczym*, „Prawo Spółek” 2008, nr 7–8 (139–140), s. 81.

<sup>31</sup> Zgodnie z tym przepisem rynkiem regulowanym jest „działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany”. Zwrócić tutaj należy także uwagę na niedawną nowelizację ustawy o obrocie instrumentami finansowymi [dokonanej Ustawą z dnia z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie instrumentów finansowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r. poz. 724)], która zniosła funkcjonujący podział rynku regulowanego na rynek giełdowy i pozagiełdowy. Konsekwencją tej zmiany było to, że GPW S.A. z siedzibą w Warszawie stała się operatorem rynku regulowanego bez wyróżnienia rynku giełdowego. Nie przestała jednak podlegać szczególnemu reżimowi prawnemu wyrażającemu się przede wszystkim w obszarze wyjątkowo ścisłej reglamentacji administracyjno-prawnej. O warunkach prowadzenia giełdy zob. T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *op.cit.*, s. 755 i n.

<sup>32</sup> Uchwała nr 26/1413/2015 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 października 2015 r. w sprawie uchwalenia „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016”. Uchwała dostępna na stronie internetowej GPW w Warszawie: <[https://www.gpw.pl/uchwaly\\_rady\\_gpw/?ph\\_tresc\\_glowna\\_start=show&ph\\_tresc\\_glowna\\_cmn\\_id=56485](https://www.gpw.pl/uchwaly_rady_gpw/?ph_tresc_glowna_start=show&ph_tresc_glowna_cmn_id=56485)> [dostęp: 14.10.2015].

### **3. Wybrane akty prawa „miękkiego” w zakresie ładu korporacyjnego kształtujące pozycję inwestora na giełdzie papierów wartościowych**

Powszechna praktyka przyjmowania aktów *soft law* w celu kształtowania pozycji podmiotów na giełdzie, uzupełniania obszarów nieuregulowanych przez organy państwowe czy choćby wypracowywania pożądaných schematów zachowania mogących poprawić efektywność rynku, rozpoczęła się w latach 90. XX wieku. Z punktu widzenia polskiego rynku kapitałowego najistotniejszymi aktami tego rodzaju są:

1. Dokument *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD* (w wersji z 2004 roku)<sup>33</sup>;
2. Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydania *Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*<sup>34</sup>;
3. Uchwała Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016*<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, 2004. Polska wersja językowa dostępna na stronie internetowej ECGI pod linkiem: <[http://www.ecgi.org/codes/documents/principles\\_pl\\_final.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_pl_final.pdf)> [dostęp: 03.06.2017].

<sup>34</sup> Uchwała nr 218/2014 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 22 lipca 2014 r. w sprawie wydania *Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*. Dokument dostępny na stronie internetowej KNF: <[https://www.knf.gov.pl/dla\\_rynku/zasady\\_ladu\\_korporacyjnego/index.html](https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/zasady_ladu_korporacyjnego/index.html)> [dostęp: 3.06.2017].

<sup>35</sup> W podręczniku wydanym do tego dokumentu stwierdzono, że „dobre praktyki nie są «kodeksem», «miękkim» prawem, «mniejszym» prawem, «wice» prawem, ani prawem w ogóle”. Zob. A.S. Nartowski, *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016. Podręcznik*, [https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/Podrecznik\\_DPSN\\_2016\\_9\\_03\\_16.pdf](https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/Podrecznik_DPSN_2016_9_03_16.pdf) [dostęp: 14.10.2015]. Jednak z uwagi na to, że wykazują one wiele cech charakterystycznych dla aktów prawa „miękkiego”, zostały one przez autora uwzględnione.

### 3.1. Zasady nadzoru korporacyjnego OECD

Zasady nadzoru korporacyjnego OECD stanowią pierwszy dokument poruszający zagadnienie ładu korporacyjnego i, co za tym idzie, ochrony inwestorów indywidualnych wydanym przez organizację międzynarodową. Po raz pierwszy zostały przyjęte w 1999 roku, a w 2004 roku dokonano ich rewizji. Krzysztof Oplustil podkreśla, że *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD* nie są aktem wiążącym prawa międzynarodowego, co oznacza, że stanowią one klasyczny przykład „miękkiego” prawa<sup>36</sup>.

Dokument *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD* wymienia sześć obszarów mających zapewnić niezakłóconą realizację celów nadzoru (ładu) korporacyjnego. Są nimi:

- 1) zapewnienie podstawy dla skutecznych ram nadzoru korporacyjnego;
- 2) prawa wspólników/akcjonariuszy oraz najważniejsze funkcje właścicielskie;
- 3) równoprawne traktowanie wspólników/akcjonariuszy;
- 4) rola interesariuszy w procesach nadzoru korporacyjnego;
- 5) jawność i przejrzystość [publikacja informacji dot. spółki – przyp. aut.];
- 6) zakres odpowiedzialności organu spółki.

W preambule do *Zasad nadzoru korporacyjnego OECD* wskazano, że zostały one „stworzone z myślą o tym, by wspomóc rządy państw należących i nienależących do OECD w ich wysiłkach zmierzających do dokonania oceny i udoskonalenia prawnych, instytucjonalnych i regulacyjnych ram funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w tych państwach oraz by zaoferować pakiet wytycznych i sugestii skierowanych do giełd papierów wartościowych, inwestorów [...] w procesach kształtowania się dobrych systemów nadzoru

---

<sup>36</sup> K. Oplustil, op.cit., s. 60-61. „Miękki” charakter *Zasad nadzoru korporacyjnego OECD* podkreśla także A. Szumański. Zob. A. Szumański, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 5 (92).

korporacyjnego”<sup>37</sup>. Najważniejsze postanowienia, mające znaczenie dla inwestorów indywidualnych, są następujące:

- wprowadzenie ułatwień dotyczących wykonywania praw własności przez wszystkich akcjonariuszy (inwestorów), zawarte w rozdziale II *Zasad nadzoru korporacyjnego OECD*;
- wprowadzenie równego traktowania wszystkich akcjonariuszy (inwestorów), zawarte w rozdziale III „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD”.

Obecnie, po 18 latach od przyjęcia *Zasad nadzoru korporacyjnego OECD*, należy zaznaczyć pionierski charakter tego dokumentu, który wpłynął na sposób redagowania aktów prawa „miękkiego”, które odnoszą się do zagadnienia ładu korporacyjnego, w tym ochrony inwestorów indywidualnych.

### **3.2. Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych**

Kolejnym wybranym dokumentem zaliczającym się do aktów *soft law* są *Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych* wydane przez Komisję Nadzoru Finansowego. Akt pochodzący od polskiego państwowego organu nadzoru nad rynkiem finansowym wzbudził pewne kontrowersje, związane przede wszystkim z zakreślonym kręgiem jego adresatów<sup>38</sup>. W dokumencie niewiele uwa-

<sup>37</sup> *Preambuła do Zasad nadzoru korporacyjnego OECD*, s. 11.

<sup>38</sup> Jak wskazuje A. Hajos-Iwańska: „Z jednej strony, spółki publiczne są objęte (wprost) obowiązkiem wdrożenia Zasad, z drugiej strony – z obowiązku tego zwolnieni są emitenci dokonujący ofert publicznych lub których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym – ta sprzeczność daje się racjonalnie wyjaśnić jedynie przez przyjęcie, że Zasady mają zastosowanie do tych spółek publicznych, które nie mieszczą się w zakresie wyłączenia (czyli: nie są emitentami dokonującymi ofert publicznych lub których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym)”. A. Hałas-Iwańska, „Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych” *KNF jako instrument rozszerzenia zakresu nadzoru KNF*, Portal internetowy ekonomia.rp.pl, <<http://www.rp.pl/arttykul/1166257--Zasady-ladu-korporacyjnego-dla-instytucji-nadzorowanych--KNF-jako-instrument-rozszerzenia-zakresu-nadzoru-KNF.html#ap-2>> [dostęp: 19.12.2014].

gi poświęcono kwestiom związanym z kształtowaniem pozycji prawnej inwestorów indywidualnych, ograniczając takie postanowienia do rozdziału 2 zatytułowanego „relacja z udziałowcami instytucji nadzorowanej” oraz rozdziału 6 pt. „polityka informacyjna”. Zwrócona jest w nim uwaga m.in. na konieczność działalności w interesie udziałowców (§ 8), z jednoczesnym ustanowieniem obowiązku braku ich ingerowania w działalność zarządu (§ 10) czy też dokapitalizowania w przypadku złej sytuacji finansowej podmiotu. Jedynym postanowieniem, które *de facto* ma znaczny wpływ na kreowanie uprzywilejowanej pozycji prawnej inwestora indywidualnego, jest § 31, nakładający na podmioty obowiązek prowadzenia przejrzystej polityki informacyjnej, uwzględniającej potrzeby jej udziałowców (inwestorów), a także ułatwianiu i zapewnieniu równości w dostępie do niej przy jednoczesnym zapewnieniu zasad i terminów udzielania informacji.

### **3.3. Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016**

Ostatnim z wybranych aktów są *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016*. Adresatami tego dokumentu są wszyscy emitenci, których instrumenty finansowe są notowane na GPW w Warszawie. W odniesieniu do inwestorów została sformułowana w nim pierwsza zasada pt. „Polityka informacyjna i komunikacyjna z inwestorami”, w myśl której „spółka giełdowa dba o należyłą komunikację z inwestorami i analitykami, prowadząc przejrzystą i skuteczną politykę informacyjną. W tym celu zapewnia łatwy i niedyskryminujący nikogo dostęp do ujawnianych informacji, korzystając z różnorodnych narzędzi komunikacji”<sup>39</sup>. Konkretyzacja tej zasady następuje w pkt I.R.3 oraz I.R.4, gdzie umieszczone zostały odpowiednio postanowienia dotyczące umożliwienia zadawania inwestorom pytań i uzyskiwania wyjaśnień na pytania będące przedmiotem ich zainteresowania oraz obowiązek dołożenia wszel-

<sup>39</sup> *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016*, s. 8–10.

kich starań przy sporządzaniu raportu okresowego po to, aby umożliwić inwestorom zapoznanie się z osiągniętymi przez nią wynikami finansowymi w możliwie najkrótszym czasie po zakończeniu okresu sprawozdawczego. Dokonując pewnej konkretyzacji A.S. Nartowski wskazuje, że realizacja zasady I.R.3 może odbywać się w formule otwartych spotkań z inwestorami i analitykami lub w innej formie przewidzianej przez spółkę, np. w formie transmisji internetowych<sup>40</sup>.

## Podsumowanie

W artykule wskazano istotną i coraz szybciej rosnącą rolę regulacji prawa „miękkiego” w kształtowaniu pozycji inwestora indywidualnego na giełdzie papierów wartościowych oraz krótkie omówienie wybranych aktów o takim charakterze w obszarze kształtowania pozycji inwestora indywidualnego na giełdzie papierów wartościowych. Tematyka ta, przez wzgląd na wiele wciąż niescharakteryzowanych obszarów tematycznych z nią związanych zasługuje w przyszłości na szersze opracowanie.

Obejmowanie coraz szerszą ochroną prawną oraz instytucjonalną inwestorów instytucjonalnych, wskazując pełnioną przez nich kluczową rolę dostarczycieli kapitału dla emitentów instrumentów finansowych, może w efekcie pozytywnie wpływać również na pozycję inwestorów indywidualnych. P. Wajda wskazuje, że rynek finansowy jest tą częścią systemu gospodarczego, która w największym stopniu wymaga regulacji maksymalnie dopasowanych do specyfiki obrotu<sup>41</sup>. Autor ten podkreśla także, że obowiązek tworzenia prawnych instrumentów dotyczących obrotu spoczywa również na instytucjach uprawnionych do tworzenia regulacji normujących funkcjonowanie rynku finansowego, zwłaszcza instytu-

---

<sup>40</sup> A.S. Nartowski, op.cit., s. 12.

<sup>41</sup> P. Wajda, *Przyjęte praktyki rynkowe – status prawny*, „Monitor Prawa Bankowego” 2014, nr 7–8 (44–45), s. 132.



cjach tworzących tzw. sieć bezpieczeństwa rynku finansowego<sup>42</sup>. W odniesieniu do integracji rynku finansowego oznacza to dopasowanie do specyfiki obrotu nie tylko regulacji prawa powszechnie obowiązującego, lecz również unormowań pozaprawnych, czyli właśnie aktów *soft law*<sup>43</sup>.

Tendencję do regulowania różnych zagadnień związanych z obrotem na giełdzie papierów wartościowych za pomocą aktów prawa „miękkiego” należy ocenić pozytywnie. Akty takie, stanowiąc zazwyczaj odpowiedź na potrzeby rynku i jego uczestników, są redagowane w sposób przejrzysty i zrozumiały dla ich adresatów. Pozwalają również odnaleźć się słabszym podmiotom uczestniczącym w rynku kapitałowym, do których zaliczają się właśnie inwestorzy indywidualni, w przysługujących im prawach. Można więc stwierdzić, że przyjmowanie aktów prawa „miękkiego” może być jednym z najlepszych, jeśli nie najlepszym, sposobem na kreowanie pozycji inwestora indywidualnego na rynku kapitałowym i walkę ze wszelkimi szkodliwymi dla niego zjawiskami rynkowymi.

## **Role of soft law regulation in shaping the position of individual investor at the stock exchange**

### **Summary**

The still forming Polish capital market and the stock exchange as probably its most important institution requires constant development of the complex of different legal institutions protecting but also non-disturbing the functioning of its participants. Individual investors due to their low engaged capital and level of association are a group particularly vulnerable to risks connected with trade at the stock exchange. Guaranteeing an investor a safe legal position requires adoption of legal instruments which sometimes are insufficient. Soft law acts are one of the most efficient

---

<sup>42</sup> Ibidem, s. 133.

<sup>43</sup> Ibidem, s. 133.

methods of counteracting this phenomenon. Despite the fact that soft law acts are not considered as binding sources of law they may determine desired actions of entities at the stock exchange which may contribute favorably to respect their rights, fix rigid framework of functioning at the stock exchange or fulfill legal loopholes in a way other than traditional legal acts. Soft law may also act as recommendation in the position of an individual investor – they may promote issuers' positive actions towards them, incorporate postulates on changes in the capital markets law or even serve as educational guides. On grounds of many positive attributes like elasticity or transparency and also their universal acceptance it seems that in the future soft law may obtain appreciation and become *de facto* a source of behavioral norms and create a position of individual investors at the stock exchange.