

KONRAD ZACHARZEWSKI

WYBRANE PROBLEMY GIEŁDOWEGO OBROTU TOWAROWEGO W KONTEKŚCIE AKTUALNYCH WYPOWIEDZI DOKTRYNALNYCH

I. W bibliotece prawnika powinno znaleźć się miejsce na literaturę związaną z giełdą. Praktyczne znaczenie obrotu giełdowego systematycznie wzrasta i nie należy spodziewać się odwrócenia tej tendencji. Na półkach księgarskich dominują opracowania ekonomiczne oraz z zakresu zarządzania, poświęcone mechanizmowi osiągania zarobku na giełdzie. Natomiast literatury przeznaczonej dla prawników ciągle jest za mało. Wzmoczona aktywność doktryny, związana z uchwaleniem pierwszych regulacji i powstaniem giełdy w 1991 r., wyraźnie osłabła pod koniec lat dziewięćdziesiątych, zarówno jeśli chodzi o przyczynki, jak i monografie. Komentarze do prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi wznowione z pewnością już nie zostaną z uwagi na zasadnicze zmiany prawa obowiązującego w Polsce. W tej sytuacji z dużym zainteresowaniem należy sięgnąć po aktualne opracowanie problematyki giełdowej, poświęcone sprawom giełdowego obrotu towarowego – M. Dul, R. Jastrzębski, *Giełdy towarowe. Komentarz* (Warszawa 2006, ss. 340).

II. Pojęcie giełd towarowych zostało przybliżone w licznych opracowaniach monograficznych¹. Społeczno-gospodarcze znaczenie tych instytucji ulegało zmianom w procesie ewolucyjnych przekształceń form prowadzenia handlu zorganizowanego. Czasy świetności tradycyjnych giełd towarowych (giełd zbytu i zaopatrzenia w surowce i produkty) minęły w Polsce raczej bezpowrotnie. Giełdy towarowe znajdowały podatny grunt dla swojej ekspansji w warunkach liberalnych i konkurencyjnych. Efektywne funkcjonowanie giełd towarowych wiąże się z ograniczonym (minimalnym) zakresem legislacyjnego oddziaływania na popyt, podaż bądź cenę. W początkowych fazach ewolucji giełd ustawodawcy nie ingerowali w tym zakresie i giełdy towarowe spełniały funkcje

¹ Zob. np. F. Tomanek, *Handel towarowy i pieniężny, jego organizacja i technika*, Lwów-Warszawa 1937; N. Battley, *Kontrakty futures i opcje na giełdach towarowych*, Warszawa 1995; D. Bliźniak, L. Gontarski, *Towarowe rynki terminowe*, Warszawa 1997; idem, *Giełda towarowa*, Kraków 1998; M. Drewniński, *Giełdy towarowe. Organizacja – technika – strategia*, Wrocław 1992; idem, *Giełdy towarowe w Polsce – tradycje, stan obecny i perspektywy rozwoju*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 1993, nr 661; idem, *Giełdy towarowe*, Warszawa 1997; K. Fandrey, T. Gołębiowski, w: *Giełdy w gospodarce światowej*, red. W. Januszkiewicz, Warszawa 1987; K. Fandrey, *Giełdy towarowe w Polsce*, Warszawa 1985; M. A. Jerzak, *Giełda towarowa na rynku rolnym*, Warszawa 1998; S. Urban, A. Olszańska, *Zorganizowane rynki towarowe. Giełdy towarowe, aukcje, centra handlu hurtowego, targi i wystawy*, Wrocław 1998.

rynków zbytu i zaopatrzenia w warunkach konkurencji na masową skalę. Realia społeczno-gospodarcze w perspektywie światowej uległy jednak zmianom. W niektórych regionach współczesnego świata ustawodawcy deformują samorzutne procesy rynkowe, między innymi pod wpływem przewagi innych niż liberalizm rynkowy (leseferyzm) wartości godnych wzmożonej ochrony.

Jednym z takich regionów świata jest obszar Unii Europejskiej. Przejawem interwencji w samorzutne procesy rynkowe jest np. wspólna polityka rolna oraz wspólna polityka energetyczna. Ograniczenie konkurencji na europejskim rynku niektórych płodów rolnych, produktów zwierzęcych oraz energii hamuje ekspansję towarowego sektora obrotu giełdowego. Ograniczenie konkurencji ma jednak pozytywny wpływ z punktu widzenia wspólnych rynków europejskich, ponieważ minimalizuje wahania cen i w ten sposób zapewnia w dłuższej perspektywie stabilność stosunków społecznych. Wprowadzenie na powrót reguł rynku liberalnego i konkurencyjnego na obszarze Unii być może byłoby możliwe do przeprowadzenia, ale wymagałoby fundamentalnych modyfikacji koncepcji wspólnych rynków pod kątem uwarunkowań pożądaných w obrocie giełdowym. Nie jest to zadanie łatwe, niezależnie od tego, czy potrzebne i uzasadnione. Tradycyjne giełdy surowców i produktów na kontynencie europejskim są więc właściwie w odwrocie (oprócz giełd londyńskich), natomiast dobra koniunktura nie omija znaczących w skali światowej giełd towarowych w krajach Azji i Pacyfiku oraz na obu kontynentach amerykańskich. Odpowiada to współczesnym kierunkom handlu międzynarodowego. Giełdy towarowe w krajach europejskich oczywiście istnieją, ale ich znaczenie gospodarcze nie ma na ogół charakteru ponadnarodowego (ogólnoświatowego). W realiach wewnątrz europejskich podmioty zainteresowane zbyciem albo nabyciem tradycyjnych towarów giełdowych (surowców, produktów bądź energii), czyli producenci i przetwórcy, kontraktują z reguły bez pośrednictwa giełdy.

Towarowy sektor obrotu giełdowego to sektor podmiotów wyspecjalizowanych. Wiele argumentów przemawia za ograniczoną popularnością giełd towarowych w szerokich kręgach społeczeństwa. W praktyce obrót walorami udziałowymi oraz dłużnymi cieszy się znacznie większym zainteresowaniem. Można nawet powiedzieć, że inwestowanie na giełdach instrumentów finansowych jest łatwiejsze w porównaniu z grą na giełdzie towarowej.

III. Korporacyjne, cywilnoprawne oraz administracyjne uwarunkowania prawne związane z funkcjonowaniem giełd instrumentów finansowych oraz giełd towarowych są podobne, między innymi ze względu na wspólne *ratio legis* stosownych aktów prawnych. Ustawa z 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (u.g.t.) liczy sobie 70 artykułów. Nie jest więc tak obszerna, jak analogiczna regulacja publicznego obrotu instrumentami finansowymi, składająca się z trzech zasadniczych ustaw z 29 lipca 2005 r. Ustawa o giełdach towarowych zawiera unormowania związane z tworzeniem i ustrojem giełd towarowych oraz izb rozliczeniowych, nadzorem sprawowanym obecnie przez KNF (dawniej KPWiG), statusem maklerów, prowadzeniem działalności maklerskiej, a także regulację tajemnicy zawodowej oraz odpowiedzialności cywilnej i karnej. Interdyscyplinarny charakter komentowanego unormowania

w pełni usprawiedliwia współautorstwo komentarza, co w literaturze giełdowej nie należy do rzadkości.

Wśród problemów jurystycznych obrotu giełdowego aktualne zainteresowanie wzbudzają giełdowe zagadnienia cywilistyczne, w znacznej mierze rozwiązywane podobnie w obrocie towarowym oraz instrumentami finansowymi. Unormowania o charakterze cywilnoprawnym nie stanowią pierwszoplanowego przedmiotu regulacji giełdowych, a część instytucji unormowana jest w sposób fragmentaryczny. Być może również z tego względu w doktrynie trudno o zbieżność poglądów w niektórych zasadniczych kwestiach obrotu giełdowego (judykatura giełdowa nie jest jeszcze imponująca).

Kolejność omawiania poszczególnych zagadnień cywilistycznych poruszonych w komentarzu jest w naturalny sposób narzucona przez porządek poruszania poszczególnych kwestii cywilistycznych przez przepisy ustawy o giełdach towarowych. W dalszym ciągu należy się zastanowić nad przedmiotem świadczenia wynikającego z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie towarowej (towar giełdowy; art. 2 pkt 2 u.g.t.), nad umową sprzedaży zawartą na giełdzie (transakcja giełdowa; art. 2 pkt 3 u.g.t.), nad giełdowym cyklem rozliczeniowym (art. 15 i 16 u.g.t.) oraz nad odpowiedzialnością w związku z wadliwą kreacją waloru giełdowego (art. 56 ust. 1 u.g.t.). Komentarz, w ślad za ustawą, porusza znacznie więcej ciekawych wątków, które wzbudzają aktualne zainteresowanie w mniejszym zakresie.

IV. Komentarz jest przede wszystkim pierwszym kompleksowym opracowaniem towarowego sektora obrotu giełdowego w ujęciu praktycznym. Ze względu na zasygnalizowaną przez Autorów atrofię giełd towarowych (już we wstępie oraz na czwartej stronie okładki), kształtuje się jednak myśl o luźnym związku komentarza z praktyką. Czytelnik może więc oczekiwać zaprezentowania oraz podsumowania głównych wątków dyskusji doktrynalnej w węzłowych kwestiach obrotu giełdowego, także w kontekście zapatrywań sformułowanych na tle obrotu papierami wartościowymi (instrumentami finansowymi).

Pracę otwiera obszerne wprowadzenie historyczne, co należy ocenić pozytywnie. Autorzy dotarli do wielu ciekawych, również niepublikowanych źródeł, a owoc wysiłku badawczego jest doprawdy imponujący. Jest to jeden z mocniejszych punktów komentarza. Książka od razu stała się najważniejszym źródłem wiedzy na temat funkcjonowania giełd w Polsce w ujęciu retrospektywnym². Szkoda tylko, że czytany jednym tchem wywód poświęcony współczesnym giełdom towarowym urywa się nagle na roku 2003, w przeddzień najpoważniejszych zmian sektora giełd towarowych w Polsce (w czasie obowiązywania ustawy). Uwagi na temat obecnego ich stanu są rozproszone.

² Por. także L. Pięta, *O organizacyi giełdy*, „Przegląd Sądowy i Administracyjny” 1876, nr 22, s. 181 i n.; S. A. Kempner, *Giełda. Jej istota, cel i ustrój*, Warszawa 1908, s. 12; T. Korzon, *Historia handlu w zarysie*, Warszawa 1914, s. 24-32; F. Tomanek, *Handel towarowy i pieniężny, jego organizacja i technika*, Lwów-Warszawa 1937, s. 103; K. Fandrey, *Giełdy towarowe w Polsce*, Warszawa 1985, s. 10; M. Drewiński, *Giełdy towarowe...*, s. 11; idem, *Giełdy towarowe w Polsce...*, s. 139; D. Bliźniak, L. Gontarski, *Towarowe rynki terminowe*, Warszawa 1997, s. 8; M. Jerzak, *Giełdy polskie*, „Życie Gospodarcze” 1993, nr 42.

Autorzy na przestrzeni całego komentarza przyznają, że perspektywy rozwoju giełd towarowych nie są, niestety, zbyt obiecujące.

Zasadniczą częścią książki jest komentarz do ustawy o giełdach towarowych, natomiast po nim znalazło się stosunkowo dużo miejsca na statut oraz regulamin działającej w Polsce giełdy towarowej (dokumenty dostępne w Internecie). Z ogólnej liczby 340 stron komentarz zajmuje w książce tylko nieco ponad 200 stron. Wykaz źródeł i literatury w części bibliograficznej obejmuje imponującą liczbę blisko dwustu pozycji. Jednakże bez mała połowa zestawienia to publikacje z dzienników, publikacje sprzed 1990 r. oraz ogólnodostępne komentarze. W najwyższym stopniu niezadowolający jest także wykaz orzecznictwa. Natomiast w wyniku lektury usytuowanego na początku książki wykazu skrótów można dojść do wniosku, że Autorzy mogliby respektować przyzwyczajenia czytelników i rozwinąć skrót BGB jako kodeks cywilny niemiecki, nie zaś jako kodeks cywilny Rzeszy.

Autorzy nie ustrzegli się pewnych potknięć, które można wspomnieć jedynie marginalnie, podkreślając dyskusyjność sformułowanych zapatrywań. Między innymi nasuwa się wątpliwość co do roli giełdy jako kreatora zasad deontologii zawodowej (s. 23). Tego typu normy (etyczne) kształtują się w zupełnie innych okolicznościach i w zasadzie nie mogą być narzucone. W świetle zapatrywań Autorów ocena, czy uchwały spółki prowadzącej giełdę zostały podjęte z naruszeniem prawa lub zasad bezpieczeństwa obrotu, należy do wyłącznej kompetencji organu (dawniej KPWiG, obecnie KNF; s. 149). Tymczasem należy to do kompetencji sądu. Autorzy przekonują również do dyskusyjnej tezy, która głosi, że „regulamin giełdy stanowi akt prawny o charakterze samorządowym”, a z racji tego, że stanowi regulację, która wiąże akcjonariuszy oraz organy spółki prowadzącej giełdę, „regulamin ma charakter umowno-administracyjny” (s. 128). Zaproponowane (nowe) pojęcia raczej się nie przyjmą. Kilkakrotnie przewinęła się też myśl, że bliżej określone przepisy mają „charakter fakultatywny” (s. 97 i 143). Jak się wydaje, obowiązujące unormowania takiego charakteru mieć nie mogą, ponieważ zostały uchwalone i pozostają w mocy. Przepisy prawa pozytywnego obowiązują niezależnie od tego, czy adresaci norm korzystają z kompetencji przyznanej im przez normę.

V. Przepis art. 2 u.g.t. definiuje podstawowe pojęcia użyte w ustawie. Dla cywilistyki szczególne znaczenie ma definicja towaru giełdowego (pkt 2). Określenie istoty prawnej przedmiotu świadczenia wynikającego z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie jest jednym z głównych teoretycznych problemów prawa giełdowego. Poglądy doktrynalne na ten temat kształtują się głównie na tle uregulowań obrotu papierami wartościowymi (instrumentami finansowymi). Literatura jest bardzo obszerna, przy pełnym niemal milczeniu rodzimej judykatury³. Pojęcie towaru giełdowego ma charakter konwencjonalny, podobnie jak pojęcie papieru wartościowego według prawa o publicznym obrocie *de lege derogata* oraz pojęcie instrumentu finansowego według ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (u.o.i.f.) *de lege lata*.

³ Zob. np. wyrok SN z 9 lipca 2004 r., II CK 460/03, OSNC 2005, z. 4, poz. 72, w sprawie dopuszczalności terminowych operacji finansowych dokonywanych przez banki.

Ustawowy katalog towarów giełdowych jest zamknięty. Autorzy trafnie zwracają jednak uwagę na obowiązującą regulację prawa energetycznego, która rozwija myśl ustawodawcy giełdowego i poszerza katalog towarów giełdowych o „prawa majątkowe wynikające ze świadectw pochodzenia energii z odnawialnych źródeł”. Upowszechnienie tego faktu należy odnotować jako zaletę komentarza. Świadectwo pochodzenia energii z odnawialnych źródeł jest w pewnym sensie substytutem „energii ekologicznej”. Komentarz wyjaśnia istotę tego towaru giełdowego oraz jego znaczenie dla szerszej rozumianej polityki energetycznej Państwa. „Przedsiębiorstwa energetyczne zobowiązane są do posiadania określonego udziału w sprzedaży odbiorcom końcowym energii elektrycznej, wytwarzanej w odnawialnych źródłach energii. Zobowiązanie takie może być wykonane właśnie przez nabycie i przedstawienie do umorzenia świadectwa pochodzenia” (s. 71). Przedsiębiorstwa energetyczne, które nie są w stanie wywiązać się z narzuconych limitów sprzedaży „energii ekologicznej” mają więc trzy wyjścia: mogą zwiększyć sprzedaż takiej energii albo nabyć prawa majątkowe wynikające ze świadectwa pochodzenia energii, albo uiścić opłatę zastępczą (art. 9a ust. 1 prawa energetycznego).

Prawa majątkowe wynikające ze świadectwa są przykładem waloru zdematerializowanego (powstają przez wpis na rachunek), a ich substrat (baza) ma charakter abstrakcyjny (procentowy udział sprzedaży „energii ekologicznej” w ogólnej liczbie energii sprzedanej). Z tego względu poważne wątpliwości budzi zakwalifikowanie praw majątkowych do kategorii przedmiotów materialnych (s. 63, pkt 4). Dysonans tego zestawienia jest oczywisty. Autorzy nie przytaczają argumentacji na poparcie swojego stanowiska, opierając się na założeniu, że „znaczenia terminu ‘prawa majątkowe’ nie można ustalić wyłącznie poprzez cywilnoprawną analizę tego pojęcia” (s. 66). W pracy nie wysunięto jednak przekonującej kontrpropozycji konstrukcyjnego ujęcia praw pochodnych, co oznacza, że Autorzy przechodzą w milczeniu obok gorącego przecież sporu naukowego na temat istoty walorów zdematerializowanych, opierając się na zapatrywaniach dotychczasowych, niekiedy również trudnych do przyjęcia. Już tylko zarysowanie głównych konturów tej polemiki przybrałoby obszerne rozmiary.

Z pewnością nie należy do istoty instrumentów pochodnych to, że „transakcje giełdowe, których są przedmiotem, mogą zostać wykonane zarówno przez fizyczną dostawę instrumentów bazowych (tzw. *physical settlement*), jak też przez rozliczenie finansowe (tzw. *cash settlement*)” (s. 68). Z pewnością również walory zdematerializowane, jako przedmiot świadczenia wynikającego z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie, nie są czynnością prawną. Uznając ten pogląd za oczywisty, należy zająć stanowisko opozycyjne w stosunku do stwierdzenia Autorów, że „opcja jest umową” (s. 69) oraz że „transakcja terminowa jest umową” (s. 70), chociaż są to poglądy we współczesnej nauce ogólnie akceptowane⁴. Prawo pochodne nie jest czynnością prawną (umową).

⁴ W odniesieniu do tzw. transakcji terminowych zob. np. A. Powierża, *Transakcja terminowa – charakter prawny*, „Glosa” 1999, nr 6, s. 9; idem, *Transakcja terminowa jako umowa gwarancyjna*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 1, s. 38; M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie)*, Warszawa 2000, s. 79; A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, s. 193; T. Paintner, *Wpływ ogłoszenia upadłości na klauzule*

Prawo pochodne jest przedmiotem świadczenia wynikającego z czynności prawnej (z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie). Opierając się na tym prostym założeniu można zakwestionować większość opinii wyrażonych w omawianej kwestii. Jednym z przykładów dyskusyjnego poglądu jest myśl, iż „w transakcjach instrumentami pochodnymi na towary [...] nie mamy do czynienia z umową sprzedaży, ale z umową nazwaną gry lub zakładu” (s. 124-125)⁵. Otóż należy zdawać sobie sprawę z tego, że na giełdach nie dochodzą do skutku gry lub zakłady. Na giełdach zawierane są umowy sprzedaży.

VI. Przepis art. 2 u.g.t. zawiera definicję umowy sprzedaży zawartej na giełdzie („transakcji giełdowej”; pkt 3). Jeszcze przed nowelizacją u.g.t. w 2003 r. „transakcja giełdowa” była „umową sprzedaży towarów giełdowych”, natomiast po nowelizacji stanowi „umowę dotyczącą towarów giełdowych”. Autorzy odnoszą się przychylnie do tej niezrozumiałej zmiany ustawowej. Podstawową czynnością giełdową jest jednak umowa sprzedaży⁶, a jej definicja ustawowa – właśnie w u.g.t. – była do 2003 r. jedynym normatywnym śladem tej oczywistej prawidłowości. Uzasadnienie projektu nowelizacji (druk sejmowy nr 1556 Sejmu IV Kadencji z 18 kwietnia 2003 r.) nie tłumaczy motywów, dla których transakcja giełdowa przestała być *verba legis* „umową sprzedaży”, a stała się „umową dotyczącą towarów giełdowych”⁷. Pozornie może to

nettingu w prawie polskim – krótki zarys regulacji art. 103 pr.bank. oraz art. 98 projektu ustawy – prawo upadłościowe i naprawcze, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2002, nr 4, s. 9; P. Sokal, *Znaczenie akcji w obrocie papierami wartościowymi*, „Prawo Spółek” 2004, nr 4, s. 29. W doktrynie niemieckiej: U. Paus, *Börsentermingesäfte. Begriff und Erscheinungsformen nach neuen Börsenrecht*, Baden-Baden 1995, s. 200 i n.; J. Baur, *Investmentgesetze. Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus Auslandsinvestment-Gesetz – AuslInvestmG. Kommentar nebst Ländzbersicht EG/EWR Staaten, Japan, Schweiz, USA*, t. I, Berlin-New York 1997, s. 501; H. Sprau, w: *Bürgerliches Gesetzbuch. Kommentar*, München 2006, s. 1140. W odniesieniu do tzw. kontraktów opcyjnych zob. np. L. Sobolewski, *Umowa opcji zbycia lub nabycia instrumentów finansowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1998, nr 1, s. 6 i n.; M. Romanowski, *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 5, s. 25; L. Koziorowski, *Pojęcie kontraktu opcyjnego i opcji w prawie polskim*, „Radca Prawny” 1999, nr 6, s. 79; S. Sołtysiński, rec. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, „Państwo i Prawo” 2000, z. 1, s. 99; A. Chłopecki, op. cit., s. 193, s. 176; M. Pawelczyk, *Charakter prawny umowy o subemisję*, „Rejent” 2002, nr 11, s. 170; M. J. Golecki, *Charakter prawny opcji giełdowej na tle prawa angielskiego, francuskiego i niemieckiego*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2004, z. 2, s. 555 oraz 562; P. Sokal, *Definicja i znaczenie instrumentów finansowych w świetle nowych regulacji prawnych*, „Prawo Spółek” 2006, nr 7-8, s. 77; P. Stanisławiszyn, rec. T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe – aspekty prawonpodatkowe*, Warszawa 2005, „Państwo i Prawo” 2006, z. 10, s. 111.

⁵ Por. także G. Wiaderek, *Umowa opcyjna – konstrukcja prawna*, „Glosa” 1993, nr 3, s. 17; L. Koziorowski, *Umowa opcji kupna lub sprzedaży jako gra lub zakład*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 5, s. 13; J. T. Miller, *Opcje walutowe jako gra i zakład wzajemny*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1998, nr 7, s. 38 i n.; M. Romanowski, *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999 nr 5, s. 25.

⁶ „Czynność kupna-przedazy należy do najważniejszych i najwykreszniejszych negocjacji giełdowych” (L. Pięta, *O czynnościach giełdowych ze stanowiska prawa austriackiego*, „Przegląd Sądowy i Administracyjny” 1876, nr 29, s. 246); por. także T. Seifert, *Giełdy*, Warszawa 1937, s. 2.

⁷ Por. także dwie różnobrzmiące przedwojenne definicje transakcji giełdowej: przepis § 29 ust. 1 rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd, w brzmieniu określonym przepisem art. 1 pkt 19 rozporządzenia z 18 marca 1935 r. o zmianie rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd (Dz. U. Nr 24, poz. 163) oraz przepis

oznaczać, że na giełdzie dochodzą do skutku także inne umowy „dotyczące towarów”, które – jak należałoby przypuszczać – zobowiązują do rozporządzenia, np. zamiany albo darowizny. Ustawodawstwo jednak nie podsuwa tutaj rozwiązań (podobnie regulaminy giełdowe), natomiast Autorzy zastanawiają się nad możliwością zawierania na giełdzie umów zamiany (s. 75). Trudno sobie wyobrazić praktyczne aspekty zawierania i wykonywania takich umów. Przykładem rozporządzenia giełdowego na podstawie innego zdarzenia niż umowa sprzedaży zawarta na giełdzie, służy natomiast przepis art. 44 ust. 4 u.g.t. (oraz art. 89 ust. 4 u.o.i.f.).

Interesująca i niestety niepoddana, jak dotąd, analizie dogmatycznej jest również kwestia trybu zawarcia umowy sprzedaży na giełdzie⁸. W praktyce światowej dominują dwa tryby doprowadzenia do zawarcia umowy sprzedaży, tzw. system *open outcry* oraz tzw. system członka giełdy-specjalisty. Ten pierwszy kojarzony jest z giełdami w systemie *common law*. Najbliższym kodeksowym odpowiednikiem podstawy konstrukcyjnej tego trybu zawarcia umowy sprzedaży na giełdzie jest tryb ofertowy ustny. Ten drugi zyskuje zwolenników na arenie światowej ze względu na ekspansję techniki teleinformatycznej, a jego podstawą konstrukcyjną jest tryb ofertowy pisemny. Autorzy piszą na ten temat niewiele, a przy tym dochodzą do konkluzji, że tryb *open outcry* to *sui generis* przetarg (s. 97). Przyjęcie takiego poglądu jest nieuzasadnione. Ponadto okazuje się, że komentatorzy posługują się żargonem giełdowym i nie zgłaszają propozycji juretycznego rozumienia pojęć wywodzących się z praktyki. Umowy dochodzą do skutku najczęściej w wyniku ich zawarcia. Tak zwane „otwieranie” i „zamykanie pozycji” (np. s. 91) z powodzeniem mogłoby zniknąć z kart publikacji prawniczych.

VII. Umowa sprzedaży zawarta na giełdzie, która opiewa na walor zdematerializowany (np. akcję, prawo pochodne), jest wykonywana przez wpis na rachunek w ramach giełdowego cyklu rozliczeniowego. Konstrukcja prawna giełdowego cyklu rozliczeniowego wciąż zasługuje na deskrypcję ze stanowiska dogmatycznego, chociaż literatura na ten temat jest imponująca⁹. Ze względu

§ 29 ust. 2 rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd, dodany przepisem art. 1 pkt 19 w ramach tej samej nowelizacji.

⁸ Por. jednak A. Chłopecki, op. cit., s. 228 i n.

⁹ Zob. np. R. Wójcik, *Klasyczne i nowoczesne instrumenty finansowe obrotu giełdowego*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” 1993, nr 376, s. 122 i n.; P. Parkinson, J. Stehm, *Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets*, Washington 1992, s. 9 i n.; N. S. Poser, *Broker-Dealer Law and Regulation*, Boston – New York – Toronto – London 1995, s. 178 i n.; N. Battley, op. cit., s. 22 i n.; J. Zawila-Niedźwiecki, *(Nie)doskonatość rozliczeń papierów wartościowych*, „Gra na Giełdzie” 1995, nr 10, s. 20; L. Sobolewski, *System krajowego depozytu papierów wartościowych. Zagadnienia prawne*, Warszawa 1996, s. 69 i n.; idem, *Przenoszenie praw z papierów wartościowych według nowego Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi – artykuł polemiczny*, „Monitor Prawniczy” 1997, nr 8, s. 309; M. Kamiński, *Wypracowanie zagadnień prawnych i rozwiązań instytucjonalnych dla obrotu kontraktami terminowymi*, w: *Kompendium wiedzy na temat tworzenia się rynków terminowych w Polsce*, Poznań 1997, s. 73 i n.; W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Warszawa 1998, s. 22 i n.; G. Gerdes, *Payment, Clearing and Settlement Systems*, Chicago-Cambridge 1999, s. 14 i n.; A. Chłopecki, op. cit., s. 119 i n.; *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Poznań 2002, s. 242 i n.; D. Szańca, *Charakter umowy o uczestnictwo i istota stosunku uczestnictwa w krajowym depozycie*,

na charakter opracowania nie można oczekiwać od Autorów komentarza poszerzonych rozważań na ten temat. Natomiast można odnieść się do wyrażonych zapatrywań, które zachęcają do polemiki i mają charakter ogólny. Giełdowy cykl rozliczeniowy towarów giełdowych oraz instrumentów finansowych opiera się na analogicznych założeniach jurystycznych, a KDPW S.A. odgrywa rolę izby rozliczeniowej w obu sektorach w polskiej praktyce giełdowej.

Ogólny mechanizm zawarcia i wykonania umowy sprzedaży giełdowej jest powszechnie znany. Umowa sprzedaży zostaje zawarta na giełdzie pomiędzy dwoma członkami giełdy, natomiast zobowiązana do spełnienia świadczenia na rzecz wierzyciela jest izba rozliczeniowa. Nasuwa się więc pytanie, na jakiej podstawie izba uzyskuje status osoby zobowiązanej do spełnienia świadczenia wynikającego z umowy sprzedaży oraz jaki jest charakter odpowiedzialności izby.

Izba rozliczeniowa nie zawiera umów sprzedaży na giełdzie, nie jest więc zobowiązana jako strona. Autorzy wyrażają jednak odmienne zdanie i utrzymują, że „izba rozrachunkowa (clearingowa) wstępuje w prawa i obowiązki stron transakcji, tj. staje się niejako stroną umowy” (s. 91). Takie ujęcie nie jest odosobnione w literaturze¹⁰. Zaproponowana konstrukcja (sukcesji) nie wyjaśnia jednak podstawy zobowiązania izby, ponieważ „wstąpienie” nie jest zdarzeniem prawnym, które aktualizuje zobowiązanie izby. Tak postawione założenie wpływa również na trafność dalszych poglądów wyrażonych w komentarzu. „Dzięki wstępującej w prawa i obowiązki stron izbie rozrachunkowej następuje tzw. kompensacja pozycji (eliminacja przeciwnych pozycji)” (s. 91). Autorzy preferują zatem koncepcję potrącenia, jako podstawy konstrukcji prawnej giełdowego cyklu rozliczeniowego. Nie odpowiadają przy tym na samoistnie nasuwające się dalsze pytania. Po lekturze nadal nie wiadomo, na jakiej podstawie izba uzyskała tytuł do wierzytelności, czyli jak uzyskała status uczestnika ewentualnego potrącenia. Nie jest także jasne, przeciwko komu potrącenie jest skierowane i czy mamy do czynienia z potrąceniem bilateralnym, czy też wielostronnym (izba plus obie strony umowy). Szwankuje również stylistyka („kompensacja zobowiązań i wierzytelności”; s. 140).

Zobowiązanie izby rozliczeniowej nie ma charakteru gwarancyjnego, wbrew sugestii wyrażonej w art. 15 ust. 6 u.g.t., który dotyczy „zagwarantowania zobowiązań i wierzytelności wynikających z transakcji”. Zbliżoną formułę przewiduje art. 48 ust. 2 pkt 8 u.o.i.f. („gwarantowanie rozliczeń transakcji”). Ponad wszelką wątpliwość izba odpowiada jednak za wykonanie własnego

„Transformacje Prawa Prywatnego” 2002, nr 3, s. 17 i n.; idem, *O rozliczeniu transakcji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych – zagadnienia prawne*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2004, nr 1-2, s. 83 i n.; R. Biskup, *Wtórny obrót papierami wartościowymi. Zagadnienia prawne*, Bydgoszcz-Lublin 2003, s. 146 i n.; A. W. Kawecki, *Z problematyki kolizyjnoprawnej współczesnego obrotu papierami wartościowymi*, w: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Sottysińskiemu*, Poznań 2005, s. 827.

¹⁰ Por. np. P. Parkinson, J. Stehm, op. cit., s. 9; N. S. Poser, op. cit., s. 178; N. Battley, op. cit., s. 22 i n.; R. Wójcik, op. cit., s. 122 i n.; M. Kamiński, op. cit., s. 73 i n.; W. Grabowski, op. cit., s. 22 i n.; A. Chłopecki, op. cit., s. 119; L. Sobolewski, op. cit., s. 69; idem, w: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 993; W. Stępień, *Wprowadzenie praw pochodnych na giełdę*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 3, s. 22.

zobowiązania, a nie zobowiązania innej osoby. Synallagmatyczne roszczenia stron umowy sprzedaży opiewającej na walor zdematerializowany są przecież wyłączone, a izba jest jedyną osobą zobowiązaną do świadczenia na rzecz wierzyciela. Izba spełnia świadczenia wynikające z umowy sprzedaży giełdowej przez wpis na rachunek rozliczeniowy strony umowy. Należy zauważyć, że Autorzy nie zajęli stanowiska na temat charakteru prawnego wpisu na rachunek rozliczeniowy.

VIII. Rozdział 9 ustawy nosi tytuł „Odpowiedzialność cywilna i karna”. Ustawa określa reguły odpowiedzialności na tle niektórych tylko stanów faktycznych, charakterystycznych dla obrotu giełdowego. Jednym z ciekawszych zagadnień jest zagadnienie odpowiedzialności w związku z wadami giełdowego waloru zdematerializowanego (art. 56 ust. 1 u.g.t.¹¹). Tego typu obiekty cyrkulacji powstają, ogólnie rzecz biorąc, jako skutek pierwszego wpisu na rachunek rozliczeniowy w izbie (art. 7 ust. 2 u.o.i.f.). Taki wpis na rachunek ma charakter kreacyjny (prawotwórcy, konstytutywny; terminologia jest konwencjonalna). Oprócz dokonania wpisu skuteczne wykreowanie waloru zdematerializowanego wymaga spełnienia szeregu innych przesłanek (materiałnych oraz proceduralnych, natury administracyjnej oraz cywilnoprawnej, w przypadku walorów udziałowych – również korporacyjnej). Jak się wydaje, wywód na temat wad walorów zdematerializowanych powinien być poprzedzony uwagami na temat ich powstawania. Tych jednak w komentarzu zabrakło. Po lekturze opracowania nadal nie jest jasne, na czym polega wada waloru zdematerializowanego. W świetle zapatrywań Autorów, „pojęcie wady towaru giełdowego należy rozpatrywać w rozumieniu wady prawnej sprzedanych towarów, określonych w art. 2 pkt 2 lit. d, e ustawy o giełdach towarowych. Mają tu odpowiednie zastosowanie unormowania k.c. o rękojmi z wady rzeczy sprzedanych (art. 556-576 k.c.), a także art. 555 k.c., zgodnie z którym przepisy o sprzedaży rzeczy ruchomych stosuje się odpowiednio do sprzedaży energii oraz do sprzedaży praw” (s. 240). Z pewnością wada przedmiotu świadczenia nie polega na dopuszczalności stosowania przepisów k.c. o rękojmi. Nieco dalej Autorzy podkreślają, że „sprzedawca jest odpowiedzialny względem kupującego, jeżeli rzecz sprzedana (towar giełdowy) stanowi własność osoby trzeciej albo jeżeli jest ona obciążona prawem osoby trzeciej (art. 556 § 2 k.c.) lub też prawa nie istnieją albo mają mniejszy zakres od zapewnionego przez sprzedawcę”. W takiej sytuacji niejako automatycznie nasuwają się interesujące pytania o zakres uprawnień wierzyciela z tytułu rękojmi w obrocie giełdowym w związku z wymienionymi wadami prawnymi waloru, o czym Autorzy nie wspominają, podobnie jak o wykonywaniu poszczególnych uprawnień. Zachodzą tutaj pewne różnice, jeżeli chodzi o giełdową cyrkulację walorów zdematerializowanych, energii oraz rzeczy ruchomych, związanych skutkiem czynności prawnej ze składowymi papierami wartościowymi (dowodami składowymi).

¹¹ Odpowiadający jemu przepis art. 162 ust. 1 ustawy z 1997 r. nie został powtórzony w nowych regulacjach z 2005 r.

Pytanie o istotę wadliwie wykreowanych walorów zdematerializowanych nadal pozostaje otwarte. Teoretyczna waga tego problemu jest równie doniosła, jak pytania o skutki braków formalnych dokumentowych papierów wartościowych. Natomiast ze względu na technologiczny kontekst współczesnego obrotu giełdowego, w zakresie kreacji oraz cyrkulacji waloru zdematerializowanego, można wyrazić opinię, że wady walorów zdematerializowanych w praktyce nie pojawią się (ewentualnie w zupełności sporadycznie). Walory tego typu są bowiem kreowane, ogólnie rzecz biorąc, na podstawie decyzji organu administracyjnego (KNF), przez wysoce wiarygodny podmiot (izbę rozliczeniową), który bierze również udział w cyrkulacji walorów w charakterze osoby zobowiązanej do spełnienia świadczenia wynikającego z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie.

IX. Trudno jednoznacznie ocenić komentarz do ustawy o giełdach towarowych. Autorzy umiejętnie prowadzą wywód na temat giełd towarowych w szerszym kontekście trzech nowych ustaw giełdowych z 29 lipca 2005 r. Nie szczędzą też uwag krytycznych pod adresem ustawodawcy, trafnie zwracając uwagę na pewne niedociągnięcia regulacji prawa giełdowego. Warto odnotować swobodę poruszania się w materii kompetencyjnej (np. s. 92-96; s. 124). Wywody Autorów na styku prawa giełdowego oraz prawa energetycznego należą do bardzo interesujących, podobnie jak część retrospektywna. Można także zgodzić się z niektórymi sugestiami *de lege ferenda*.

Trzeba jednak przyznać, że komentarz nie jest wyczerpującym opracowaniem praktycznych aspektów stosowania ustawy o giełdach towarowych. Autorzy chyba zbyt szeroko posługują się techniką sygnalizowania problemu (np. co do zakresu odpowiedzialności osoby zobowiązanej do naprawienia szkody giełdowej; s. 245, pkt 7). Cenne byłyby też uwagi do przepisów uchylonych. Derogacja świadczy przeciw o tendencjach legislacyjnych, które odnoszą się do oczekiwań praktyki. Określenie *ratio legis* derogacji z pewnością rozjaśniłoby kontekst polskiej praktyki giełdowej w ostatnich latach (np. w przypadku uchylenia art. 47 u.g.t., który zakazywał posiadania udziałów albo akcji więcej niż jednego towarowego domu maklerskiego, a także krzyżowania kapitału pomiędzy towarowymi domami maklerskimi). Tymczasem Autorzy nie podają nawet daty uchylenia. Właściwie nie korzystają też z publikowanego orzecznictwa w sprawach giełdowych (np. na stronie 205-206, pkt 4, warto by przytoczyć postanowienie NSA z 6 marca 1995 r., II SA 1373/94, ONSA 1996, nr 2, poz. 71).

Komentarz jest z pewnością cenną pozycją w bibliotece prawnika stykającego się z giełdą od strony praktycznej bądź teoretycznej. Publikacja znakomicie wpisuje się w kontekst dotychczasowych wypowiedzi doktrynalnych na temat p.o.p.w. (u.o.i.f.). Jest też bardzo potrzebna i rzeczywiście wypełnia lukę na rynku wydawniczym. Dzieło inspiruje czytelnika do studiowania zagadnień obrotu giełdowego, a pionierski trud Autorów w zakresie popularyzacji towarowego sektora obrotu giełdowego należy ocenić jednoznacznie pozytywnie.