

INSTRUMENTY FINANSOWE W GOSPODARCE GMINY

Patrycja Zawadzka

MONOGRAFIE LEX



LEX

a Wolters Kluwer business

INSTRUMENTY FINANSOWE W GOSPODARCE GMINY

Patrycja Zawadzka



LEX

a Wolters Kluwer business

Warszawa 2015

Wydanie publikacji zostało dofinansowane przez Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego

Stan prawny na 1 grudnia 2014 r.

Recenzent

Dr hab. Anna Jurkowska-Zeidler, prof. UG

Wydawca

Izabella Małecka

Redaktor prowadzący

Ewa Wysocka

Opracowanie redakcyjne

Anna Krzesz

Łamanie

Violet Design

Układ typograficzny

Marta Baranowska

Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.

prawolubni

SZANUJMY PRAWO I WŁASNOŚĆ
Więcej na www.legalnakultura.pl
POLSKA IZBA KSIĄŻKI

© Copyright by
Wolters Kluwer SA, 2015

ISBN 978-83-264-8077-5

ISSN 1897-4392

Wydane przez:
Wolters Kluwer SA

Dział Praw Autorskich
01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33
tel. 22 535 82 00, fax 22 535 81 35
e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl
księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

Wykaz skrótów / 9

Wstęp / 17

Rozdział I

Determinanty uczestnictwa jednostek sektora finansów publicznych na rynku finansowym / 29

1. Rynek finansowy i jego segmentacja / 29
2. Regulacja prawna rynku finansowego / 41
3. Pośrednictwo na rynku finansowym / 63
4. Szczególne podstawy prawne uczestnictwa jednostek sektora finansów publicznych na rynku finansowym / 74
5. Podsumowanie / 88

Rozdział II

Segmenty rynku kapitałowego w świetle możliwości ich wykorzystania przez gminę / 90

1. Pojęcie i podział rynku kapitałowego / 90
2. Rynek regulowany / 97
3. Alternatywny system obrotu / 112
4. Rynek niezorganizowany / 116
5. Podsumowanie / 118

Rozdział III

Cechy instrumentów finansowych przesądzające o możliwości ich wykorzystania w gospodarce gminy / 120

1. Papier wartościowy a instrument finansowy / 120
2. Wybrane wierzycielskie papiery wartościowe / 131
3. Wybrane udziałowe papiery wartościowe / 150

4. Podstawowe rodzaje pochodnych instrumentów finansowych / 163
5. Podsumowanie / 177

Rozdział IV

Zasady i regulacje prawne determinujące wykorzystanie instrumentów finansowych w gospodarce gminy / 179

1. Prawne uwarunkowania dotyczące wykonywania zadań przez gminę / 179
2. Samodzielność finansowa jako podstawa wykorzystania instrumentów finansowych w gospodarce gminy / 198
3. Zasady gminnej gospodarki finansowej w świetle wykorzystania instrumentów finansowych / 218
4. Znaczenie wieloletniej prognozy finansowej i uchwały budżetowej dla wykorzystania instrumentów finansowych w gospodarce gminy / 231
5. Podsumowanie / 239

Rozdział V

Gmina jako uczestnik rynku kapitałowego / 242

1. Prawne podstawy funkcjonowania gminy na rynku kapitałowym i jej ograniczenia / 242
2. Dwojaki charakter uczestnictwa gminy na rynku kapitałowym / 257
 - 2.1. Gmina jako emitent na rynku kapitałowym / 257
 - 2.2. Gmina jako inwestor na rynku kapitałowym / 270
3. Ryzyko inwestycji na rynku kapitałowym / 285
4. Podsumowanie / 294

Rozdział VI

Obligacje komunalne jako podstawowy rodzaj papierów wartościowych w gospodarce gminy / 296

1. Pojęcie i istota obligacji komunalnych oraz ich rodzaje / 296
2. Obligacje przychodowe jako szczególny rodzaj obligacji komunalnych / 309
3. Tryb i warunki emisji obligacji komunalnych / 320

4. Uchwała w sprawie emisji obligacji komunalnych / 341
5. Realizacja świadczeń wynikających z obligacji komunalnych / 354
6. Podsumowanie / 363

Rozdział VII

Możliwości wykorzystania pozostałych instrumentów finansowych w gospodarce gminy / 365

1. Bony komunalne i weksle inwestycyjne publiczne / 365
2. Certyfikaty depozytowe i papiery wartościowe o zbliżonym charakterze prawnym / 375
3. Pożyczki obligacyjne w gospodarce gmin państw członkowskich Unii Europejskiej / 380
4. Podsumowanie / 386

Rozdział VIII

Pochodne instrumenty finansowe a gospodarka gminy / 389

1. Pochodne instrumenty finansowe w ramach zarządzania długiem publicznym / 389
2. Możliwość zastosowania pochodnych instrumentów finansowych w gospodarce gminy w świetle prawa międzynarodowego i unijnego / 395
3. Przypadki stosowania pochodnych instrumentów finansowych w gospodarce gminy / 398
4. Problem dopuszczalności stosowania pochodnych instrumentów finansowych w gospodarce polskich gmin / 405
5. Podsumowanie / 410

Rozdział IX

Sekurytyzacja jako metoda wykorzystania instrumentów finansowych przez gminę / 412

1. Pojęcie i etapy sekurytyzacji / 412
2. Rodzaje sekurytyzacji / 416
3. Gmina jako inicjator sekurytyzacji / 419
4. Wierzytelności gminy jako przedmiot sekurytyzacji / 423
5. Podsumowanie / 426

Rozdział X

**Pozostałe formy wykorzystania instrumentów finansowych
przez gminę (spółka komunalna i komunalizacja) / 428**

1. Utworzenie spółki komunalnej w celu wykorzystania instrumentów finansowych / **428**
2. Akcje spółki komunalnej / **439**
3. Obligacje emitowane przez spółkę komunalną / **445**
4. Zbycie akcji na rzecz gminy w ramach komunalizacji spółek Skarbu Państwa / **452**
5. Podsumowanie / **455**

Wnioski końcowe / **457**

Źródła prawa / **473**

Orzecznictwo i rozstrzygnięcia organów nadzoru / **489**

Pozostałe materiały / **497**

Literatura / **503**

Spis tabel i wykresów / **545**

Wykaz skrótów

1. Akty prawne

- BGB** Bürgerliches Gesetzbuch (niemiecki kodeks cywilny) z dnia 2 stycznia 2002 r. (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I s. 738 z późn. zm.)
- dyrektywa MiFID** dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1)
- dyrektywa MiFID II** dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 349)
- EKSL** Europejska Karta Samorządu Lokalnego sporządzona w Strasburgu dnia 15 października 1985 r. (Dz. U. z 1994 r. Nr 124, poz. 607 z późn. zm.)
- ESA 95** rozporządzenie Rady (WE) nr 2223/96 z dnia 25 czerwca 1996 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych we Wspólnocie (Dz. Urz. UE L 310 z 30.11.1996, s. 1)
- ESA 2010** rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE L 174 z 26.06.2013, s. 1)

- k.c.** ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 121 z późn. zm.)
- Konstytucja RP** Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. Nr 78, poz. 483 z późn. zm.)
- konwencja genewska** konwencja genewska z dnia 7 czerwca 1930 r. w sprawie jednolitej ustawy o wekslach trasowanych i własnych (Dz. U. z 1937 r. Nr 26, poz. 175)
- k.s.h.** ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1030 z późn. zm.)
- KWG** Kreditwesengesetz (niemiecka ustawa bankowa) z dnia 9 września 1998 r. (BGBl. I S. 2776 z późn. zm.)
- LRHL** hiszpański Dekret Królewski Ustawodawczy 2/2004 z dnia 5 marca zatwierdzający zmieniony tekst ustawy regulującej lokalną gospodarkę finansową
- nowelizacja u.o. z 2000 r.** ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. Nr 60, poz. 702)
- o.p.** ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Ordynacja podatkowa (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 749 z późn. zm.)
- pakiet CRD IV/CRR** rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 1) oraz dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 338)
- p.p.s.a.** ustawa z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 270 z późn. zm.)

- pr. bank.** ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 1376 z późn. zm.)
- p.u.n.** ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe i naprawcze (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 1112 z późn. zm.)
- p.z.p.** ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. – Prawo zamówień publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 907 z późn. zm.)
- r.o.z.z.f.** rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 grudnia 2010 r. w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki sektora finansów publicznych, z wyjątkiem Skarbu Państwa (Dz. U. Nr 250, poz. 1678)
- SchVG** Schuldverschreibungsgesetz (niemiecka ustawa o obligacjach) z dnia 31 lipca 2009 r. (BGBl. I S. 2512 z późn. zm.)
- TFUE** Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 326 z 26.10.2012, s. 47)
- TUE** Traktat o Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 326 z 26.10.2012, s. 13)
- u.d.a.r.** ustawa z dnia 4 września 1997 r. o działach administracji rządowej (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 743 z późn. zm.)
- u.d.j.s.t.** ustawa z dnia 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 1115 z późn. zm.)
- u.f.i.** ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 157 z późn. zm.)
- u.f.p. z 2005 r.** ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych (Dz. U. Nr 249, poz. 2104 z późn. zm.)
- u.f.p.** ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 885 z późn. zm.)
- u.g.k.** ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej (tekst jedn.: Dz. U. z 2011 r. Nr 45, poz. 236)
- u.g.t.** ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 197 z późn. zm.)

- u.i.k.e.** ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 1147)
- u.k.p.** ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 216 z późn. zm.)
- u.n.r.k.** ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 1537 z późn. zm.)
- u.n.u.** ustawa z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 1406)
- u.o.** ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 730 z późn. zm.)
- u.o.p.** ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1382)
- u.p.p.p.** ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym (Dz. U. z 2009 r. Nr 19, poz. 100 z późn. zm.)
- u.r.** ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 330 z późn. zm.)
- u.r.i.o.** ustawa z dnia 7 października 1992 r. o regionalnych izbach obrachunkowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 1113 z późn. zm.)
- u.s.g.** ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 594 z późn. zm.)
- u.s.p.** ustawa z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie powiatowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 595 z późn. zm.)
- u.s.u.s.** ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1442 z późn. zm.)

- u.s.w.** ustawa z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie województwa (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 596 z późn. zm.)
- u.u.m.s.w.** ustawa z dnia 15 marca 2002 r. o ustroju miasta stołecznego Warszawy (Dz. U. Nr 41, poz. 361 z późn. zm.)
- WpPG** Wertpapierprospektgesetz (niemiecka ustawa o ofercie publicznej) z dnia 22 czerwca 2005 r. (BGBl. I S. 1698 z późn. zm.)

2. Organy i instytucje

- ISDA** Międzynarodowe Stowarzyszenie Swapów i Derywatów (International Swaps and Derivatives Association)
- KDPW** Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
- KNF** Komisja Nadzoru Finansowego
- KRUS** Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego
- MFW** Międzynarodowy Fundusz Walutowy
- NBP** Narodowy Bank Polski
- NSA** Naczelny Sąd Administracyjny
- OECD** Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
- ONZ** Organizacja Narodów Zjednoczonych
- r.i.o.** regionalna izba obrachunkowa
- SN** Sąd Najwyższy
- TK** Trybunał Konstytucyjny
- TSUE** Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej
- UGW** Unia Gospodarcza i Walutowa
- WSA** wojewódzki sąd administracyjny

3. Publikatory i czasopisma

- Bezp. Bank.** Bezpieczny Bank
- BGBI** Bundesgesetzblatt
- BiK** Bank i Kredyt
- BOE** Boletín Oficial del Estado

Dz. U.	Dziennik Ustaw
Dz. Urz.	Dziennik Urzędowy
ECR	European Court Report
FK	Finanse Komunalne
FP	Finanse Publiczne
Mon. Pod.	Monitor Podatkowy
Mon. Prawn.	Monitor Prawniczy
MPB	Monitor Prawa Bankowego
NZS	Nowe Zeszyty Samorządowe
OSN	Orzecznictwo Sądu Najwyższego
OSNC	Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Cywilna
OSP	Orzecznictwo Sądów Polskich
OTK	Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego
OwSS	Orzecznictwo w Sprawach Samorządowych
PB	Prawo Bankowe
PBPiS	Prawo Budżetowe Państwa i Samorządu
PiP	Państwo i Prawo
PPH	Przegląd Prawa Handlowego
PPW	Prawo Papierów Wartościowych
Prz. Sejm.	Przegląd Sejmowy
PS	Przegląd Sądowy
PUG	Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
Sam. Teryt.	Samorząd Terytorialny
Sb	Sbírka zákonů

4. Inne

ASO	alternatywny system obrotu (<i>alternative trading system</i>)
c.	chapter
CDS	swap kredytowy (<i>credit default swap</i>)
CIRS	swap walutowo-procentowy (<i>currency interest rate swap</i>)
DSPW	Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych

FRA	forward na stopę procentową (<i>forward rate agreement</i>)
fx swap	swap walutowy
IFRS	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (International Financial Reporting Standards)
IPSAS	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości Sektora Publicznego (International Public Sector Accounting Standards)
IRS	transakcja wymiany płatności odsetkowych (<i>Interest Rate Swap</i>)
j.s.t.	jednostka samorządu terytorialnego
MSRSP	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości Sektora Publicznego
MTF	wielostronny system obrotu (<i>multilateral trading facility</i>)
OTC	rynek niezorganizowany (<i>over the counter</i>)
PDA	prawa do akcji
PKB	produkt krajowy brutto
SEPA	Jednolity Obszar Płatności w Euro (Single Euro Payments Area)
SPV	spółka celowa (<i>special purpose vehicle</i>)
w.p.f.	wieloletnia prognoza finansowa

Wstęp

Źródła finansowania jednostek samorządu terytorialnego (j.s.t.) są przedmiotem badań od wielu lat, zarówno na gruncie nauk prawnych, jak i ekonomicznych. Konieczność pozyskiwania dodatkowych, obok dochodów własnych, środków finansowych na realizację gminnych zadań publicznych lub finansowania deficytu budżetowego jest ciągle aktualna. Problematyka finansowania zadań gminy jest złożona. Daje to możliwość prowadzenia badań w różnych płaszczyznach. Na literaturę przedmiotu ze wskazanego obszaru składają się publikacje dotyczące dochodów własnych oraz dochodów o charakterze zwrotnym, takich jak kredyty, pożyczki, umowy do nich zbliżone (w tym factoring, leasing), jak i o charakterze bezzwrotnym – w formie subwencji ogólnych i dotacji z budżetu państwa czy też środków z budżetu Unii Europejskiej, niepodlegających zwrotowi środków z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie Europejskiego Porozumienia o Wolnym Handlu (EFTA) oraz innych środków ze źródeł zagranicznych niepodlegających zwrotowi. Problematyka finansowania zadań gminy jest zatem wieloaspektowa. Obejmuje ona między innymi formy prawne, procedury, instytucje prawa materialnego, w tym długu publicznego i deficytu budżetowego. Jest to tematyka nie tylko prawna, ale i ekonomiczna. Nie brak także implikacji społecznych (zaangażowania społeczności lokalnych w określone projekty) i gospodarczych.

Opracowania dotyczące papierów wartościowych, jako źródła finansowania o charakterze zwrotnym, dotyczyły dotychczas w odniesieniu do działalności samorządowej – zarówno na gruncie nauk ekonomicznych, jak i prawnych – w głównej mierze obligacji komunalnych. W kilku przypadkach podjęto zagadnienie krótkoterminowych papierów dłużnych. W literaturze prawniczej istnieje kilka opracowań monograficznych i komentarzy do ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Nie ma jednak studium, które w sposób kompleksowy

obejmowałoby możliwości wykorzystania papierów wartościowych czy nawet szerzej – instrumentów finansowych – w gospodarce gminy. Pojęcie papieru wartościowego na gruncie prawa jest bowiem coraz częściej wypierane przez termin „instrument finansowy”. Przyczyną takiego stanu rzeczy było niewątpliwie uchwalenie już prawie dziesięć lat temu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nie można jednak nie zauważyć także zmian na rynku finansowym, jakie miały miejsce w ostatnich latach. Dwadzieścia pięć lat temu uchwalono ustawę z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym¹, która w Polsce reaktywowała ten organ administracji. Decentralizacja administracji, przyznanie osobowości prawnej oraz samodzielności j.s.t. otworzyły nowy etap w sposobie wykonywania zadań publicznych.

Obligacje komunalne nie są innowacyjnym instrumentem finansowym. Zbliżone rozwiązania funkcjonowały już bowiem w XIII w. (pożyczki miasta Genui z 1270 r.), a papiery wartościowe wykorzystywane w XVIII i XIX w. przypominały obecnie występujące. Współczesne obligacje komunalne popularne są jednak jedynie w części państw Europy, w USA stanowią natomiast podstawowe źródło finansowania inwestycji przez społeczności lokalne. Wydaje się, że w Polsce instrumenty finansowe są niedostatecznie wykorzystywane i mogą stanowić dla części gmin formę w pełni alternatywną wobec kredytów. Okazuje się jednak, że w praktyce stosowania prawa istnieją problemy nawet z rozumieniem istoty obligacji przychodowych.

W ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych ustawodawca wielokrotnie stanowi o emisji papierów wartościowych przez j.s.t. Nie ma jednak definicji normatywnej, na podstawie której można by stwierdzić, co należy rozumieć przez papier wartościowy i jakiego rodzaju papiery wartościowe mogą być emitowane przez j.s.t.

Ustawodawca posługuje się pojęciem „emisja papierów wartościowych”. W praktyce samorządowej jest jednak mowa głównie o obligacjach komunalnych. W literaturze przedmiotu brakuje kompleksowych opracowań na temat pozostałych rodzajów papierów wartościowych. W związku z powszechnym na świecie stosowaniem pochodnych instrumentów finansowych w ramach zarządzania długiem publicznym powstaje pytanie, czy – i ewentualnie w jakim zakresie – są one stosowane w gospodarce samorządów innych państw.

¹ Tekst pierwotny: Dz. U. Nr 16, poz. 95.

Mimo że instrumenty finansowe dotychczas nie są wykorzystywane tak często jak kredyt czy pożyczka, nie oznacza to, że temat nie jest istotny. Udział długu sektora samorządowego w państwowym długu publicznym na koniec 2013 r. wyniósł 7,8%. Dynamika przyrostu zadłużenia j.s.t. i ich związków w okresie 2003–2013 była jednak znacznie większa niż dynamika przyrostu zadłużenia Skarbu Państwa (odpowiednio: 402,2% i 221,1%²). Emisja papierów wartościowych na koniec 2013 r. stanowiła do 15,5% przychodów polskich gmin w skali roku³.

W ostatnich latach w Polsce w następstwie wprowadzenia indywidualnego wskaźnika zadłużenia w przepisach ustawy o finansach publicznych gminy często poszukują nowych form finansowania inwestycji. Rynek finansowy stanowi podstawowe miejsce, w ramach którego w gospodarce wolnorynkowej następuje przekazywanie kapitału od kapitałodawców do kapitałobiorców. Instytucje rynku bankowego, takie jak kredyt i pożyczka, są klasyczną formą pozyskiwania środków zwrotnych. Innowacyjne – jak by się wydawało – stosowanie w gospodarce gminy instrumentów finansowych dostępnych na rynku kapitałowym wywołuje skrajne oceny: od negowania po entuzjazm. Zauważalna jest tendencja do coraz większego wykorzystania rynku regulowanego i alternatywnych systemów obrotu jako miejsc pozyskiwania kapitału. Zachęcające są przykłady realizacji dużych projektów finansowanych przez emisje obligacji komunalnych. Niewątpliwą zaletą takiej formy finansowania jest wzrost renomy, rozpoznawalności określonej gminy wśród inwestorów na rynku kapitałowym, ale także budowanie wizerunku społeczności otwartej na przedsiębiorców poszukujących lokalizacji pod swoje inwestycje.

Przedmiot niniejszej monografii jest złożony. Po pierwsze, sro-wadza się do ustalenia, jakie rodzaje instrumentów finansowych przewidziane w systemie normatywnym polskiego rynku kapitałowego mogą być wykorzystywane w gospodarce gminy. Chodzi przy tym nie tylko o możliwości ich pozyskiwania, ale przede wszystkim o faktyczne perspektywy ich zastosowania przez gminy. Zbadania wymagają również regulacje prawne systemu finansów samorządowych pod kątem wymogów przewidzianych wobec gmin, które

² *Dług publiczny. Raport roczny 2013*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2014, s. 46.

³ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r.*, NBP, Warszawa 2014, s. 240.

z tych instrumentów chciałyby skorzystać. Należy zatem zbadać, czy przepisy prawa wyznaczają ograniczenia w uczestnictwie gminy na rynku kapitałowym i tym samym czy różnicują pozycję gminy zarówno jako emitenta papierów wartościowych, jak i inwestora w porównaniu do innych podmiotów tego rynku.

Interesująco przedstawia się zbadanie prawnych aspektów uczestnictwa samorządu lokalnego na rynku kapitałowym. Dotychczas w nauce poddawano analizie jedynie część przedstawionej materii, tj. obligacje komunalne. **Brakuje jednak całościowego opracowania, które ukazywałoby jednostkę samorządu terytorialnego w kontekście szerokiego *spectrum* instrumentów finansowych.** Powstaje zatem pytanie: które z instrumentów finansowych mogą pełnić znaczącą rolę w gospodarce gmin.

Przy wyborze zakresu niniejszej pracy należało się kierować wieloma kryteriami. Problematyka ta jest bowiem wielowątkowa. Wymaga badań zarówno w zakresie prawa, jak i ekonomii, w tym finansów oraz rachunkowości. W obszarze nauk prawnych temat wykorzystania instrumentów finansowych w gospodarce gminy implikuje konieczność badań nie tylko w zakresie prawa finansowego, w tym prawa finansów samorządowych, ale także prawa cywilnego, administracyjnego i handlowego. Z punktu widzenia rynku finansowego należy wyjaśnić zasady jednolitego rynku finansowego. Emitenci papierów wartościowych mogą bowiem dokonywać sprzedaży walorów w ramach całej UE. Instrumenty finansowe emitowane w jednym państwie członkowskim mogą być zatem nabywane przez rezydentów innego państwa członkowskiego. W związku z tym, że normy prawne stanowione są przez dwa ośrodki legislacyjne – polski parlament i organy UE – potrzebna jest znajomość prawa unijnego, a w szerszym kontekście także międzynarodowego. Złożoność problemu dowodzi więc konieczności badań interdyscyplinarnych. **W nauce prawa nie ma jednak badań dotyczących problematyki miejsca instrumentów finansowych w gospodarce gminy.**

Podstawowe problemy badawcze w zakresie podjętej tematyki można sprowadzić do następujących pytań ogólnych:

1. **Jakiego rodzaju instrumenty finansowe oraz w jakim zakresie mogą być wykorzystywane w gospodarce gminy?**
2. **Jakie są podstawy prawne oraz ograniczenia możliwości zawierania przez gminę umów, których przedmiotem są instrumenty finansowe?**

3. Czy aktualna regulacja prawna w zakresie możliwości wykorzystania instrumentów finansowych w gospodarce gminy jest optymalna?

W pierwszej kolejności chodzi zatem o określenie, z jakiego rodzaju instrumentów finansowych mogą korzystać gminy w swej gospodarce finansowej, o ukazanie wszystkich możliwości stosowania nie tylko papierów wartościowych, ale także innych instrumentów finansowych. Potrzebne jest całościowe nakreślenie możliwości ich wykorzystania zarówno jako formy pozyskiwania kapitału, lokowania wolnych środków, jak i ewentualnego wykorzystania ich jako formy zabezpieczenia gospodarki gminy przed zmianą określonych parametrów rynkowych. Postawiony problem badawczy wymaga ustalenia zakresu regulacji prawnych rynku finansowego jako podstawowego miejsca, gdzie w roli towarów występują instrumenty finansowe. W obszarze tym następuje bowiem zamiana pieniądza na instrument finansowy, instrumentu finansowego na pieniądz lub jednego instrumentu finansowego na inny. Instrumenty finansowe w ścisłym tego słowa znaczeniu są przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Tradycyjnie jego trzon stanowiły bowiem papiery wartościowe. Należy zatem wskazać charakter prawny rynku kapitałowego oraz zasady przesądzające o funkcjonowaniu jego poszczególnych segmentów. Samo pojęcie papieru wartościowego oraz instrumentu finansowego może budzić wątpliwości, a zatem nieodzowne jest zbadanie ich zakresu przedmiotowego, jak również wskazanie podstawowych rodzajów.

Niniejsza monografia w swym założeniu ma stanowić pierwsze kompleksowe opracowanie **problematyki wykorzystania instrumentów finansowych w gospodarce gminy**. Publikacja ma mieć także charakter porządkujący. Temat jest bowiem istotny i aktualny.

Wskazać należy, że użyte w tytule pojęcie „gospodarka gminy” jest pojęciem szerszym od terminu „gospodarka finansowa”. Mimo iż najważniejszą jej częścią jest gospodarka finansowa, zastosowanie instrumentów finansowych może mieć pośredni bądź bezpośrednio związek z innymi jej sferami, np. z gospodarką komunalną lub przestrzenną.

Budowa lub modernizacja istniejącej infrastruktury (sieci wodociągów, kanalizacji, dróg gminnych), obiektów użyteczności publicznej (np. basenu, hali sportowej) bądź zakup środków transportu zbiorowego pociąga za sobą szczególne obciążenia finansowe dla większości gmin. Nierzadko gminy zmuszone są rezygnować z określonych inwestycji lub wykonywać je w ograniczonym zakresie, aby podołać

zaciągniętym zobowiązaniom finansowym. Wpływ na budżety gmin wywarł także światowy kryzys gospodarczy, którego skutki ograniczyły dostępność finansowania przedsięwzięć w sektorze samorządowym. Dokonywanie inwestycji z zakresu infrastruktury i obiektów użyteczności publicznej przynosi wartość dodaną dla społeczności lokalnych. Niewątpliwie przyczynia się również do wzrostu gospodarczego. Potwierdzeniem tego są wyniki badań przeprowadzanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, Bank Światowy i Europejski Bank Inwestycyjny, świadczące o współzależności inwestycji publicznych i wzrostu gospodarczego państwa.

Zamierzeniem badawczym niniejszej pracy jest także sformułowanie podstaw prawnych oraz ograniczeń możliwości zawierania przez gminę umów, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Nie można prowadzić tych rozważań bez uwzględnienia podstaw samodzielności finansowej gminy oraz zasad gospodarki finansowej. Teżą w tym zakresie jest bowiem, że samodzielność finansowa gminy stanowi podstawę prawną jej uczestnictwa na rynku kapitałowym. Z problematyką tą koresponduje pytanie o normatywne aspekty dualnego charakteru gminy na rynku kapitałowym. Po pierwsze, chodzi więc o gminę jako inwestora; a po drugie, jako emitenta. Jako tezę wskazać można, że użycie instrumentów finansowych jest w sposób krytyczny determinowane ustawowymi limitami zadłużenia. Dla realizacji tak ustalonego celu głównego sformułowano następujące cele (pytania) szczegółowe:

- czy gmina może być inwestorem na rynku kapitałowym w zakresie posiadanych przez nią wolnych środków?
- czy poza emisją obligacji komunalnych zasadne jest emitowanie przez gminę innych papierów wartościowych?
- czy możliwe są inne formy stosowania instrumentów finansowych w gospodarce gminy niż emisja i lokowanie wolnych środków?
- jaki jest optymalny model regulacji pochodnych instrumentów finansowych w gospodarce gminy?
- jakie jest zastosowanie instrumentów finansowych w ramach realizacji ustawowych zadań nałożonych na gminę (pośrednia forma, tj. utworzenie spółki komunalnej)?

Tak sformułowany przedmiot i cele badawcze przesądziły o zakresie badań i układzie pracy. Materia rozprawy ujęta została w rozdziały, które pozwalają spojrzeć na problem zarówno od strony regulacji prawnych sektora samorządowego, jak i rynku finansowego.

Wskazane w tytule „instrumenty finansowe” stanowią trzon rynku finansowego. Dlatego też rozdział pierwszy ma na celu ustalenie znaczenia pojęcia „rynek finansowy”, ukazanie jego złożoności oraz podstaw prawnych prowadzenia działalności w jego ramach. Niezbędne w tym zakresie jest zbadanie powiązań między rynkiem finansowym a jednostkami sektora finansów publicznych. Rozważania te mają umożliwić pokazanie mechanizmów działania i specyfiki środowiska rynku finansowego. Wymaga to spojrzenia nie tylko przez pryzmat prawa polskiego, ale i – w związku z multicentrycznym⁴ charakterem źródeł prawa – także w świetle prawa UE. Proces integracji europejskiego rynku finansowego jest bardzo zaawansowany. Globalizacja, integracja, działalność transgraniczna uzasadniają podjęcie badań w szerszym kontekście unijnego prawa rynku finansowego. W oparciu o zasadę jednolitego paszportu instrumenty finansowe emitowane w jednym z państw członkowskich UE mogą bowiem być przedmiotem obrotu w innym państwie członkowskim.

Celem badań rozdziału drugiego jest przedstawienie złożoności rynku kapitałowego jako podstawowego miejsca dokonywania transakcji instrumentami finansowymi. Systematyzacja rynku kapitałowego i ukazanie regulacji prawnych pozwala na zrozumienie założeń obrotu instrumentami finansowymi. W warstwie pojęciowej niezbędne było wskazanie różnic między terminami „papier wartościowy” a „instrument finansowy”. Pojęcie „instrument finansowy” przyjęte w niniejszej pracy rozumiane jest zgodnie z definicją normatywną zawartą w art. 2 ust. 1 u.o.i.f. Nie obejmuje ono zatem, wbrew spotykanym niekiedy w języku potocznym znaczeniom tego terminu, innych form zaciągania zobowiązań, takich jak kredyty czy pożyczki.

Jako cel rozdziału trzeciego obrano zatem rozróżnienie obu wskazanych terminów. Podjęto ponadto próbę – na ile pozwalają na to ramy pracy – w miarę kompleksowego ukazania poszczególnych instrumentów finansowych. W założeniu stanowi to podstawę do rozważenia możliwości zastosowania instrumentów finansowych w gospodarce gminy. Ustalenia te mają być pomocne także w określeniu istoty i podstawowych rodzajów instrumentów pochodnych. Wstępnym założeniem jest, że nie wszystkie instrumenty finansowe są odpowiednie dla gminy. Oprócz zidentyfikowania wspomnianych instrumentów

⁴ E. Łętowska, *Multicentryczność współczesnego systemu prawa i jej konsekwencje*, PiP 2005, z. 4, s. 3.

finansowych niejako *in abstracto* (tj. w ujęciu modelowym), podjęto także próbę udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy i w jakim zakresie instrumenty te mogą znaleźć zastosowanie w gospodarce gminy. Analiza ma zatem umożliwić wskazanie, jakie instrumenty finansowe, obok coraz powszechniej wykorzystywanych obligacji, mogłyby być stosowane w gospodarce niektórych gmin.

Rozdział czwarty ma na celu ukazanie prawnych podstaw gospodarki finansowej gminy. Autorka poszukuje w nim odpowiedzi na pytanie, czy uwarunkowania tej gospodarki i samodzielności finansowej są wystarczające do zawierania umów, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Analizie poddane zostały zagadnienia budżetu i wieloletniej prognozy finansowej (w.p.f.) oraz zasady gminnej gospodarki finansowej w zakresie ograniczonym przedmiotem badań. Podstaw gminnej gospodarki finansowej należy upatrywać w treści wieloletnich i rocznych planów finansowych, a także w ogólnych zasadach determinujących gospodarkę gmin jako jednostek sektora finansów publicznych, uregulowanych przede wszystkim w przepisach Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Europejskiej Karcie Samorządu Lokalnego sporządzonej w Strasburgu dnia 15 października 1985 r., ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych oraz w ustawie z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym.

Jednym z założeń pracy jest, że gmina może być nie tylko kapitałobiorcą, ale i kapitałodawcą na rynku kapitałowym. Zbadaniu tej materii służy rozdział piąty, w ramach którego analizie poddano działalność emisyjną gmin oraz gminę w roli inwestora. Zamierzeniem autorki było ukazanie dualistycznego charakteru partycypacji gminy na rynku kapitałowym. Takie ujęcie implikuje konieczność rozważenia ryzyka związanego z obrotem papierami wartościowymi, co stanowi immanentną cechę rynku kapitałowego.

W wielu sytuacjach obligacje komunalne są alternatywną – względem pożyczek i kredytów – formą pozyskiwania kapitału zwrotnego. Stanowią one bowiem jeden z podstawowych rodzajów przychodów gminy, o których mowa w ustawie o finansach publicznych. W kolejnym, szóstym rozdziale pracy zostaną ukazane prawne aspekty emisji obligacji komunalnych, w tym ich szczególna forma, jaką są obligacje przychodowe. Zbadano również praktykę stosowania prawa w tym zakresie, w tym orzeczenia sądów i rozstrzygnięcia organów nadzoru. Rozważenia wymagały tryby emisji obligacji, zakres uchwał rady

gminy w sprawie emisji obligacji, a także sposób realizacji świadczeń inkorporowanych w tym dłużnym papierze wartościowym.

W ramach rozdziału siódmego autorka stawia pytanie o możliwość poszerzenia katalogu instrumentów finansowych w gospodarce gminy. Odpowiedź stanowi kolejny cel badawczy pracy. Uwagę zwracają rozwiązania krajów Europy Zachodniej. Niezaprzeczalnie bowiem wiele rozwiązań prawnych przyjętych w krajach „starej UE” zostało dotychczas zasadnie przeniesione na grunt polskiego prawa. W pracy podjęto także próbę ukazania innych niż obligacje instrumentów finansowych, będących formą pozyskiwania środków o charakterze zwrotnym, w tym walorów poniekąd alternatywnych względem krótkoterminowych kredytów i pożyczek. Badania przeprowadzono w ramach polskiego, ale także niemieckiego porządku prawnego. Szczególną rolę poświęcono pożyczce obligacyjnej (*Schuldschein*) funkcjonującej nie tylko w Niemczech, ale i innych zachodnioeuropejskich porządkach prawnych.

Rozdział ósmy przedstawia problematykę pochodnych instrumentów finansowych. Przeprowadzono badania w zakresie sposobu wykorzystania tych instrumentów w ramach zarządzania długiem publicznym. W założeniu ma to przedstawić możliwości użycia instrumentów pochodnych w gospodarce gminy. Przede wszystkim badano wykorzystanie podstawowej, jak się wydaje, funkcji instrumentów pochodnych, tj. zabezpieczenia gospodarki finansowej gminy przed ryzykiem. Celem jest rozważenie kwestii, czy dopuszczalne jest stosowanie instrumentów pochodnych w gospodarce gminy, w tym jako formy zabezpieczeń. Omówiono w nim stosowanie pochodnych instrumentów finansowych przez jednostki samorządu terytorialnego niektórych państw. Przystawienie zagranicznych przykładów ma przyczynić się do uzyskania odpowiedzi na pytanie o optymalną regulację w tym zakresie.

W rozdziale dziewiątym zbadano możliwość wykorzystania sekurytyzacji w ramach gospodarki gminy. Istota sekurytyzacji, jako jednej z metod zarządzania aktywami, związana jest z kreowaniem instrumentów finansowych. Metoda ta polega na emisji papierów wartościowych w oparciu o wierzytelności posiadane przez inicjatora sekurytyzacji. Przyczynkiem do podjęcia w pracy problematyki sekurytyzacji jest twierdzenie, że w ramach gospodarki gminy jest to kolejna płaszczyzna, w której można by wykorzystać instytucję instrumentów finansowych.

Niezależnie od odpowiedzi na pytania związane z zastosowaniem instrumentów finansowych w ramach budżetu gminy w rozdziale dziesiątym niniejszej rozprawy dokonano zbadania sposobów wykorzystania instrumentów finansowych w ramach spółek komunalnych. Podjęto tam próbę udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy w oparciu o obowiązujący system prawny uzasadnione jest tworzenie tego typu spółek w związku z zamiarem finansowania określonych przedsięwzięć oraz w jakim zakresie można wówczas wykorzystać instrumenty finansowe.

Przedmiot i cel badań przesądziły o wyborze metod badawczych. Problematyka poruszona w niniejszej pracy ma głównie charakter publicznoprawny (prawo finansowe, prawo administracyjne, prawo rynku finansowego, prawo publiczne gospodarcze), ale w niezbędnym zakresie wymaga również ujęcia prywatnoprawnego, w tym uwzględnienia przepisów prawa cywilnego i handlowego. W monografii zastosowano zatem metodę dogmatyczno-prawną, której przedmiotem jest regulacja normatywna oraz poglądy przedstawicieli nauki. W związku z wyznaczonymi przez autorkę celami opracowania niezbędne stało się wskazanie praktyki stosowania prawa nie tylko w Polsce, ale i – na ile pozwalają ramy pracy – w innych porządkach prawnych. Metoda prawnoporównawcza, która znalazła zastosowanie przez badanie przepisów prawa obcego, pozwoliła ukazać ewentualne problemy, kierunki ewolucji przepisów prawnych, jak również ocenić przyjęty przez polskiego ustawodawcę model regulacji prawnych w badanym obszarze. W ramach prowadzonych badań – w niezbędnym zakresie – sięgnięto więc do rozwiązań prawnych angielskich, czeskich, francuskich, hiszpańskich, niemieckich i skandynawskich. Przedstawiono te akty prawa innych krajów, które w wybranych obszarach nadają swoisty charakter regulacji prawnej. Zagraniczne regulacje prawne oraz literatura w odniesieniu do polskiej płaszczyzny normatywnej i doktrynalnej mają charakter uzupełniający. Metoda historyczno-prawna, polegająca na zbadaniu poprzednio obowiązujących aktów prawnych, pozwoliła ukazać ewolucję wybranych aktów prawa. Poza studiami teoretycznymi oraz analizą ewolucji rozwiązań prawnych, niniejsze rozważania opierały się na praktyce stosowania prawa. Metoda empirycznoprawna znalazła zastosowanie poprzez analizę orzecznictwa sądowego i rozstrzygnięć organów nadzoru nad gospodarką finansową, które uznano za istotne dla omawianych zagadnień. W celu sprawdzenia skali omawianych procesów badania oparto na analizie odpowiednich danych statystycznych.

Opracowanie zamykają wnioski końcowe. Stanowią one próbę odpowiedzi zarówno na podstawowe problemy badawcze, jak i na pytania szczegółowe postawione w pracy oraz zawierają podsumowanie najważniejszych – dla badanego obszaru – ustaleń. Wnioski koncentrują się na prawdopodobnych oraz faktycznych możliwościach stosowania instrumentów finansowych w gospodarce gminy. Znajdują oparcie w badaniach dotyczących dualistycznego uczestnictwa gminy na rynku kapitałowym w polskich oraz – w niezbędnym zakresie – także w zagranicznych regulacjach prawnych. Sformułowano również wnioski *de lege ferenda*, które – zdaniem autorki – mogłyby przyczynić się do wykorzystywania instrumentów finansowych w gospodarce gminy na szerszą skalę, umożliwiając tańsze – w porównaniu do kredytów bankowych – pozyskiwanie kapitału przez gminy, jak również przyczyniając się do zwiększenia ochrony środków publicznych przed nadmiernym ryzykiem.

Rozdział I

Determinanty uczestnictwa jednostek sektora finansów publicznych na rynku finansowym

1. Rynek finansowy i jego segmentacja

Pojęcie rynku nie ma definicji normatywnej, dlatego rozważania w tym zakresie należy w pierwszej oprzeć kolejności na definicjach konstruowanych w literaturze ekonomii, finansów i prawa. Nie ulega bowiem wątpliwości, że rynek współtworzą trzy podstawowe czynniki: ekonomiczne, prawne i organizacyjne⁵. Termin „rynek” w najogólniejszym powszechnym znaczeniu określa „ogół transakcji kupna-sprzedaży danego dobra lub czynnika produkcji, zawieranych na pewnym terytorium w określonym czasie”⁶. Rynek w nauce ekonomii definiowany jest jako proces, za pośrednictwem którego następuje wzajemne oddziaływanie nabywców i sprzedawców danego dobra, w rezultacie czego dochodzi do określenia jego ceny i ilości⁷. W literaturze przedmiotu wyodrębniane są trzy ujęcia definicji rynku. Od strony przedmiotowej rynek rozumiany jest jako miejsce wymiany towarów lub usług⁸. W nauce brak jednej powszechnie akceptowanej klasyfikacji struktury tak rozumianego rynku. Rynek systematyzowany jest na wiele sposobów. Po pierwsze, w oparciu o kryterium zasięgu oddziaływania, tzw. zasięgu geograficznego. Jako przykład można wówczas wskazać podział rynku np. na rynek lokalny krajowy

⁵ Por. L. Góral, *Zintegrowany model publicznoprawnych instytucji ochrony rynku bankowego we Francji i Polsce*, Warszawa 2011, s. 13.

⁶ S. Sztaba, *Rynek* (hasło) (w:) B. Petrozolin-Skowrońska (red.), *Nowa encyklopedia powszechna PWN*, t. 5, Warszawa 1996, s. 659.

⁷ P. Samuelson, W. Nordhaus, *Ekonomia*, Warszawa 1995, s. 82.

⁸ Tak m.in. W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, Warszawa 1998, s. 19.

(narodowy), regionalny (obejmujący obszar powiatu lub województwa, europejski, międzynarodowy, światowy). Po drugie, według rodzaju dóbr będących przedmiotem obrotu. Przykładowa klasyfikacja obejmuje: rynek towarów (minerałów, energii, rolny, dóbr przemysłowych, dóbr konsumpcyjnych), rynek usług (np. transportowych), czynników produkcji (np. rynek pracy), finansowy. Po trzecie, według skali transakcji – wyodrębnia się rynek hurtowy i detaliczny. Po czwarte, w oparciu o kryterium prawnie dozwolonej swobody dokonywania transakcji w praktyce wyróżnia się pojęcie rynku formalnego (w tym „wolnego rynku”, gdzie ograniczenia dostępu są minimalne bądź w ogóle nie występują) oraz rynku reglamentowanego⁹ i rynku nielegalnego (w tym tzw. szary rynek bądź „szara strefa” – obejmujący transakcje poza wyznaczonym, spełniającym wymogi formalnoprawne rynkiem; oraz tzw. czarny rynek – charakteryzujący się obrotem towarami, których posiadanie jest nielegalne albo ściśle ograniczone przez ustawodawcę).

Powszechne jest rozróżnienie na segmenty operacyjne, w oparciu o które wyróżnia się: rynek finansowy, rynek towarowy, rynek nieruchomości, rynek pracy, rynek rzeczowych czynników produkcji, rynek metali szlachetnych¹⁰. Od strony podmiotowej rynek to ogół podmiotów dokonujących wymiany aktywów i pasywów. Nabywcy zapewniają popyt, sprzedający zaś – podaż. W ujęciu funkcjonalnym rynek rozumiany jest jako ogół czynności związanych z wymianą towarów lub usług¹¹.

Ze względu na przedmiot obrotu można wyróżnić w gospodarce dwa rodzaje rynków: rynek realny, gdzie przedmiotem obrotu są dobra materialne, usługi oraz czynniki produkcji, oraz rynek finansowy – obejmujący wartości o charakterze niematerialnym – instrumenty finansowe, które w swej istocie są rodzajem umów regulujących określone zależności finansowe między stronami¹².

⁹ Pojęcie to zostało omówione w pkt 2 niniejszego rozdziału.

¹⁰ Por. D. Dziawgo, *Bank komercyjny na rynku finansowym* (w:) J. Głuchowski, J. Szambelańczyk (red.), *Bankowość*, Poznań 1999, s. 286; S. Miedziak, *Bankowość i podstawy rynku finansowego*, Warszawa 2003, s. 159 oraz A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2005, s. 11, gdzie autor dokonuje podziału rynku na rynek towarów, nieruchomości, finansowy i pracy.

¹¹ Tak definiuje rynek J. Czekaj, *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Warszawa 2007, s. 11.

¹² S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010, s. 5.

W nauce prawa rynek rozumiany jest jako całość stosunków wymiany¹³, a regulacje prawne dotyczące rynku odnoszą się przede wszystkim do reguł obrotu gospodarczego¹⁴, w tym sposobu wykonywania zobowiązań, udzielania i cofania zezwoleń na prowadzenie działalności, nadzoru i autoryzacji, jak również do rynku pracy¹⁵.

Wszystkie nieprawidłowości pojawiające się w ramach wolnego rynku podawane są jako uzasadnienie dla interwencjonizmu państwa. Nie chodzi jednak o zastępowanie rynku mechanizmami nakazowymi czy wprowadzanie nowego systemu alokacji środków, ale o wykonywanie przez państwo zadań, których rynek nie może samoistnie wypełniać albo wypełnia wadliwie ze społecznego punktu widzenia¹⁶.

Zakres i sposób oddziaływania rynku na gospodarkę podlegał ewolucji wraz z rozwojem stosunków społeczno-gospodarczych¹⁷, a stosunek państwa do gospodarki nigdy nie był pasywny¹⁸. Jedynie w odniesieniu do krajów uprzemysławiających się w pierwszej połowie XIX w., takich jak Francja, Wielka Brytania, Stany Zjednoczone, można mówić o warunkach zbliżonych do konkurencji doskonałej, a zatem wolnym rynku. Prawo w określonym państwie stanowi określony porządek normatywny, powstając zawsze na bazie konkretnej rzeczywistości społecznej, odzwierciedlając system wartości i oczekiwań obywateli, jak również kreując podstawy działalności gospodarczej. Czynna rola państwa w gospodarce stanowi jedno z założeń teorii, takich jak merkantylizm, protekcjonizm, interwencjonizm, zarządzanie gospodarką narodową czy społeczna gospodarka rynkowa. Współcześnie wskazać wypada przede wszystkim dwie doktryny, nawiązujące

¹³ T. Włudyka, M. Smaga, *Rynek* (w:) T. Włudyka, M. Smaga (red.), *Instytucje gospodarki rynkowej*, Warszawa 2012, s. 117.

¹⁴ Por. np. ustawę z dnia 20 kwietnia 2004 r. o organizacji rynku mleka i przetworów mlecznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 50 z późn. zm.); ustawę z dnia 19 grudnia 2003 r. o organizacji rynków owoców i warzyw, rynku chmielu, rynku suszu paszowego oraz rynków lnu i konopi uprawianych na włókno (tekst jedn.: Dz. U. z 2011 r. Nr 145, poz. 868 z późn. zm.); ustawę z dnia 11 marca 2004 r. o Agencji Rynku Rolnego i organizacji niektórych rynków rolnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2012 r. poz. 633 z późn. zm.); ustawę z dnia 5 grudnia 2008 r. o organizacji rynku rybnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1389).

¹⁵ Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o promocji zatrudnienia i instytucjach rynku pracy (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 674 z późn. zm.).

¹⁶ Zob. J.E. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*, Warszawa 2004, s. 6 i n.

¹⁷ Szerzej: M. Al-Kaber, *Rynki finansowe i instytucje*, Białystok 2004, s. 16 i n.; P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, BiK 2002, nr 1, s. 30.

¹⁸ Szerzej: W. Stankiewicz, *Historia myśli ekonomicznej*, Warszawa 2000.

do keynesizmu oraz liberalizmu gospodarczego. Są to odpowiednio: neo- i postkeynesizm oraz neoliberalizm. Uzupełniają je doktryny pośrednie, takie jak doktryna państwa dobrobytu, koncepcje społecznej gospodarki rynkowej, socjaldemokratyczne koncepcje roli państwa w gospodarce¹⁹.

Z punktu widzenia badań podjętych w dalszej części niniejszej pracy doniosłą rolę odgrywa definicja rynku finansowego. Rynek finansowy, czasami określany mianem sektora finansowego rynku, definiowany jest w naukach ekonomii i prawa. W ramach rynku finansowego wyróżnia się jego sektory (segmenty, podryniki) określane wielokrotnie mianem odrębnych „rynków”. Przedstawiciele nauki prawa i ekonomii posługują się zatem zarówno pojęciem „rynek finansowy” w liczbie pojedynczej, jak i „rynki finansowe” w liczbie mnogiej. Występujące w literaturze przedmiotu rozbieżności w zakresie posługiwania się pojęciem „rynek finansowy” i „rynki finansowe” z merytorycznego punktu widzenia nie wydają się mieć przesądzającego znaczenia, a posłużenie się określoną formą tego terminu zależy od kontekstu prowadzonych badań. W istocie chodzi o ten sam zakres znaczeniowy. Dokonując analizy zakresowej tych pojęć, można jednak uznać, że są one tożsame i z metodologicznego punktu widzenia oba są poprawne²⁰.

Rynek finansowy jest jednym z wielu rynków funkcjonujących w gospodarce. Tworzą go transakcje polegające na zamianie pieniądza na instrument finansowy, zamianie instrumentu finansowego na pieniądź bądź zamianie jednego instrumentu finansowego na inny instrument finansowy²¹. Rynek finansowy bywa określany odmianą rynku towarowego, na którym w roli towaru występuje pieniądź²², a coraz

¹⁹ Zob. C. Kosikowski, *Publiczne prawo gospodarcze Polski i Unii Europejskiej*, wyd. 4, Warszawa 2010, s. 27.

²⁰ W doktrynie prawa wskazuje się, że ze względu na proces segmentacji rynku finansowego właściwsze wydaje się posługiwanie pojęciem rynków finansowych – zob. E. Fojcik-Mastalska, *Kierunki dalszej integracji prawa bankowego z prawem UE*, Kongres Prawa Bankowego, Kraków 2007, niepubl., s. 1. Z punktu widzenia integracji rynku finansowego UE, mającej charakter zarówno międzysektorowy, jak i transgraniczny, w odniesieniu do kompleksu zjawisk, regulacji prawnych nie budzi jednak zastrzeżeń posługiwanie się pojęciem „rynek finansowy”.

²¹ D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Toruń 2004, s. 19.

²² C. Kosikowski, *Rynek finansowy (hasło)* (w:) B. Hołyst, E. Smoktunowicz (red.), *Wielka encyklopedia prawa*, wyd. 2, Warszawa 2005, s. 891. Pieniądź realizuje w gospodarce funkcję miernika wartości towarów i usług, środka krajowej wymiany oraz przenoszenia wartości i jej przechowywania (tezauryzacji). R. Diedrigkeit, *Rynek pieniądza*

częściej – na inny instrument finansowy. Ułatwia on zawieranie umów sprzedaży aktywów usług papierów wartościowych i instrumentów finansowych²³. Tak rozumiany rynek finansowy ma istotne znaczenie dla gospodarki, ponieważ pozwala na efektywną alokację kapitału²⁴. Rynek finansowy definiowany jest także jako „ogół transakcji związanych z przemieszczaniem kapitałów pieniężnych, od podmiotów dysponujących wolnymi środkami finansowymi do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na takie środki”²⁵ lub jako „ogół transakcji, których przedmiotem jest kapitał finansowy”²⁶, a – uszczegóławiając – 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 finansowych”²⁷. Rynek finansowy rozumiany jest również jako zespół instytucji dokonujących obrotów terminowym kapitałem oraz mechanizm ekonomiczny, za pomocą którego procesy są realizowane²⁸. Termin ten rozpatrywany jest w ujęciu przedmiotowym jako miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy²⁹ (określone zobowiązania finansowe)

i papierów wartościowych, Warszawa 1993, s. 11–12; F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002, s. 86. O prawnej i ekonomicznej naturze pieniądza – F.A. Mann, *The Legal Aspect of Money: With Special Reference to Comparative Private and Public International Law*, wyd. 5, Oxford 1992, s. 5, gdzie autor definiuje pieniądz jako „majątek ruchomy” wydany zgodnie z przepisami prawa obowiązującego w państwie wydania, dominowany w odniesieniu do jednostki rozliczeniowej, i służący jako uniwersalny środek wymiany w państwie jego wydania. *Ibidem*, s. 8.

²³ E.H. Neave, *Financial Systems: Principles and Organisation*, New York 2002, Rutledge–London 1998.

²⁴ Szerzej: K. Jajuga, *Rynki finansowe* (w:) K. Jajuga, K. Kuziak, P. Markowski, *Inwestycje finansowe*, Wrocław 1997, s. 69. Problemy związane z prawnymi i ekonomicznymi aspektami funkcjonowania rynku finansowego omawia m.in.: A. Cahn, *Schwierigkeiten bei der Ordnung einer Komplexen Ökonomie durch das Recht – das Beispiel des Finanzmarkts* (w:) E. Kempf, K. Lüderssen, K. Volk (red.), *Ökonomie versus Recht im Finanzmarkt?*, Berlin–Boston 2011, s. 3 i n.

²⁵ W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, wyd. 4, Warszawa 2004, s. 183.

²⁶ D. Dziawgo, L. Dziawgo, *Fundusze powiernicze*, Toruń 1994, s. 123.

²⁷ P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, BiK 2002, nr 1, s. 28.

²⁸ A. Samborski, *Rynki papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej*, Katowice 2004, s. 9.

²⁹ M. Wypych, *Finanse i instrumenty finansowe*, Łódź 1997, s. 115. Podobnie – jako ogół transakcji papierami wartościowymi – definiuje rynek finansowy A. Kaźmierczak, *Pieniądz i bank w kapitalizmie*, Warszawa 1993, s. 50.

lub w ujęciu podmiotowym – jako miejsce dokonywania transakcji między podmiotami posiadającymi nadwyżki środków (oszczędności) a podmiotami chcącymi je zagospodarować, czyli zmienić w aktywa realne³⁰. Wskazanie jedynie na podmiotowe, a nie przedmiotowe ujęcie rynku finansowego stanowi zawężenie jego definicji.

Jeden z najbardziej popularnych podziałów rynku finansowego polega na wyodrębnieniu w jego ramach czterech podstawowych segmentów: rynku pieniężnego, rynku kapitałowego, rynku instrumentów pochodnych oraz rynku walutowego³¹. Inni przedstawiciele nauki wyodrębniają inne jego segmenty, jak: rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek pożyczkowy (kredytowy), rynek walutowy (czasami określany jako specyficzna forma rynku pieniężnego)³², rynek terminowy (instrumentów pochodnych)³³. W literaturze przedmiotu segmenty te określane bywają mianem „podrynków” rynku finansowego³⁴.

Segmentacja rynku finansowego dokonywana zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w praktyce, nawiązuje do różnych kryteriów, podobnie jak ma to miejsce w odniesieniu do samego rynku, m.in. obszaru geograficznego, na którym dokonywane są transakcje (rynek krajowy i międzynarodowy); skali transakcji (rynek hurtowy i detaliczny); charakteru transakcji (rynek pierwotny i wtórny); podmiotów (rynek międzybankowy i pozabankowy); przedmiotu, na który opiewa transakcja (rynek instrumentów bazowych oraz instrumentów pochodnych); przedmiotu odnoszącego się do poszczególnych rodzajów instrumentów finansowych (rynek walutowy, lokat międzybankowych, kredytowy, metali szlachetnych, instrumentów kontroli ryzyka – instrumentów pochodnych, papierów wartościowych i inne)³⁵. Jednym z najczęściej spotykanych jest podział rynku finansowego w oparciu

³⁰ B. Pietrzak, *Rynki finansowe* (w:) B. Pietrzak, Z. Polański (red.), *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, wyd. 2, Warszawa 2001, s. 14; W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2001, s. 16.

³¹ K. Jajuga, *Rynki i instrumenty finansowe – wprowadzenie* (w:) K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Warszawa 2000, s. 17.

³² W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, t. I, Warszawa 2001, s. 12.

³³ S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010, s. 7–8. Podobnie I. Pyka, *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Katowice 2003, s. 15.

³⁴ W. Milo, *Rynki finansowe* (w:) W. Milo (red.), *Finansowe rynki kapitałowe. Przypadek Polski lat dziewięćdziesiątych*, Warszawa 2000, s. 14 i n.

³⁵ Zob. D. Dziawgo, *Stowarzyszenia...*, s. 20–22; W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2007, s. 18 i n. Podobnie S. Sztaba, *Rynek* (hasło) (w:) *Encyklopedia...*, s. 659.

o kryterium okresu obiegu instrumentu, często określane podziałem o kryterium zapadalności (wymagalności), na rynek pieniężny i rynek kapitałowy³⁶.

Dokonując klasyfikacji w oparciu o kryterium czasu dysponowania środkami oraz celu, na jaki są przeznaczane, w ramach rynku finansowego, obok rynku pieniężnego (gdzie dokonywane są krótkoterminowe operacje pieniężne), rynku kapitałowego (długoterminowych inwestycji w instrumenty finansowe), wyodrębnia się rynek instrumentów terminowych (na którym termin operacji zależy od woli storn tworzących instrument), rynek depozytowy (na którym środki finansowe przeznaczane są na szeroko rozumiane cele oszczędnościowe) i rynek ubezpieczeniowy (którego funkcjonowanie od rynku depozytowego odróżnia uzależnienie wypłaty środków pieniężnych od wystąpienia podstawy wypłacenia ubezpieczenia)³⁷.

Ze względu na moment rozliczania transakcji wyróżnia się rynek transakcji natychmiastowych (*spot*) i terminowych, na którym występują kontrakty *forward*, *futures* oraz opcyjne; a z punktu widzenia formy organizacyjnej można mówić o rynku giełdowym – prowadzonym na giełdzie i rynku pozagiełdowym – prowadzonym między instytucjami finansowymi, głównie biurami maklerskimi z pominięciem giełdy³⁸. Rynek finansowy w oparciu o rodzaje występujących instrumentów dzielony jest zaś na rynek pieniężny (w jego ramach występują lokaty międzybankowe, bony skarbowe, bony komercyjne, certyfikaty depozytowe, weksle), rynek kapitałowy (będący miejscem obrotu m.in. akcjami, obligacjami, certyfikatami inwestycyjnymi, kwitami depozytowymi), rynek instrumentów pochodnych (*forwards*, *futures*, opcje, *swapy*), rynek depozytowo-kredytowy (miejsce zawierania umów, których przedmiotem są lokaty bankowe, kredyty bankowe, pożyczki) i – nierzadko wyodrębniany – rynek walutowy³⁹. Typologia rynku finansowego często nie jest wyczerpująca i warto podkreślić, że ulegała znacznym zmianom na przestrzeni ostatnich lat.

Z punktu widzenia niniejszej pracy nieodzowne jest zwrócenie uwagi na wzrost znaczenia rynku instrumentów pochodnych.

³⁶ Zob. rozdział II niniejszej pracy.

³⁷ P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, BiK 2002, nr 1, s. 30 i n.

³⁸ W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 19. O rynku walutowym zob. także K. Zabielski (w:) J. Nacewski, K. Zabielski, *Globalny rynek finansowy*, Warszawa 2002, s. 19–29.

³⁹ Zob. W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 19–21.

W połowie lat 90. XX w. pod względem wolumenu zawieranych transakcji był on uważany za największy rynek finansowy na świecie⁴⁰, a obecnie jego wartość przekracza kilkukrotnie PKB całego świata⁴¹. W nauce finansów popularny jest trójpodział rynku finansowego na rynek pieniężny, kapitałowy i instrumentów pochodnych, nawiązujący do funkcji, jakie pełnią instrumenty finansowe. Rynek pieniężny umożliwia zarządzanie płynnością (a zatem dostosowywanie posiadanego zapasu środków pieniężnych do występujących aktualnie potrzeb płatniczych, obejmujący transakcje instrumentami przeważnie o wierzytelskim charakterze i terminie zapadalności do roku); rynek kapitałowy, na którym oferowane są instrumenty umożliwiające lokowanie i pozyskiwanie kapitału – co najmniej jeden rok; rynek instrumentów pochodnych – umożliwiający zabezpieczenie się przed ryzykiem niedostosowania uzyskiwanych i dokonywanych przez dany podmiot strumieni płatności w wyniku niekorzystnych zmian cen i kursów albo w celach spekulacyjnych, rynek walutowy – obejmujący transakcje walutowe (polegające na wymianie instrumentu finansowego wyrażonego w jednej walucie na instrument finansowy wyrażony w innej walucie)⁴².

Rynkowi wiele uwagi poświęcają przedstawiciele nauki prawa. Próba wskazania zakresu pojęcia „rynek finansowy” była podejmowana w dyscyplinach prawa publicznego, co wynikało przede wszystkim z konieczności poddania regulacjom prawnym jego organizacji i rządzących nimi zasad⁴³. Konieczność wypracowania w nauce prawa ogólnej definicji rynku finansowego wynika stąd, że pojęcie zaczerpnięte z języka potocznego nie może być używane jako narzędzie

⁴⁰ J. Sarnowski, *Rynki finansowe* (w:) A. Dmowski, J. Sarnowski, D. Prokopowicz, *Podstawy finansów i bankowości*, Warszawa 2005, s. 149.

⁴¹ Zob. *OTC derivatives statistics at end-December 2013*, Bank for International Settlements, May 2014, s. 2–26, http://www.bis.org/publ/otc_hy1405.pdf (dostęp: 10.11.2014 r.); I. Popova, B. Simkins, *The Value of OTC Derivatives: Case Study Analyses of Hedges by Publicly Traded Non-Financial Firms*, International Swaps and Derivatives Association, Inc., March 2014, s. 5.

⁴² K. Jajuga (w:) K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje, instrumenty finansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa 1997, s. 17–18; podobnie: A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Warszawa 2006, s. 9–19; Z. Fedorowicz, *Rynek pieniądza i rynek kapitału*, Warszawa 1999, s. 22–28.

⁴³ Zob. C. Kosikowski, *Prawo gospodarcze publiczne*, Warszawa 1994; C. Banaśiński, H. Gronkiewicz-Waltz (red.), M. Wierzbowski (red.), R. Kaszubski, K. Glibowski, *Prawo gospodarcze, zagadnienia administracyjnoprawne*, wyd. 3, Warszawa 2013, s. 391 i n.

poznania w badaniu zagadnień związanych funkcjonowaniem publicznoprawno-prawnych instytucji ochrony rynku finansowego, zaś powołanie sformułowanych w naukach ekonomicznych okazać się może niewystarczające⁴⁴. Użycie tak pojemnego *definiens*, jak ustalenie, że rynek finansowy rozumiany i definiowany powinien być jako miejsce zawierania transakcji instrumentami finansowymi, pozwoliłoby zachować aktualność definicji, niezależnie od zmian i nowych tendencji pojawiających się w obrębie rynków finansowych⁴⁵. Rynek finansowy określany jest jako ogół działań o charakterze ekonomicznym i związanych z tym czynności prawnych, dokonywanych między przedsiębiorcami, przy użyciu instrumentów finansowych, których przedmiotem jest przepływ i alokacja środków finansowych⁴⁶. Rynek finansowy jako całość bywa rozpatrywany jako instytucja prawna⁴⁷. Zasadny wydaje się wyrażony w literaturze przedmiotu pogląd, że nie jest to tylko miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy lub też ogół transakcji papierami wartościowymi będącymi instrumentami udzielania kredytów, gdyż

⁴⁴ L. Góral, *Opinia do projektu ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym* (druk nr 654), Biuro Analiz Sejmowych, Łódź, 4 lipca 2006 r., s. 2 (orka.sejm.gov.pl).

⁴⁵ P. Wajda, *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009, s. 19.

⁴⁶ P. Zapadka, *Aspekty prawne funkcjonowania...*, s. 28.

⁴⁷ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 20. Na gruncie teorii prawa wyróżniane są trzy podstawowe znaczenia terminu „instytucja prawna”. Pojęcie to w ogólnym jego znaczeniu odnoszone jest do pewnego zespołu norm prawnych, z określonych względów wydzielonego w odrębną całość (Z. Ziemiński, *Szkice z metodologii szczegółowych nauk prawnych*, Warszawa–Poznań 1983, s. 88 i cyt. tam J. Wróblewski (w:) *Polski słownik prawniczy. Hasła podstawowe*, Warszawa 1969, s. 21). Funkcjonalne znaczenie instytucji prawnej oznacza zespół działań wyznaczonych przez określony zespół norm prawnych – zob. Cz. Znamierowski, *Prolegomena do nauki o państwie*, Poznań 1947–1948, s. 47 i n.; Z. Ziemiński, *Szkice z metodologii szczegółowych nauk prawnych*, Warszawa–Poznań 1983, s. 88. Mianem instytucji prawnej oznacza się także zespół osób działających stosownie do wskazań bądź na podstawie upoważnień zawartych w określonym zespole norm prawnych – J. Wróblewski (w:) *Polski słownik prawniczy...*, s. 21 i n. W najnowszej literaturze przedmiotu instytucję prawną określa się jako wyodrębniony i stanowiący funkcjonalną całość zespół norm prawnych i odnoszących się do stosunków w danej dziedzinie życia społecznego, a także zespół działań wyznaczony przez wyodrębniony jako instytucja prawna zespół norm oraz osobę albo grupę osób zorganizowaną i działającą na podstawie takiego zespołu norm – W. Gromski (w:) A. Bator (red.), *Wprowadzenie do nauk prawnych. Leksykon tematyczny*, wyd. 2, Warszawa 2008, s. 187.

tak definiowany mógłby być tylko rynek usług finansowych⁴⁸. 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 prawo⁴⁹. Tak rozumiany rynek finansowy jest częścią składową systemu finansowego, pod którym to pojęciem rozumieć należy „mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi, w skład którego wchodzi instrumenty finansowe, rynki finansowe, instytucje finansowe oraz zasady określające sposób ich funkcjonowania”⁵⁰.

Wskazać należy, że pojęcie „rynek finansowy” wykazuje wiele podobieństw z terminem „system finansowy”. Rynek finansowy jest bowiem elementem systemu finansowego, w skład którego obok rynków finansowych wchodzi: instrumenty finansowe, instytucje finansowe oraz zasady funkcjonowania⁵¹. Zgodnie z innym stanowiskiem system finansowy bywa definiowany jako składający się jedynie z trzech komponentów: rynków finansowych, pośredników finansowych i regulatorów⁵². Definicja ta wydaje się jednak zbyt zawężona, sprowadzając definicję jedynie do rynków finansowych oraz szeroko rozumianych instytucji finansowych (pośredników i regulatorów), nie ukazuje złożoności systemu finansowego. Instrumenty finansowe i zasady, na jakich opiera się system finansowy, stanowią bowiem także istotny element definicji tego systemu. Usługi dostarczane podmiotom sfery

⁴⁸ L. Góral, *Opinia do projektu ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym* druk nr 654, Biuro Analiz Sejmowych, www.sejm.gov.pl, s. 2 i przywołana tam niewystarczająca na gruncie prawa – zdaniem autora – definicja W. Dębskiego zawarta (w:) *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2001, s. 16.

⁴⁹ L. Góral, *Opinia...*, s. 2.

⁵⁰ Z. Polański, *System finansowy* (w:) Z. Polański, B. Pietrzak (red.), *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, Warszawa 2001, s. 11.

⁵¹ Zob. Z. Polański (w:) B. Pietrzak, Z. Polański (red.), *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, Warszawa 1997, s. 12. Węższą definicję systemu finansowego, obejmującą wyłącznie rynki i instytucje finansowe, przedstawiają J. Caramichael, M. Pomerleano, *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions*, Washington 2002, s. 1.

⁵² F. J. Fabozzi, P. Peterson Drake, *Finance. Capital Markets, Financial Management, and Investment Management*, New Jersey 2009, s. 4 i n.

realnej⁵³ przez system finansowy są świadczone za pośrednictwem mechanizmów rynkowych oraz w trybie publicznym (nieprywatnym). Zasadnie zatem na gruncie prawa unijnego zdefiniowany jest system finansowy jako wszystkie instytucje finansowe, rynki, produkty i infrastruktury rynkowe (art. 2 lit. b rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego⁵⁴). System finansowy to mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi, w skład którego wchodzi instrumenty finansowe, rynki finansowe, instytucje finansowe oraz zasady określające sposób ich funkcjonowania⁵⁵. System finansowy służy gromadzeniu środków pieniężnych i ich rozdysponowywaniu⁵⁶. W innym ujęciu to ogół norm prawnych oraz zespół instytucji finansowych, których zadaniem jest gromadzenie, dzielenie oraz wydatkowanie zasobów pieniężnych w państwie⁵⁷.

⁵³ Gospodarka dzielona jest na trzy sfery: realną (sektor realny), organizacyjną i regulacji. Pierwsza z nich odnosi się do zasobów i strumieni występujących w gospodarce (przestrzeni geograficznej, bogactw naturalnych, zasobów mineralnych, zasobów ludzkich, materialnej i niematerialnej działalności gospodarczej; druga – do podmiotów gospodarczych i ich specyficznych cech, formy własności dominującej w gospodarce oraz alokacji kompetencji do podejmowania decyzji gospodarczych; trzecia zaś – do norm prawnych, norm moralnych i etycznych właściwych dla danego systemu ekonomicznego. M. Smaga, *Systemy gospodarcze* (w:) T. Włudyka, M. Smaga (red.), *Instytucje gospodarki rynkowej*, Warszawa 2012, s. 80. Por. M. Brzoza-Brzezina, *Neutralność pieniądza a badanie mechanizmów transmisji monetarnej w Polsce*, BiK 2000, nr 2, s. 35; M. Belka, *Neutralność pieniądza – ewolucja poglądów*, BiK 1993, nr 5–6, s. 2–8. Warto wskazać, że podmiot prawa jako taki może stanowić element wyłącznie sfery intencjonalnej, nigdy zaś sfery realnej (Ł. Karczyński, *Opodatkowanie przekształceń spółek*, Warszawa 2011, s. 47–48).

⁵⁴ Dz. Urz. UE L 331 z 15.12.2010 r., s. 1.

⁵⁵ Z. Polański, *System finansowy* (w:) *System finansowy...*, 2001, s. 11. System finansowy jest analogicznie definiowany w literaturze zagranicznej, jako obejmujący zestaw złożony i ściśle powiązanych ze sobą instytucji finansowych, rynków, instrumentów, usług, praktyk i transakcji” (S. Gurusamy, *Financial Services and Systems*, wyd. 2, New Delhi 2009, s. 3). System finansowy składa się z instytucji finansowych, usług finansowych, rynków finansowych oraz instrumentów finansowych.

⁵⁶ Zob. T. Dębowska-Romanowska, *Pojęcie systemu finansowego państwa oraz jego części składowe* (w:) W. Wójtowicz (red.), *Prawo finansowe*, Warszawa 1996, s. 25. Podobnie A. Majchrzycka-Guzowska, *Finanse*, Warszawa 1991, s. 220. Zobacz także N. Gajl, *Finanse i prawo finansowe*, Warszawa 1992, s. 28.

⁵⁷ E. Jarocka, *Finanse przedsiębiorstw, systemu bankowego, budżetowego, ubezpieczeń*, wyd. II, Warszawa 2005, s. 31.

Poszczególne państwa tworzą warunki optymalnej wymiany poprzez stanowienie regulacji prawnych dotyczących obu stron transakcji. Przecistawiając się poglądom neoliberalnym stanowiącym, że rynek funkcjonuje samodzielnie, a wszelkie zaburzenia są przejściowe i w długim okresie rynek samoistnie doprowadzi do równowagi, trudno zaprzeczyć tezie, że regulacje prawne nie mogą być oderwane od warunków gospodarczych. Zadaniem regulacji prawnych powinno być zatem stworzenie optymalnych warunków (efektywnych, płynnych i korzystnych – w miarę możliwości – dla obu stron) dla przepływu kapitału między inwestorami a instytucjami finansowymi, w tym także między międzynarodowymi inwestorami a międzynarodowymi pożyczkodawcami, co ma istotne znaczenie w dobie globalizacji.

Dla prowadzonych badań istotny jest podział systemu finansowego na rynkowy i publiczny. Pierwszy z nich, określany mianem prywatnego, składa się z instrumentów finansowych, instytucji finansowych, rynków finansowych oraz zasad, w oparciu o które działają, natomiast w ramach publicznego systemu finansowego wyodrębniane są instytucje budżetowe, instrumenty fiskalne, publiczne instrumenty finansowe oraz instytucje fiskalne⁵⁸. Publiczny system finansowy umożliwia władzom publicznym dostarczanie dóbr publicznych oraz usług i świadczeń społecznych⁵⁹. Wydaje się, iż publiczny system finansowy można w tym znaczeniu utożsamić z systemem finansów publicznych wraz z bankowością centralną. System finansowy może działać na globalnym, regionalnym lub na określonym poziomie przedsiębiorstwa. Definicja systemu finansowego ciągle ewoluuje pod wpływem zmian zachodzących na rynkach finansowych, takich jak: globalizacja, liberalizacja, deregulacja, odejście od pośrednictwa, sekurytyzacja, rozwój technologiczny, integracja rynków finansowych różnych krajów, integracja usług i instytucji finansowych, pojawienie się nowych możliwości na rynkach finansowych⁶⁰. Wzrost zapotrzebowania na rozmaite usługi finansowe, zwiększająca się wielorakość

⁵⁸ Z. Polański, *Struktura systemu finansowego* (w:) B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Warszawa 2003, s. 22–23 i 44.

⁵⁹ *Ibidem*, s. 44.

⁶⁰ U. Banaszczyk-Soroka, *System finansowy* (w:) U. Banaszczyk-Soroki (red.), *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje i uczestnicy*, Warszawa 2012, s. 13–14. Globalizacja zaś rozumiana jest jako tendencja instytucji finansowych i ich klientów do przekraczania krajowych rynków i korzystania z innych rynków na świecie – K. Pilbeam, *Finance & Financial Markets*, wyd. 3, Basingstoke 2010, s. 11.

rynków, rozwój usług finansowych, szybko zachodzące zmiany technologiczne oraz globalizacja zmieniają podstawy dostarczania tych usług, a nawet funkcjonowania samego państwa⁶¹. Mimo iż forma systemów finansowych jest bardzo zróżnicowana, pełnią one te same funkcje⁶² i mają zawsze kluczowe znaczenie dla alokacji zasobów w nowoczesnej gospodarce.

Źródłem zakłóceń na rynku może być prywatny monopol, czyli producent lub kartel producentów kontrolujący podaż jakiegoś towaru, który może stanowić przeszkodę w przekazywaniu ścisłej informacji na temat cen, zniekształcając tę informację⁶³.

2. Regulacja prawna rynku finansowego

Właściwie funkcjonujący rynek finansowy jest warunkiem efektywności gospodarczej. Sposób funkcjonowania rynku finansowego opiera się na ramach prawnych, które nakładane są władczo przez państwo. Funkcjonowanie gospodarek poszczególnych państw uzależnione jest od mechanizmów rynkowych oraz regulacji normatywnych. W państwach o ustroju socjalistycznym gospodarka centralnie sterowana opiera się na ścisłej regulacji prawnej. W ustroju kapitalistycznym, gdzie gospodarka rynkowa bazuje na mechanizmach rynkowych, regulacje prawne mają zasadniczo ograniczoną rolę, bowiem państwo ma jedynie korygować błędy poczynione przez rynek lub uzupełniać jego niedostatki, nie ma go jednak zastępować⁶⁴. Znaczenie i kształt rynku uzależnione jest od wielu czynników, takich jak m.in. system gospodarczy (ustrój państwa), koncentracja popytu i podaży, regulacje prawne oraz infrastruktura instytucjonalna.

⁶¹ Globalizacja w różnych swych aspektach jest czynnikiem powodującym gigantyczne zmiany w sposobie funkcjonowania rynków. Główne centra finansowe, które występują w większości krajów rozwiniętych na świecie i na których spotyka się większość popytu na usługi finansowe krajowego rynku, rywalizują z innymi centrami, w innych krajach (K. Pilbeam, *Finance...*, s. 4).

⁶² F. Allen, D.M. Gale, *Comparing Financial Systems*, Cambridge 2001, s. 520.

⁶³ M. Friedman, R. Friedman, *Potęga rynku* (w:) M. Friedman, R. Friedman, *Wolny wybór*, Sosnowiec 2006.

⁶⁴ Szerszą analizę używanych w tym zakresie przez poszczególne państwa instrumentów – zob. V. Tanzi, *Government versus Markets: The Changing Economic Role of the State*, Cambridge 2011, s. 215 i n.

Przypomnieć trzeba, że charakterystyczna dla prawa publicznego metoda administracyjnoprawna cechuje się brakiem równości stron, oparta jest na zasadzie władztwa i ograniczonej swobodzie kształtowania wzajemnych relacji ze strony jednostki. W prawie administracyjnym jednym z podmiotów stosunku materialnoprawnego jest zawsze organ administracji państwowej albo podmiot, któremu ustawa wprost albo za pośrednictwem tego organu powierza pełnienie funkcji z zakresu administracji publicznej⁶⁵. Przedmiot stosunku administracyjnoprawnego musi odpowiadać dwu cechom: sama sprawa musi należeć do sfery działania administracji i musi być dopuszczona do regulowania w trybie nakazów czy zakazów administracyjnych, przy czym może chodzić tu o akty normatywne (i to nie tylko stanowione przez administrację) i akty konkretyzacji prawa (zróżnicowane: typowe akty administracyjne, jak również formy działania charakterystyczne w tzw. sferze wewnętrznej działania administracji, np. polecenie służbowe)⁶⁶.

Od kilkudziesięciu lat zauważany jest wpływ nauk ekonomicznych na kształtowanie się instytucji prawno-finansowych, co jest kompleksem zagadnień związanych z ekonomizacją prawa finansowego⁶⁷. Regulacje prawne – jak już wskazano – ze swojej istoty nie mogą być oderwane od rzeczywistości gospodarczej i muszą uwzględniać jego ekonomiczne i organizacyjne uwarunkowania. Potrzeba ingerencji państwa w rynek finansowy w drodze regulacji prawnych wynika z niedoskonałości rynku finansowego⁶⁸. Mechanizm rynkowy (tzw. wolna

⁶⁵ J. Lang, *Stosunek administracyjnoprawny* (w:) M. Wierzbowski (red.), *Prawo administracyjne*, Warszawa 2013, s. 26.

⁶⁶ R. Hauser, *Pojęcie i znaczenie stosunku administracyjnoprawnego* (w:) R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.), *Instytucje prawa administracyjnego*, t. 1, Warszawa 2010, s. 195 i cyt. tam J. Starościk, *Stosunek administracyjnoprawny* (w:) T. Rabaska, J. Łętowski (red.), *System Prawa Administracyjnego*, t. III, Wrocław 1978, s. 16.

⁶⁷ Zob. M. Weralski, *Pojęcie instytucji prawno-finansowych i ich systematyka* (w:) M. Weralski (red.), *System instytucji prawno-finansowych PRL*, t. I, Wrocław 1982, s. 40. Szerzej o ekonomizacji prawa, określanej „bardziej ekonomicznym podejściem”, m.in. M. Weralski, *Kategorie ekonomiczne a instytucje prawne* (w:) L. Kurowski (red.), *Problematyka ekonomiczno-prawna rozwoju gospodarczego PRL*, Warszawa 1976, s. 5; C. Kosikowski, *Normy prawa finansowego i jego funkcje* (w:) C. Kosikowski, E. Ruśkowski (red.), *Finanse publiczne i prawo finansowe*, Warszawa 2008, s. 56.

⁶⁸ Potrzebę interwencji państwa nawet w sytuacji niesprawnego rynku kwestionuje główny propagator szkoły wyboru publicznego (*School of Public Choice*) noblista James Buchanan (J.M. Buchanan, *The Limits of Liberty: Between Anarchy and Leviathan*, Chicago 1975; J.M. Buchanan and R.A. Musgrave, *Public Finance and Public*

ręka rynku) nie jest bowiem w stanie zapewnić jego bezpieczeństwa, stabilności, a czasem i efektywności⁶⁹. Niedoskonałości rynku związane są z działaniem sił rynkowych, czynnikami zewnętrznymi oraz asymetrią informacji między kupującymi i sprzedającymi⁷⁰. Jednym z głównych powodów regulacji jest brak siły rynkowej ze strony konsumentów i narażenie na skutki monopolistycznego zachowania się szeroko rozumianych instytucji finansowych, a po drugie – klienci nie są dobrze poinformowani i nie mają możliwości monitorowania instytucji, po trzecie – chodzi o zapewnienie bezpieczeństwa i stabilności rynku finansowego⁷¹. Celem regulacji prawnej rynku finansowego powinno być zatem uzupełnienie mechanizmów rynkowych. Poprzez regulacje prawne państwo modyfikuje bowiem działalność instytucji finansowych.

Prawo pozytywne narzuca ramy prawne, bez których istnienia nie może być mowy o skutecznym działaniu mechanizmów rynkowych w gospodarce. Należy do nich zaliczyć: ochronę prawa własności, wolność gospodarczą, swobodę zawierania umów, ochronę swobodnej i uczciwej konkurencji⁷².

Przyjmuje się, że system gospodarczy oparty jest na czterech konstytucyjnych zasadach: zasadzie społecznej gospodarki rynkowej opartej na wolności działalności gospodarczej jako podstawie ustroju gospodarczego i własności prywatnej (art. 20 Konstytucji RP), konstytucyjnej ochronie własności (art. 20, 21 i 64 Konstytucji RP)⁷³, ochronie

Choice: Two Contrasting Visions of the State, Cambridge 1999). Zwolennicy tej teorii uważają, że interwencja państwowa zmierzająca do skorygowania niedoskonałości rynku często pogarsza, a nie poprawia stan rzeczy. Doskonały rynek nie wymagałby żadnego udziału państwa (V. Tanzi, *The Economic Role of the State in the 21st Century*, *Cato Journal* 2005, vol. 25, no. 3). Można spotkać się także z dość kontrowersyjnymi poglądami, że „bardziej wolny rynek” wymaga liczniejszych uregulowań (tak: S.K. Vogel, *Free Markets, More Rules, Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*, New York 1996).

⁶⁹ Por. P. Gołędzinowski, *Wpływ regulacji systemu bankowego na jego efektywność*, Warszawa 2009, s. 23 i n.

⁷⁰ Por. X. Freixas, J. Ch. Rochel, *Mikroekonomia bankowa*, Warszawa 2007, s. 340.

⁷¹ Podobnie K. Matthews, J. Thompson, *Ekonomika bankowości*, Warszawa 2007, s. 190.

⁷² J. Grabowski, *Prawo a gospodarka* (w:) R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.), *System Prawa Administracyjnego. Publiczne prawo gospodarcze*, t. 8A, Warszawa 2013, s. 6.

⁷³ J. Ciapała, *Konstytucyjna wolność działalności gospodarczej w Rzeczypospolitej Polskiej*, Szczecin 2009, *passim*.

wolności gospodarczej (art. 20 i 22 Konstytucji RP)⁷⁴ oraz zasadzie solidarności, dialogu i współpracy partnerów społecznych (art. 20 Konstytucji RP)⁷⁵. „Nie sposób jednak uregulować problematyki wolności gospodarczej kompleksowo jedynie w ustawie naczelnej. Wolność gospodarcza nie jest wartością absolutną i realizacja tej zasady konstytucyjnej wymaga wskazania – w szczególności – czego ona dotyczy i kogo obejmuje”⁷⁶. Wolność gospodarcza nie może zatem podlegać kodyfikacji i wymaga regulacji w różnych aktach normatywnych⁷⁷.

Należy wskazać, że ograniczenia wolności gospodarczej wiążą się z pojęciem reglamentacji. Problem ustalenia pojęcia „reglamentacja” wynika przede wszystkim z rozmaitego pojmowania tej instytucji prawnej⁷⁸. Reglamentacja oznacza różnorodną sferę działalności administracji, której istotą jest ograniczenie w dziedzinie wykorzystania składników procesu wytwarzania, świadczenie usług i obrotu towarowego, swobody działalności podmiotów gospodarujących w imię szeroko pojętego interesu społeczno-ekonomicznego⁷⁹.

Reglamentacja polega na ograniczaniu wolności gospodarczej zgodnie z interesem społecznym poprzez wydawanie aktów normatywnych o charakterze generalnym, zawierających nakazy, zakazy oraz pozwolenia administracyjne⁸⁰. Formami reglamentacji działalności gospodarczej jest stosowanie zezwoleń, koncesji, licencji, zgód, obowiązków wpisów do rejestru działalności reglamentowanej. Cechą reglamentacji jest stosowanie środków władczych (np. zakazów,

⁷⁴ Ograniczenie wolności gospodarczej dopuszczalne jest tylko w drodze ustaw i tylko ze względu na ważny interes publiczny. Mimo iż Konstytucja RP nie definiuje tego pojęcia, powszechnie przyjmuje się, że chodzi o bezpieczeństwo państwa, porządek publiczny, ochronę środowiska, zdrowia publicznego oraz moralności publicznej. Szerzej L. Garlicki, *Przesłanki ograniczania konstytucyjnych praw i wolności na tle orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego*, PiP 2001, z. 10, s. 5 i n. Zob. orzeczenie TK z dnia 12 grudnia 1991 r., K 6/90, OTK 1991, cz. 1, poz. 1.

⁷⁵ Zob. B. Banaszak, *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 155 i n.

⁷⁶ C. Kosikowski, *Wolność gospodarcza w prawie polskim*, Warszawa 1995, s. 44–47.

⁷⁷ *Ibidem*.

⁷⁸ Termin ten rozumiany jest bowiem w doktrynie jako funkcja, metoda, instrument, sposób, rodzaj, sfera działalności gospodarczej. J. Boć, *Sfery ingerencji administracji* (w:) J. Boć (red.), *Prawo administracyjne*, Wrocław 2007, s. 357.

⁷⁹ J. Boć, *Reglamentacja* (w:) J. Boć (red.), *Administracja publiczna*, Wrocław 2004, s. 243.

⁸⁰ A. Chelmoński, *Instytucje administracyjnoprawne w zarządzaniu gospodarką narodową* (w:) T. Rabska (red.), *System prawa administracyjnego*, t. IV, Wrocław 1980, s. 462.

nakazów, zezwoleń, koncesji) w celu egzekwowania określonych zachowań, ograniczeń, zasad czy norm (technicznych, jakościowych, bezpieczeństwa itp.)⁸¹. Ma ona sprzyjać realizacji zasady swobody działalności gospodarczej przez przejrzyste i precyzyjne określenie granic, poza którymi istnieje sfera dla niczym nieskrępowanej działalności gospodarczej⁸².

Należy wyraźnie odróżnić reglamentację administracyjnoprawną od warunków prawnych, które są nieodzowne do spełnienia przez każdego przedsiębiorcę, który podejmuje i wykonuje działalność gospodarczą. Niespełnienie wskazanych warunków z przyczyn zależnych od zainteresowanego pociąga za sobą brak możliwości podjęcia działalności gospodarczej przez określony podmiot⁸³.

Ocena wpływu reglamentacji na wolność gospodarczą nie jest jednolita. Przeważa pogląd, że w ujęciu prawnym istotą reglamentacji jako instytucji prawnej jest publicznoprawne ograniczenie wolności gospodarczej za pomocą instrumentów formalnych, takich jak koncesje, zezwolenia itp.⁸⁴ Pojawiają się także poglądy, że reglamentacja prawna ma umacniać, a nie ograniczać wolność gospodarczą, np. regulacje prawne dotyczące przeciwdziałania nieuczciwej konkurencji i praktykom monopolistycznym⁸⁵.

Jedną z podstawowych niedoskonałości rynku finansowego jest asymetria informacji. Prawo powinno zapewniać optymalne warunki dla obu stron. Klientami są bowiem indywidualne, rozproszone podmioty, których interesy mogą być naruszone przy zawieraniu umów z profesjonalnymi podmiotami. Nadmiar regulacji może jednak hamować rozwój usług finansowych.

W prawie UE nie zdefiniowano pojęcia „rynek finansowy”. Unijny legislator używa pojęcia „sektor finansowy” (ang. *financial sector*, niem. *Finanzbranche*). W dyrektywie 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 grudnia 2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń

⁸¹ M. Waligórski, *Administracyjna regulacja działalności gospodarczej. Problemy prawnej reglamentacji*, Poznań 1998, s. 69–70.

⁸² R. Kaszubski, P. Zapadka, *Ewidencja a wolność gospodarcza*, Glosa 1998, nr 10, s. 5.

⁸³ C. Kosikowski, *Zasady reglamentacji działalności gospodarczej w projekcie ustawy – prawo działalności gospodarczej*, PUG 1999, nr 5, s. 8.

⁸⁴ M. Zdyb, *Prawo działalności gospodarczej. Komentarz do ustawy z dnia 19 listopada 1999 r.*, Kraków 2000, s. 266–267.

⁸⁵ Zob. R.W. Kaszubski, K. Radzikowski, *Wolność gospodarcza i warunki jej ograniczeń*, Glosa 2000, nr 3 (cz. I), s. 1–7, nr 4 (cz. II), s. 8–12.

oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego i zmieniająca dyrektywy Rady 73/239/EWG, 79/267/EWG, 92/49/EWG, 92/96/EWG, 93/6/EWG i 93/22/EWG oraz dyrektywy 98/78/WE i 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady⁸⁶ (zob. art. 2 pkt 8 dyrektywy 2002/87/WE). Pojęcie to występuje jako sektor, który ze składa się – w uproszczeniu – z jednego lub większej liczby następujących sektorów: bankowego – obejmującego instytucje kredytowe, instytucje finansowe lub przedsiębiorstwa pomocniczych usług bankowych⁸⁷; ubezpieczeń – zakładu ubezpieczeń, zakładu reasekuracji lub ubezpieczeniowej grupy kapitałowych⁸⁸; usług inwestycyjnych – przedsiębiorstwa inwestycyjnego lub instytucji finansowej. Niewątpliwie wprowadzenie trójpodziału usług finansowych, nawiązujące do świadczonych przez te podmioty usług⁸⁹, przyczyniło się do narzucenia pewnej przejrzystości regulacjom prawnym – początkowo w ramach WE, a następnie w UE. Prawodawca unijny wskazuje na zakres sektora finansowego poprzez wskazanie zakresu podmiotowego szeroko rozumianych instytucji finansowych tworzących go. Wyodrębnienie trzech podstawowych sektorów rynku finansowego w art. 2 pkt 8 dyrektywy 2002/87/WE – bankowego, ubezpieczeniowego i inwestycyjnego – *de lege lata* jest daleko idącym uogólnieniem.

⁸⁶ Dz. Urz. UE L 35 z 11.02.2003 r., s. 1; zwana dalej dyrektywą 2002/87/WE.

⁸⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 1 i n. (tzw. rozporządzenie CRR – Capital Requirements Regulation) oraz dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywę 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L 176 z 27.6.2013, s. 338, tzw. dyrektywa CRD IV – Capital Requirements Directive); zwana dalej dyrektywą 2013/36. Rozporządzenie CRR oraz dyrektywa CRD IV zwane są łącznie pakietem CRD IV/CRR.

⁸⁸ Dyrektywa 2005/68/WE z dnia 16 listopada 2005 r. w sprawie reasekuracji oraz zmieniająca dyrektywy Rady 73/239/EWG, 92/49/EWG, a także dyrektywy 98/78/WE i 2002/83/WE (Dz. Urz. UE L 323 z 09.12.2005, s. 1), dyrektywa 2002/83/WE z dnia 5 listopada 2002 r. dotycząca ubezpieczeń na życie (Dz. Urz. WE L 345 z 19.12.2002, s. 1; zwana dalej dyrektywą 2002/83/WE), dyrektywa 98/78/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 27 października 1998 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad zakładami ubezpieczeń w grupach ubezpieczeniowych (Dz. Urz. WE L 330 z 5.12.1998, s. 1).

⁸⁹ E. Fojcik-Mastalska, *Prawo bankowe Unii Europejskiej. Mechanizmy i zakres harmonizacji*, Wrocław 1995, s. 29–30. Autorka wyraża pogląd, że rynek finansowy może być postrzegany w istocie jako rynek usług finansowych.

W celu podtrzymania wizerunku banków, zakładów ubezpieczeń oraz podmiotów organizujących rynek kapitałowy jako instytucji zaufania publicznego konieczne jest stosowanie przez państwo systemu regulacji wpływających na bezpieczne gospodarowanie pozyskanymi środkami od klientów, a także zapobiegających rozprzestrzenianiu się trudności finansowych pojedynczych podmiotów na cały rynek finansowy⁹⁰.

Integracja rynku finansowego w ramach UE jest jednym z etapów integracji gospodarczej, rozumianej jako stan pełnego scalenia gospodarek wybranych państw⁹¹. Stan obecnej integracji gospodarczej jest zaawansowany bardziej niż kiedykolwiek wcześniej, z tendencją do dalszego jej pogłębiania⁹². Integracja rynku finansowego UE nie jest jednak celem samym w sobie, ale wiąże się ze wzrostem stabilności gospodarczej, poprawą jakości usług, obniżaniem ich kosztów, zwiększaniem efektywności oraz stabilności rynku finansowego, ale i jego bezpieczeństwa. Poprawa innowacji technologicznej, finansowej oraz konkurencyjności to jedno z pożądanych następstw tej integracji⁹³.

Kształtowanie się obecnego systemu regulacji prawnych z zakresu rynku finansowego, obowiązujących w obecnych państwach członkowskich UE, było procesem złożonym i długotrwałym⁹⁴. Pierw-

⁹⁰ Zob. A. Talecka (w:) *Bankowość. Podstawowe zagadnienia*, P. Niczyporuk, A. Talecka, Białystok 2011, s. 77. Autorka wskazuje, że podstawowym celem regulacji prawnych dotyczących banków jest ograniczenie ryzyka, które wynika z istoty działalności banków, a więc może się ono pojawić i następnie zagrażać stabilności systemu bankowego.

⁹¹ Zwrot „integracja gospodarcza” w przemówieniach polityków i dokumentach państwowych pojawił się po drugiej wojnie światowej (zob. F. Machlup, *Integracja gospodarcza – narodziny i rozwój idei*, Warszawa 1986). Kolejne etapy integracji omawiają m.in. S.I. Bukowski, *Unia monetarna. Teoria i praktyka*, Warszawa 2007, s. 19 i n.; E. Latoszek, *Integracja europejska. Mechanizmy i wyzwania*, Warszawa 2007; M. Nasiłowski, *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, wyd. 6, Warszawa 2004, s. 458 i n.; z literatury anglojęzycznej – m.in. F. McDonald, *Market Integration in the European Union* (w:) F. McDonald, S. Dearden (red.), *European Economic Integration*, wyd. 4, Essex 2005, s. 39–71.

⁹² M. Mussa, *Factors Driving Global Economic Integration* (w:) *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, New York 2001, s. 9.

⁹³ J. Żabińska, *Procesy integracyjne na europejskim rynku bankowym* (w:) J. Więclawski (red.), *Bankowość*, Lublin 2006, s. 54–55. Zob. także D. Wojtczak-Samoraj, *Regulacja prawna działalności bankowej i kredytowej w Unii Europejskiej*, MPB 2013, nr 12, s. 76–87.

⁹⁴ Szczegółowe omówienie poszczególnych etapów harmonizacji prawa rynków finansowych państw członkowskich oraz problemów prawnych wykracza poza zakres niniejszych wywodów, warto w tym zakresie odesłać jednak do specjalistycznych opracowań – m.in. T. Nieborak, *Aspekty prawne...*, s. 62–123; E. Piontek, *Wspólnotowe regulacje w dziedzinie rynku finansowego* (w:) J. Barcz (red.), *Prawo Unii Europejskiej*.

szym aktem prawnym, który po II wojnie światowej ustalił podstawy współpracy gospodarczej między państwami europejskimi, był akt powołania 28 marca 1947 r. Europejskiej Komisji Gospodarczej (Economic Commission for Europe; aktualnie United Nations Economic Commission for Europe – UNECE) jako jednej z komisji regionalnych Organizacji Narodów Zjednoczonych⁹⁵. W ramach Wspólnot Europejskich, na początkowym etapie zjednoczenia, rynek finansowy tworzony był odrębnie w każdym z krajów członkowskich, a jego architektura opierała się na regulacjach krajowych⁹⁶. Nawet jeżeli w latach 70. i 80. XX w. dokonano znaczących, z punktu widzenia polityki gospodarczej, decyzji – co miało miejsce w szczególności w obszarze monetarnym i instytucjonalnym – to mimo wszystko był to okres, w którym zauważalne było spowolnienie procesu integracji ekonomicznej pomiędzy poszczególnymi gospodarkami⁹⁷. Dopiero przekroczenie „magicznej granicy lat 90. XX wieku” pozwoliło na dynamiczny rozwój jednolitego rynku wewnętrznego, a wraz z nim i koncepcji paneuropejskiego rynku finansowego⁹⁸.

Z perspektywy czasu można wskazać, iż kolejne etapy na drodze do integracji rynków finansowych UE wyznaczają: podpisanie Traktatu z dnia 25 marca 1957 r. ustanawiającego Europejską Wspólnotę Gospodarczą⁹⁹, Jednolitego Aktu Europejskiego z dnia 17 lutego 1986 r.¹⁰⁰;

Zagadnienia systemowe. Prawo materialne i polityka, wyd. III, Warszawa 2006, s. II–165 i n.; N. Vardi, *The Integration of European Financial Markets: The Regulation of Monetary Obligations*, New York 2011, s. 58–66.

⁹⁵ G. Tamburini, *European Economic Integration: Technological Prospects* (w:) G.R. Faulhaber, G. Tamburini (red.), *European Economic Integration*, Norwell 1991, s. 30.

⁹⁶ T. Nieborak, *Aspekty prawne...*, s. 71.

⁹⁷ G. Tamburini, *European Economic...*, s. 17.

⁹⁸ T. Nieborak, *Aspekty prawne...*, s. 71 i cytowana tam B. Ryszawska-Grzeszczak, *Zmiany w sektorze finansowym Unii Europejskiej w świetle Strategii Lizbońskiej* (w:) P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju*, t. I, Lublin 2005, s. 223.

⁹⁹ Stanowiło to kontynuację działań podjętych przez państwa Europy ustanawiające Europejską Wspólnotę Węgla i Stali.

¹⁰⁰ Jednolity Akt Europejski (Single European Act) podpisany w Luksemburgu dnia 17 lutego 1986 r. i w Hadze dnia 28 lutego 1986 r. to traktat, który zmienił i uzupełnił TWE, zobowiązując państwa członkowskie do wprowadzenia do dnia 31 grudnia 1992 r. środków mających na celu stopniowe ustanawianie rynku wewnętrznego. Zob. D. Mavromati, *The Law of Payment Services in the EU: The EC Directive on Payment Services in the Internal Market*, Federick 2007, s. 16; a także *Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council* (Milan, 28–29 June 1985)

Traktatu z dnia 7 lutego 1992 r. o Unii Europejskiej¹⁰¹ przekształconego w Traktat Ustanawiający Wspólnotę Europejską¹⁰², a obecnie Traktat o funkcjonowaniu UE¹⁰³. Obok prawa pierwotnego UE, istotne znaczenie mają regulacje o charakterze *soft law*, wyznaczające kierunki działań w zakresie harmonizacji i uszczegółowiania przepisów prawa europejskiego, wśród których wydaje się, iż najbardziej doniosłą rolę pełnią: Plan działania w zakresie usług finansowych¹⁰⁴; strategia lizbońska¹⁰⁵; zielona księga w sprawie polityki w dziedzinie usług finansowych (2005–2010)¹⁰⁶; wydany w następstwie kryzysu finansowego Plan działania – poprawa regulacji finansowych (marzec 2009)¹⁰⁷ oraz komunikat Komisji – regulacja usług finansowych dla wzrostu gospodarczego (czerwiec 2010)¹⁰⁸.

– Zakończenie budowy rynku wewnętrznego. Biała księga Komisji Europejskiej przedstawiona Radzie Europejskiej w Mediolanie w czerwcu 1985 r., http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf (dostęp: 10.11.2014 r.).

¹⁰¹ Zwany traktatem z Maastricht, Dz. Urz. WE C 191 z 29.7.1992.

¹⁰² Wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE C 321E z 29.12.2006, s. 37.

¹⁰³ Wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE C 83 z 30.03.2010, s. 47.

¹⁰⁴ Financial Services Action Plan (FSAP) – Communication of the Commission, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan (COM(1999)232, 11.05.99), http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf (dostęp: 10.11.2014 r.). FSAP stał się istotnym elementem europejskiej strategii rozwoju. Jego wynikiem jest m.in. opracowanie obszernego pakietu legislacyjnego rynku usług finansowych, zmiana filozofii procesu regulacyjnego, podniesienie rangi integracji rynku finansowego w świadomości wszystkich jego uczestników, a także zainicjowanie szerokiej debaty nad problemami i wyzwaniem stojącymi przed europejskim rynkiem finansowym (A. Pilecka, *Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) – założenia, realizacja i wpływ na rynki finansowe w Unii Europejskiej*, BiK 2007, nr 2, dodatek *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, s. 23).

¹⁰⁵ „Zatrudnienie, reforma ekonomiczna i spójność społeczna” – wnioski zawarte w dokumencie przyjętym na nadzwyczajnym szczyście Rady Europejskiej zapoczątkowały szereg reform (Presidency Conclusions: Lisbon European Council 23 and 24 march 2000; http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/00100-r1.en0.htm, dostęp: 10.11.2014 r.).

¹⁰⁶ Green Paper on Financial Services Policy (2005–2010), COM (2005) 177 wersja ostateczna, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_en.pdf (dostęp: 10.11.2014 r.).

¹⁰⁷ Communication For the Spring European Council: Driving European Recovery, Commission of the European Communities, Brussels, 4.3.2009, COM(2009) 114 final; <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF> (dostęp: 10.11.2014 r.).

¹⁰⁸ Commission Communication From the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European

W ramach budowy całości regulacji prawnych jednolitego rynku finansowego przyjęto zasadę harmonizacji, a nie unifikacji prawa. Unifikacja polega na tworzeniu nowych, jednolitych we wszystkich państwach członkowskich, regulacji prawnych, które są przyjmowane na poziomie UE i stają się automatycznie częścią krajowych porządków prawnych (najlepszym instrumentem oddziaływania prawa stanowionego przez organy UE na systemy prawne poszczególnych państw członkowskich jest wówczas rozporządzenie). Harmonizacja natomiast polega na ograniczonym oddziaływaniu prawa UE na krajowe regulacje normatywne, a poszczególne państwa członkowskie mają obowiązek dopasować swoje normy prawne w sposób prowadzący do osiągnięcia celu wskazanego przez unijnego prawodawcę (instrumentem harmonizacji jest dyrektywa)¹⁰⁹. Kluczowa zasada harmonizacji rynku usług finansowych oparta na minimalnych standardach regulacyjnych jest w ostatnich latach zastępowana harmonizacją na poziomie maksymalnym, tak aby osiągnąć cel, jakim jest budowa jednolitego rynku detalicznych usług finansowych¹¹⁰. Konsekwencją zmiany podejścia w zakresie integracji tego rynku jest konieczność implementacji przez państwa członkowskie dyrektyw o większym niż dotychczas stopniu szczegółowości, dotyczących rynków usług detalicznych i świadczonych na nich usług finansowych z udziałem konsumentów¹¹¹. W oparciu o wyżej wskazane akty prawne, które – jak zaznaczono – mają różną moc obowiązującą, przyjmowano kolejne dyrektywy i rozporządzenia,

Central Bank – Regulating financial services for economic growth (June 2010), Brussels, 2.6.2010, COM(2010) 301 final; http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf (dostęp: 10.11.2014 r.).

¹⁰⁹ B. Kurcz, *Dyrektywy Wspólnoty Europejskiej i ich implementacja do prawa krajowego*, Kraków 2004, s. 73. W sferze prawnofinansowej UE występuje nie tyle zbliżenie (*approximation*) ustawodawstw, co właśnie ich harmonizacja (*harmonization*), choć w praktyce unijnej oba te terminy są używane zamiennie – zob. C. Mik, *Europejskie prawo wspólnotowe. Zagadnienia teorii i praktyki*, t. I, Warszawa 2000, s. 594.

¹¹⁰ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 123. Każda inicjatywa legislacyjna w zakresie rynku usług finansowych musi być poprzedzona procesem konsultacyjnym z udziałem zainteresowanych stron, w tym państw członkowskich, oraz analizą rynku, podjętą przez powoływaną w tym celu grupę ekspertów. Funkcjonujące w ramach procedury Lamfalussy’ego procedury komitetowe zapewniają natomiast udział czynnika narodowego, a tym samym wpływ na kształt projektowanej regulacji, co powinno oddziaływać na obniżanie kosztów implementacji. D. Wojtczak, *Usługi bankowe w regulacjach Unii Europejskiej*, Warszawa 2012, s. 243.

¹¹¹ A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo...*, s. 123.

dążąc do harmonizacji systemów prawnych poszczególnych państw członkowskich w ramach wspólnego rynku.

Dyrektywa jest podstawowym instrumentem harmonizacji rynku finansowego. Nie ma ona bezpośredniej mocy wiążącej. Jednak zgodnie z art. 288 TFUE wiąże każde państwo członkowskie, do którego jest kierowana, w odniesieniu do rezultatu, który ma być osiągnięty, pozostawiając jednak organom krajowym swobodę wyboru formy i środków. W wyjątkowych sytuacjach dopuszcza się bezpośrednią skuteczność postanowień dyrektywy¹¹². Pełna skuteczność dyrektywy wymaga spełnienia obowiązków implementacyjnych¹¹³, a bezpośredni skutek dyrektywy wywierany jest zarówno w układzie wertykalnym (relacja państwo – jednostka), jak i horyzontalnym (jednostka – jednostka)¹¹⁴. Właściwa transpozycja celów wyznaczonych przez dyrektywę do prawa wewnętrznego, jak również stosowanie i przestrzeganie przepisów zmierzających do ich osiągnięcia, oznacza, że państwo członkowskie prawidłowo dopełniło swych obowiązków. Jeżeli chodzi o ochronę praw jednostek, to osoba fizyczna lub prawna może dla ochrony swoich praw powoływać się wobec państwa bezpośrednio na postanowienia dyrektywy, jeżeli zostaną spełnione następujące przesłanki: *primo* – dyrektywa w przewidzianym przez nią czasie nie została implementowana lub została implementowana nieprawidłowo do prawa krajowego; *secundo* – konkretny przepis dyrektywy nadaje się do bezpośredniego stosowania¹¹⁵.

¹¹² Wyrok TS z dnia 4 grudnia 1974 r. w sprawie C-41/74, *Yvonne van Duyn v. Home Office*, ECR 1974, t. 8, s. 1337, LEX nr 84379. Charakter ogólny dyrektywy został podkreślony w wyroku TS z dnia 22 lutego 1984 r. w sprawie C-70/83, *Kloppenborg v. Finanzamt Leer*, ECR 1984, t. 2, s. 1075.

¹¹³ Zob. B. Kurcz, *Dyrektywy Wspólnoty Europejskiej...*, s. 247 i n. Termin „implementacja” w szerokim tego słowa znaczeniu oznacza całość działań, jakie muszą podjąć państwa członkowskie w celu wywiązania się z obowiązku nałożonego traktatem, aby osiągnąć rezultat zakładany przez dyrektywę w wyznaczonym czasie. Tak szeroko rozumiana implementacja dzielona jest na trzy etapy: transpozycję (implementacja *sensu stricto*, zwana implementacją formalną – transformowanie norm dyrektyw na normy prawa krajowego); notyfikacja Komisji podjętych przez państwo członkowskie środków implementacyjnych; implementacja praktyczna (konkretna) polegająca na podejmowaniu innych czynności poza transpozycją, takich jak wydawanie aktów wewnętrznie obowiązujących, aktów administracyjnych czy czynności nadzoru i kontroli. *Ibidem*.

¹¹⁴ Z. Brodecki, *Prawo integracji w Europie*, wyd. 2, Warszawa 2008, s. 93.

¹¹⁵ Zob. M. Ahlt, M. Szpunar, *Prawo europejskie*, wyd. 4, Warszawa 2005, s. 35; F. Emmert, M. Morawiecki, *Prawo europejskie*, wyd. 3, Warszawa–Wrocław 2002, s. 111 i n.

Rynek finansowy jako całość regulacji prawnych nierzadko wymaga poddawania analizom w aspekcie jednolitego rynku wewnętrznego UE, funkcjonującego w oparciu o podstawowe swobody rynku wewnętrznego, a zwłaszcza świadczenia usług, przepływu kapitału i płatności, wymagając ingerencji ze strony legislatury nie tylko na szczeblu krajowym, unijnym, ale i międzynarodowym¹¹⁶. W porządkach prawnych państw członkowskich UE równolegle więc współistnieją przepisy prawa krajowego i ponadnarodowego – wydawanego przez organy UE. W związku z równoległym istnieniem ośrodków decyzyjnych – zarówno tworzących, jak i stosujących prawo – używane jest pojęcie multicentryczności¹¹⁷.

Dla praktyki obrotu gospodarczego w państwach członkowskich niezbędne było ustanowienie wspólnych regulacji prawnych mających na celu skuteczne urzeczywistnienie swobody przepływu kapitału, będącej jednym z fundamentów rynku wewnętrznego UE¹¹⁸. Stanowienie jednolitych regulacji prawnych dotyczących usług finansowych ma doniosłe znaczenie w aspekcie integracji rynków finansowych Unii Europejskiej. Proces integracji przebiega w dwóch aspektach – jako integracja transgraniczna (tworzenie możliwości swobodnego przepływu kapitału i usług finansowych w ramach UE, czyli „tworzenie się całości z części”

¹¹⁶ Międzynarodowe relacje finansowe stały się bardzo znaczące dla rozwoju gospodarki w wymiarze krajowym i globalnym. UE to jeden z trzech makroregionów gospodarczych obok Forum Współpracy Gospodarczej Azji i Pacyfiku (Asia-Pacific Economic Cooperation – APEC) oraz Wspólnego Rynku Ameryki Południowej (Mercado Comun del Sur – zwanym Mercosur). K. Borzym, *Czy proces globalizacji dotyczy również Polski*, BiK 1997, nr 7–8, s. 43–44.

¹¹⁷ Zob. E. Łętowska, *Multicentryczność...*, s. 3. Zob. także polemiki: W. Lang, *Wokół „Multicentryczności systemu prawa”*, PiP 2005, z. 7 oraz A. Kustra, *Polemika. Wokół multicentryczności systemu prawa*, PiP 2006, z. 6. W literaturze anglojęzycznej multicentryczność określana jest mianem systemu wielopoziomowego (*multilevel system*) – zob. F. Meyer, *The European Constitution and the courts. Adjudicating European constitutional law in a multilevel system*, Jean Monnet Working Paper 2003, nr 9, s. 50 i n.

¹¹⁸ Zostało to podkreślone m.in. w § 68 wyroku TS z dnia 13 maja 2003 r. w sprawie C-463/00, *Komisja Wspólnot Europejskich v. Królestwo Hiszpanii*, 2003, ECR 2003, 5A, I-4581, LEX nr 155109; § 38 wyroku TS z dnia 1 czerwca 1999 r. w sprawie C-302/97, *Klaus Konle v. Republika Austrii*, ECR 1999, 6, s. I-3099, LEX nr 110836. Swoboda przepływu kapitału jest jedyną „wolnością” wynikającą z TWE, której ogólne zasady wpływające z pierwotnej wersji traktatu zostały uchylone i zmienione (J.A. Usher, *The Evolution of the Free Movement of Capital*, Fordham International Law Journal 2007, vol. 31, s. 1533; *idem*, *The Law of Money and Financial Services in the European Community*, Oxford 2000).

i „scalanie” rynków finansowych poszczególnych krajów) oraz jako integracja międzysektorowa („scalanie się przedsiębiorstw” działających w różnych segmentach rynku finansowego, tj. banków, zakładów ubezpieczeń, firm inwestycyjnych, co odbywa się w drodze tworzenia konglomeratów finansowych)¹¹⁹. Chodzi tu przede wszystkim o dyrektywy UCITS¹²⁰ – dla rynku kapitałowego, pakiet CRD IV/CRR¹²¹ – dla banków, dyrektywy Solwency II¹²² i Omnibus II¹²³ – dla ubezpieczeń, PSD¹²⁴

¹¹⁹ M. Iwanicz-Drozdowska, *Integracja rynków finansowych...*, s. 4.

¹²⁰ Dyrektywa UCITS IV to dyrektywa 2009/65 (Dz. Urz. UE L 302 z 17.11.2009, s. 32). Pierwszą dyrektywą, jaką wyznaczyła ramy prawne funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, była dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EWG z 20.12.1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*undertakings for collective investment in transferable securities*; Dz. Urz. WE L 375 z 31.12.1985, s. 3, zwana „dyrektywą UCITS I”). Mianem dyrektywy UCITS II określano projekt zmian dyrektywy UCITS I, który był przedmiotem dyskusji w latach 90. XX w., ale nigdy nie osiągnięto w tym zakresie wspólnego stanowiska, a tym samym dyrektywa nie została uchwalona. W praktyce czasami mianem dyrektywy UCITS II określa się dyrektywę zarządczą, a określenie „dyrektywa III” stosuje się wówczas w odniesieniu do dyrektywy produktowej. Dyrektywy UCITS III to dyrektywa 2001/107 (tzw. dyrektywa zarządcza; *The Management Directive*) oraz dyrektywa 2001/108 (tzw. dyrektywa produktowa; *The Product Directive*).

¹²¹ Tzw. pakiet CRD IV/CRR (tj. rozporządzenie 575/2013 i dyrektywa 2013/36/UE), który od dnia 1 stycznia 2014 r. zastąpił w całości przepisy dyrektywy 2006/48/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz dyrektywy 2006/49/WE w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych.

¹²² Tzw. dyrektywa Wypłacalność II o to dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II) (Dz. Urz. UE L 335 z 17.12.2009, s. 1), w tym dyrektywę w sprawie zmiany dyrektyw 98/78/WE, 2002/87/WE i 2006/48/WE w odniesieniu do dodatkowego nadzoru nad podmiotami finansowymi konglomeratu finansowego (tzw. dyrektywa FICOD 1). W zakresie ubezpieczeń na życie: dyrektywa 2002/83/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 listopada 2002 r. dotycząca ubezpieczeń na życie (Dz. Urz. WE L 345 z 19.12.2002, s. 1), oraz szereg dyrektyw regulujących ubezpieczenia majątkowe i osobowe inne niż ubezpieczenia na życie.

¹²³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/51/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. zmieniająca dyrektywy 2003/71/WE i 2009/138/WE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009, (UE) nr 1094/2010 i (UE) nr 1095/2010 w zakresie uprawnień Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych) oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych) (Dz. Urz. UE L 153 z 22.05.2014, s. 1).

¹²⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2007/64/WE z dnia 13 listopada 2007 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego zmieniająca dyrektywy 97/7/WE, 2002/65/WE, 2005/60/WE i 2006/48/WE i uchylająca

i SEPA¹²⁵ – dla płatniczych, jak również o nowsze obszary – wymagające interwencji unijnego prawodawcy – m.in. alternatywne fundusze inwestycyjne, agencje ratingowe, agencje nadzorcze.

Podstawą przyjęcia wspólnych zasad w ramach rynku finansowego jest swoboda przepływu kapitału, o której mowa w art. 63 ust. 1 TFUE¹²⁶, której towarzyszy swoboda przepływu płatności¹²⁷ – uregulowana w art. 63 ust. 2 TFUE¹²⁸. Wypracowane w ramach rynku fi-

dyrektywę 97/5/WE (Dz. Urz. UE L 319 z 05.12.2007, s. 1; tzw. dyrektywa PSD). Dyrektywa PSD stwarza podstawy prawne umożliwiające stworzenie wewnętrznego rynku płatności, którego podstawowym elementem jest SEPA. Zob. także dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/110/WE z dnia 16 września 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością, zmieniająca dyrektywę 2005/60/WE i 2006/48/WE oraz uchylająca dyrektywę 2000/46/WE (Dz. Urz. UE L 267 z 10.10.2009, s. 7).

¹²⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 260/2012/WE z dnia 14 marca 2012 r. ustanawiające wymogi techniczne i handlowe w odniesieniu do poleceń przelewu i poleceń zapłaty w euro oraz zmieniające rozporządzenie (WE) nr 924/2009 (Dz. Urz. UE L z 30.03.2012, s. 22; tzw. rozporządzenie SEPA).

¹²⁶ Mimo że swoboda ta została zapisana już w pierwszych aktach prawnych tworzących zjednoczoną Europę, to jednak dopiero okres lat 90. XX w. uznawany jest za moment jej faktycznej realizacji. T. Nieborak, *Aspekty prawne...*, s. 96. Zob. także cytowany tam w kontekście zjawiska „blokowania” możliwości transferu kapitałów przez celowe regulacje prawne niektórych z państw członkowskich Y.V. Avgerinos, *Regulating and Supervising Investment Services in the European Union*, Basingstoke 2003, s. 32–33; oraz omówienie najważniejszych spraw rozpatrywanych przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości (obecnie TSUE) dotyczących swobody przepływu kapitału i płatności – M. Mataczyński, *Swoboda przepływu kapitału a złota akcja Skarbu Państwa*, Kraków 2007, s. 20–28.

¹²⁷ Przepływ płatności miał być w pełni zliberalizowany po zakończeniu pierwszego etapu okresu przejściowego (art. 67 ust. 2 TEWG).

¹²⁸ Wcześniej swobody te były uregulowane już w TEWG (traktacie z dnia 25 marca 1957 r. ustanawiającym EWG – traktat rzymski). W przepisie art. 67 ust. 1 TEWG stanowiono, że ograniczenia w przepływie kapitału mają być liberalizowane „stopniowo, w zakresie niezbędnym dla sprawnego funkcjonowania wspólnego rynku”. Na podstawie ówczesnego art. 69 TEWG, w celu urzeczywistnienia art. 67 TEWG, wydana została dyrektywa Rady (EWG) 60/921 z dnia 11 maja 1960 r. w sprawie wykonania art. 67 TEWG (tzw. pierwsza dyrektywa kapitałowa; Dz. Urz. WE L 43 z 12.07.1960, s. 921), uzupełniona następnie przepisami drugiej dyrektywy Rady (EWG) 63/21 z dnia 18 grudnia 1962 r. zmieniająca i uzupełniająca pierwszą dyrektywę w celu implementacji art. 67 TEWG (tzw. druga dyrektywa kapitałowa – Dz. Urz. WE L 9 z 22.01.1963, s. 62). Swobodny przepływ kapitału został uznany za warunek wstępny skutecznego wykonywania innych swobód przewidzianych w TEWG (wyrok ETS z dnia 11 listopada 1981 r. w sprawie 203/80, *Guerrino Casati*, ECR 1981, s. 2595, § 8–10). Pełną liberalizację przepływu kapitału wprowadzono jednak dopiero przepisami dyrektywy Rady 88/361 z dnia 24 czerwca 1988 r. w sprawie

nansowego zasady jego funkcjonowania urzeczywistniają świadczenie usług na różnych rynkach w ramach UE¹²⁹.

Swobodny przepływ kapitału to jeden z fundamentów rynku wewnętrznego Unii Europejskiej¹³⁰, a kompetencje z tego zakresu dzielone są między UE a państwami członkowskimi (art. 4 ust. 2 lit. a i c TFUE). Dotyczy on wielu aspektów obrotu gospodarczego¹³¹ – m.in. nabycie lub przekazanie udziałów¹³², nabycie własności¹³³ (w tym także w drodze dziedziczenia¹³⁴ lub darowizny¹³⁵), transfer środków pieniężnych niezwiązany z zapłatą za towary lub usługi¹³⁶, otrzymanie dywidendy¹³⁷,

wykonania art. 67 Traktatu (Dz. Urz. WE L 178 z 08.07.1988, s. 5), która uchyliła wcześniejsze dyrektywy, a jej przepisy były podstawą regulacji prawnej przepływu kapitału w traktacie z Maastricht, który wszedł w życie z dniem 1 maja 2004 r. Nowy porządek prawny w zakresie swobody przepływu kapitału zaczął obowiązywać z dniem wejścia w życie traktatu z Maastricht, tj. 1 stycznia 1994 r. (który zapoczątkował drugi etap Unii Gospodarczej i Ekonomicznej). J.A. Usher, *The Law of Money and Financial Services in the European Community*, Oxford 1994, s. 1543.

¹²⁹ Można przyjąć, że początek zasadom minimalnej koordynacji regulacji, harmonizacji dotyczącej usług finansowych, ich świadczenia oraz nadzoru nad nimi w oparciu o zasadę wspólnego uznawania i nadzór państwa macierzystego – opartym na traktatowej swobodzie przepływu kapitału – wyznaczyła biała księga z 1985 r. (tzw. nowe podejście – *new approach*).

¹³⁰ Wyrok TS z dnia 9 czerwca 1982 r. w sprawie C-206/80 (sprawy połączone C-207/80, C-209/80 i C-210/80, *Carapelli*, ECR 1982, 6, s. 2147, LEX nr 131999); wyrok z dnia 11 listopada 1981 r. w sprawie C-203/80, *Casati*, ECR 1981, s. 2595, § 19.

¹³¹ Zob. T. Horsley, *The Concept of an Obstacle to Intra-EU Capital Movement in EU Law* (w:) N.N. Shuibhne, L.W. Gormley (red.), *From Single Market to Economic Union: Essays in Memeory of John A. Usher*, Oxford 2012, s. 159.

¹³² Zob. wyrok TS z dnia 18 listopada 1999 r. w sprawie C-200/98, *X AB i Y AB v. Riksskatteverket*, ECR 1999, 11, s. I-8261, PP 2006, nr 4, s. 51, LEX nr 111237, § 66.

¹³³ Zob. wyrok TS z dnia 1 czerwca 1999 r. w sprawie C-302/97, *Klaus Konle v. Republika Austrii*, ECR 1999, 6, s. I-3099, LEX nr 110836, § 22.

¹³⁴ Zob. wyrok TS z dnia 11 grudnia 2003 r. w sprawie C-364/01, *Barbier (Héritiers de M.H. Barbier przeciwko Inspecteur van de Belastingdienst Particulieren/Ondernemingen buitenland te Heerlen)*, ECR 2003, s. 15013, PP 2006, nr 11, s. 56, LEX nr 192598, § 58.

¹³⁵ Zob. wyrok TS z dnia 27 stycznia 2009 r. w sprawie C-318/07, *Hein Persche v. Finanzamt Lüdenscheld*, ECR 2009, s. 359, § 24 i 30.

¹³⁶ Zob. wyrok TS z dnia 14 grudnia 1995 r. w sprawach połączonych C-163/94, 165/94 i 250/94, *Sanz de Lera i in. (postępowanie karne przeciwko Lucas Emilio Sanz de Lera, Raimundo Díaz Jiménez i Figen Kapanoglu)*, ECR 1995, s. I-4821, LEX nr 116409; wyrok TS z dnia 23 lutego 1995 r. w sprawach połączonych 358/93 i 416/93, *Aldo Boredessa i in. (postępowania karne przeciwko Aldo Boredessa, Vicente Mari Mellado i Concepción Barbero Maestre)*, ECR 1995, s. I-361, LEX nr 1161193.

¹³⁷ Zob. wyrok TS z dnia 6 czerwca 2000 r. w sprawie C-35/98, *Verkooijen (Staatssecretaris van Financiën v. B.G.M. Verkooijen)*, ECR 2000, s. I-4071, LEX nr 82804, § 25–29.