

Rozdział 1. Prawo rynku instrumentów finansowych. Zagadnienia ogólne

Spis treści

	Nb
1.1. System prawa rynku instrumentów finansowych	1
1.2. Podstawowe pojęcia	4
1.2.1. Rynek kapitałowy, rynek finansowy, rynek pieniężny	4
1.2.1.1. Ekonomiczne i normatywne znaczenie pojęć	4
1.2.1.2. Rynek finansowy	5
1.2.1.3. Sektory rynku finansowego	12
1.2.1.4. Rynek kapitałowy i rynek pieniężny	13
1.2.2. Rynek instrumentów finansowych, papierów wartościowych	16
1.2.3. Rynek pierwotny i wtórny	21
1.2.4. Rynek zorganizowany	25
1.2.4.1. Rynek zorganizowany i rynek OTC	25
1.2.4.2. Rynek regulowany i alternatywne systemy obrotu	28
1.2.4.3. Giełda papierów wartościowych i regulowany rynek pozagiełdowy	31
1.2.5. Rynek kasowy i rynek terminowy, rynek instrumentów pochodnych	35
1.2.6. Firmy inwestycyjne, domy maklerskie, maklerzy	39
1.2.7. Rozrachunek i rozliczenie	44
1.3. Prawo rynku kapitałowego, prawo papierów wartościowych, prawo instrumentów finansowych	46
1.4. Źródła regulacji	50
1.4.1. Prawo europejskie	50
1.4.1.1. Legitymacja do regulacji rynku instrumentów finansowych	50
1.4.1.2. Zakres regulacji	51
1.4.1.3. Metoda regulacji	53
1.4.2. Prawo krajowe	58
1.4.3. Umowy międzynarodowe	61
1.4.4. Samoregulacja instytucji rynku kapitałowego	64

Literatura: *V. Acharya, T. Philippon, M. Richardson, N. Roubini*, The Financial Crisis 2007–2009. Causes and Remedies. Financial Markets, Institutions and Instruments 2009, Vol. 18, no. 2; *S. Amoroso* (red.), Manuale di diritto del mercato finanziario, Milano 2008; *H.D. Assman, R.A. Schütze* (red.), Handbuch des Kapitalanlagerecht, München 2015; *C.M. Baker*, Regulatory reforms and unintended collisions: the case of the Volcker Rule and the over-the-counter derivative markets, Capital Markets Law Journal 2015, vol. 10, no. 4; *Ch. Bernasconi*, The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, raport dla Haskiej Konferencji Prawa Międzynarodowego Prywatnego, Haga 2000; *P. Bohrens*, Verwaltungsrecht. T. 1 Branchenperspektiven, Zürich 2015; *P. Bolton, M. Dewatripont*, Contract Theory. Cambrid-

ge–London 2005; *S. Bressler*, Public Private Partnership im Bank- und Börsenrecht durch Beleihung mit Anstaltsträger, Frankfurt am Main 2009; *P. Buck-Haeb*, Kapitalmarktrecht, Heidelberg 2014; *D. Busch*, Why MiFID matters to private law – the example of MiFID’s impact on an asset manager’s civil liability, *Capital Markets Law Journal* 2012, vol. 7, no. 4; *D. Busch, D. DeMott* (red.), Liability of Asset Managers, Oxford 2012; *C.W. Canaris*, Systemdenken und Systembegriff, Berlin 1983; *F. Cesarini*, I servizi finanziari: Il punto di viste dell’economista, w: I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini, Milano 2009; *A.M. Chisholm*, An Introduction to International Capital Markets, Chichester 2009; *P.H. Conac, U. Segna, L. Thévenoz* (red.), Intermediated Securities. The Impact of the Geneva Securities Convention and the Future European Legislation, Cambridge 2013; *P. Dontis-Charitos, P. Molyneux, S.K. Staikouras*, Does the Stock Market Compensate Banks for Diversifying into the Insurance Business?, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 2011, vol. 20, no. 1; *F.H. Easterbrook, D.R. Fischel*, Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, *Virginia Law Review* 1981, vol. 70, no. 4; *D. Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Tübingen 2014, *ESMA*, Report on Investment Firms, Paris 2014; *G. Ferrarini, E. Wymeersch* (red.), Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond, Oxford 2006; *L.P. Fields, D.R. Fraser, J.W. Kolari*, Is Bancassurance a Viable Model for Financial Firms?, *Journal of Risk and Insurance* 2007, vol. 74, no. 4; *M. Foschini*, Il diritto del mercato finanziario, Milano 2008; *A. Fuchs* (red.), Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar, München 2016; *E. Gabrielli, R. Lener* (red.), I contratti del mercato finanziario, Torino 2011; *W. Gontarski*, Glosa do wyroku TS z dnia 3.12. 2015 r., C-312/14, Lex/el., 2016; *W. Groß*, Kapitalmarktrecht, München 2016; *S. Grundmann*, The Bankier Case on MiFID Regulation and Contract Law, *European Review of Contract Law* 2013, vol. 9, no. 3; *tenže*, Europäisches Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Schweizerisches Recht 1996, Band 103; *S. Grundmann, H.P. Schwintowski, R. Singer, M. Weber* (red.), Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht, Berlin 2006; *M. Habersack, P.O. Mülbelt, M. Schlitt* (red.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, München 2013; *F.A. Hayek*, The Use of Knowledge in Society, *American Economic Review* 1945, vol. 35, no. 4; *M.T. Henderson*, Credit Derivatives Are Not “Insurance”, Chicago 2009; *O. Horwath, K. Oplustil*, Legitymacja akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu w świetle prawa polskiego i wspólnotowego, PPH 2008, Nr 8; *J. Huang*, The Law and Regulation of Central Counterparties, London 2010; *B. Jagodziński*, Nowacja rozliczeniowa transakcji pochodnych, M.Pr.Bank. 2013, Nr 10; *K. Jajuga, T. Jajuga*, Inwestycje, Warszawa 2012; *M. Jickling*, The Causes of the Financial Crisis. Congressional Research Service (R40173). Washington DC 2009; *L. Klöhn*, Wettbewerbswidrigkeit von Kapitalmarktinformation?, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 2008, Band 172 ; *S. Kümpel, A. Wittig* (red.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 2011; *D. Leczykiewicz, S. Weatherill* (red.), The Involvement of EU Law in Private Law Relationships, Oxford 2013; *M. Lehman*, Finanzinstrumente: vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögenswerte, Tübingen 2009; *I. Leixner*, Komitologie und Lamfalussyverfahren im Finanzdienstleistungsbereich im Lichte der jüngsten Reformen, Bundesministerium für Finanzen Working Paper 2010/1; *S. Lombardo*, Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni, Milano 2011; *M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Berlin 2012; *F. Martorano*, Titoli di credito. Titoli non dematerializzati, Milano 2002; *N. Moloney*, EU Securities and Financial Market Regulations, Oxford 2014; *taž*, New Frontiers in EC Capital Markets Law: From Market Construction to Market Regulation, *Common Market Law Review* 2003, vol. 40; *tenže*, Reform or revolution?: the financial crisis, EU financial markets law and the European Securities and Markets Authority, *International and Comparative Law Quarterly* 2011, vol. 60, no. 2; *M.A. Olszak*, Derywaty kredytowe – charakterystyka i zastosowania, PB 2006, Nr 3; *M. Pawelczyk*, Treść umowy subemisyjnej, PPH 2003, Nr 8; *J. Payne, J. Howell*, w: *P. Koutrakos, J. Snell* (red.), *Research Handbook on the Law of the EU’s Internal Market*. Cheltenham, Northampton 2016 (w druku), dostępna jako SSRN-id2713733; *A.N. Rechtschaffen*, Financial Instruments and Capital Markets, Oxford 2014; *K. Riesenhuber* (red.), Europäische Methodenlehre, Berlin 2015; *G. Rusen*, Financial Collateral Arrangements, *Journal of International Law and Technology* 2007, vol. 2, no. 4; *F.J. Säcker*,

R. Rixecker, H. Oetker, B. Limperg (red.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, t. 11, München 2015; M. Safjan (red.), Standardy prawne Rady Europy, t. V, Warszawa 1999; S. Schären, G. Dobrauz-Saldapenna, M. Liebi, Organisierte Handelssysteme im neuen FinfraG – Versuch einer regulatorischen Kategorisierung. Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaft- und Finanzmarktrecht 2016; H. Schimansky, H.J. Bunte, H.J. Lwowski (red.), Bankrechthandbuch, München 2011; K. Schmidt, W. Hadding (red.), Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, t. 6, München 2014; E. Schwark, D. Zimmer (red.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, München 2010; M. Simkovic, Secret Liens and the Financial Crisis 2008, American Bankruptcy Law Journal 2009, vol. 83; L.D. Soderquist, T.A. Gabaldon, Securities Law, St. Paul 2014; P. Sokal, Definicja i znaczenie instrumentów finansowych w świetle nowych regulacji prawnych, Pr.Sp. 2006, Nr 7–8; T. Sójka (red.), Prawo rynku kapitałowego, Warszawa 2015; tenże, Umowa objęcia akcji, Warszawa 2012; K. Spermann, P. Gantenbein, Kapitalmärkte, Stuttgart 2005; G. Spindler, Kapitalmarktreform in Permanenz. Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004; G. Spindler, E. Stilz (red.), Kommentar zum Aktiengesetz, t. 2, München 2015; D. Szańca, Potwierdzenie transakcji nabycia papierów wartościowych w publicznym obrocie. Określenie konstrukcji prawnej, TPP 2002, Nr 1–2; J.M. Szewczyk, Nowacja rozliczeniowa transakcji derywatywnych, PPH 2014, Nr 1; M. Thomann, Les Contrôles Directs Exercés sur le Crédit, Financial and Monetary Policy Studies 1979, vol. 4; Ch. Twigg-Flesner (red.), The Cambridge Companion to European Union Private Law, Cambridge 2010; D. Valiante, Europe's Untapped Capital Market Rethinking financial integration after the crisis, London 2016; R. Veil (red.), European Capital Markets Law, London 2014; P. Wajda, Efektywność informacyjna rynku giełdowego, Warszawa 2011; R.H. Weber, Börsenrecht Kommentar. Börsengesetz (BEHG) mit weiteren Erlassen, Zürich 2013; M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, Warszawa 2014; M. Yates, G. Montagu, Law of Global Custody. Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral, Haywards Heath 2009.

1.1. System prawa rynku instrumentów finansowych

1. Wskazanie określonego obszaru regulacji jako gałęzi prawa, a także potraktowanie tego zespołu norm jako systemu wiąże się nie tylko z przyjęciem założenia o istnieniu więzi łączącej te normy. Ich związek nie jest wyłącznie przypadkowy albo formalny. Istnienie systemu zakłada istnienie określonej struktury, logicznego uporządkowania elementów jako całości¹. Normy prawne tworzą system ze względu na wspólnotę wartości i celów, których realizacji służą. Realizacji tych celów służą narzędzia normatywne. Cechą systemu jest m.in. jego efektywność, która jest więcej niż prostą sumą efektów działania narzędzi tworzących elementy systemu. Wzajemne relacje poszczególnych narzędzi normatywnych decydują o powstaniu efektu synergii. Nie mniej ważną cechą systemu norm prawnych jest istnienie zespołu podstawowych pojęć wspólnych dla całego systemu oraz podstawowych norm dotyczących kluczowych kwestii związanych z funkcjonowaniem tego systemu. Ich wyodrębnienie i zastosowanie spaja system w całość, nadając regulacji przejrzystość.

2. Celem tego rozdziału jest wskazanie elementów prawa instrumentów finansowych, które decydują o jego systemowym charakterze. Przedmiotem kolejnych rozwa-

¹ System (σύστημα, ατος, τό) to układ elementów uporządkowany w oparciu o określone kryterium. Porządek ten ma dawać się wyrazić liczbą, w szczególności proporcją. Por. Platon, Fileb, 17d, Pseudo-Platon, Epinomis, 991e. Źródłem systemu jest przenikająca go myśl (λόγος, ό), która decyduje o wewnętrznym związku jego elementów (τα σύστηματα των ύδατων έκάλεσεν θάλασσας, LXX, Gen 1,10). Szerokie rozważania o pojęciu systemu prawa zob. C.W. Canaris, Systemdenken, *passim*.

zań będzie wskazanie i wyjaśnienie podstawowych pojęć istotnych dla tej dziedziny prawa, określenie kluczowych wartości oraz celów regulacji, przedstawienie narzędzi służących realizacji tych celów w sposób pozwalający na ukazanie synergii tych narzędzi, a także usystematyzowanie źródeł prawa właściwych dla omawianej gałęzi regulacji. Zrealizowanie tak określonego celu jest w odniesieniu do prawa instrumentów finansowych z kilku powodów trudniejsze niż w odniesieniu do innych gałęzi prawa. Ze zrozumiałych względów prawo instrumentów finansowych nie ma ustawowo uregulowanej części ogólnej, tak jak ma to miejsce m.in. w odniesieniu do prawa cywilnego, karnego i prawa spółek. Prawo instrumentów finansowych w obecnej postaci jest także obszarem regulacji o stosunkowo krótkiej historii¹. Jednocześnie jest to obszar, który ciągle dynamicznie się rozwija. Można wręcz mówić o jego permanentnej reformie². Są to czynniki, które nie sprzyjają ani refleksji legislacyjnej nad ogólnymi normami rządzącymi całym systemem, ani formułowaniu zasad, które są akademickim uogólnieniem szczegółowych elementów systemu. Nie sprzyja temu także różna geneza oraz charakter regulacji prawa instrumentów finansowych. W jej skład wchodziły normy należące do prawa cywilnego, administracyjnego i karnego³. Prawo instrumentów finansowych oraz rynku kapitałowego jest także zróżnicowane, jeśli chodzi o jego genezę. Jest to układ norm, w którym współtworzą normy prawa europejskiego, normy prawa krajowego oraz normy tworzone w ramach samoregulacji przez podmioty działające na rynku kapitałowym. Odzwierciedleniem tego zróżnicowania są nie tylko odmienności w stosowanej siatce pojęciowej, ale także niekiedy istotne różnice w kwalifikowaniu określonych zjawisk normatywnych⁴.

- 3 3. Mimo tych trudności można sformułować tezę o możliwości wskazania ogólnych norm i zasad przenikających prawo instrumentów finansowych i decydujących o systemowym charakterze tego zespołu norm⁵. Wskazanie tych norm, a także sformułowanie zasad przenikających tę dziedzinę prawa jest zabiegiem, którego celem jest nie tylko ułatwienie poruszania się przez czytelnika w materii szczegółowych regulacji dotyczących instrumentów finansowych, ale także pozwala na sformułowanie dyrektyw interpretacji przepisów należących do omawianego obszaru.

¹ Dotyczy to nie tylko prawa instrumentów finansowych w Polsce, gdzie mogło się ono odrodzić dopiero po upadku komunizmu i gdzie nowa regulacja w znacznej części przypadków nie nawiązuje do dorobku prawodawstwa przedwojennego. Także w państwach Europy Zachodniej oraz Ameryki Północnej kluczowe elementy regulacji prawa rynku kapitałowego oraz instrumentów finansowych sięgają tylko lat 30. XX w. Zob. *L.D. Soderquist, T.A. Gabaldon, Securities*, s. 13; *R. Veil*, w: *R. Veil* (red.), *European*, s. 1 i n., a w odniesieniu do prawa polskiego m.in. *Chłopecki, Dyl, Prawo rynku kapitałowego*, 2015, s. 5–7.

² Na fakt ciągłości procesu zmian zwrócił uwagę już ponad dziesięć lat temu *G. Spindler, Kapitalmarktreform*, s. 3449 i n. Od tego czasu częstotliwość i ilość zmian w europejskim prawie rynku kapitałowego nie osłabła. Zob. *S. Kalsls*, w: *K. Riesenhuber* (red.), *Europäische*, s. 454. O braku kompleksowego charakteru reform rynku kapitałowego por. np. *C.M. Baker, Regulatory*, s. 434 i n.

³ *P. Buck-Haeb, Kapitalmarktrecht*, s. 14–15; *Chłopecki, Dyl, Prawo rynku kapitałowego*, 2015, s. 3–5; *E. Gabrielli, R. Lener*, w: *E. Gabrielli, R. Lener* (red.), *I contratti*, s. 6–7; *S. Kalsls*, w: *K. Riesenhuber* (red.), *Europäische*, s. 466.

⁴ Por. m.in. dyskusję na temat interakcji MIFID oraz krajowego prawa prywatnego w odniesieniu do działalności firm inwestycyjnych. Zob. np. *V. Mak*, w: *D. Leczykiewicz, S. Weatherill* (red.), *The Involvement*, s. 337 i n.

⁵ Por. m.in. sformułowanie zasad ogólnych oraz syntezy prawa rynku kapitałowego oraz prawa instrumentów finansowych.

1.2. Podstawowe pojęcia

1.2.1. Rynek kapitałowy, rynek finansowy, rynek pieniężny

1.2.1.1. Ekonomiczne i normatywne znaczenie pojęć

1. Pojęcia rynku finansowego, kapitałowego i pieniężnego należą do podstawowych kategorii służących opisowi dziedziny, o której traktuje niniejszy tom Systemu Prawa Handlowego. Są one tutaj używane w dwóch podstawowych znaczeniach. Pierwsze wywodzi się z nauk ekonomicznych i odnosi się do interakcji między podmiotami finansującymi i finansowanymi w obrocie gospodarczym. Drugie znaczenie ma charakter normatywny, odnosząc się do odpowiednich obszarów regulacji¹. Akty prawa polskiego i europejskiego odwołują się niejednokrotnie do pojęć rynku finansowego, kapitałowego i pieniężnego. Są to pojęcia bezpośrednio lub pośrednio zdefiniowane w ustawach (art. 2 pkt 6 RynekKapNadzórU, art. 1 ust. 2 NadzRynFinU, art. 3 pkt 27 ObrInstrFinU). Z jednej strony należy pamiętać, że znaczenie wskazanych pojęć jest przede wszystkim zakorzenione w nauce ekonomii i finansów, natomiast ich definicje legalne są skonstruowane jako terminy techniczne i nie odpowiadają dokładnie ich właściwemu znaczeniu odnoszącemu się do odpowiednich zjawisk naturalnych. Definicje ustawowe służą specyficznym celom normatywnym, do których należy przede wszystkim wyznaczenie granic kompetencji nadzorczych KNF. Ich kształt niekoniecznie ułatwia zrozumienie istoty rzeczywistości gospodarczej, do której te definicje się odnoszą. Z drugiej zjawiska gospodarcze są kształtowane w istotnej części przez rozstrzygnięcia normatywne. Z tego względu definicji ekonomicznych nie można całkowicie przeciwstawiać definicjom prawnym. Są to raczej dwa sposoby spojrzenia na tę samą rzeczywistość².

4

1.2.1.2. Rynek finansowy

1.2.1.2.1. Rynek finansowy – znaczenie ekonomiczne

1. Najbardziej ogólnym pojęciem dla omawianego obszaru regulacji jest rynek finansowy. Jest to rynek transakcji, których przedmiotem jest ustalenie warunków finansowania działalności podmiotów prywatnych i publicznych (rynek pierwotny) oraz rynek obrotu prawami wynikającymi z tych transakcji (rynek wtórny).

5

2. Pojęcie rynku jest tutaj użyte w jego ogólnym znaczeniu. Jest to zatem proces, w którym wzajemne oddziaływanie popytu i podaży prowadzi do ustalenia ceny określonych dóbr oraz warunków wymiany między stronami transakcji. W tym ujęciu dobrem, które jest przedmiotem wymiany na pierwotnym rynku finansowym, jest kapitał rozumiany tutaj jako zakumulowane zasoby, które mogą zostać użyte w procesach gospodarczych lub w innej działalności społecznej³. Po stronie popytu występują podmioty prywatne i publiczne, które poszukują finansowania swojej działalności. Po stronie podaży występują podmioty, które dysponują środkami, które mogą stać się przedmiotem inwestycji. W tym ujęciu po stronie podaży występują zarówno deponenci powie-

6

¹ Por. np. *M. Foschini*, *Il diritto*, s. 1–2.

² Tamże, s. 3–4.

³ *S. Amorosino*, w: *S. Amorosino* (red.), *Manuale*, s. 3; *A.M. Chisholm*, *An Introduction*, s. 1; *K. Sperrmann, P. Gantenbein*, *Kapitalmärkte*, s. 15. W ściślejszym znaczeniu kapitał to źródło finansowania majątku, a zatem wielkość bilansowo-księgowa wskazująca na genezę zasobów (majątku) jednostki.

rzający swoje środki bankom, banki, które lokują powierzone środki w transakcjach kredytowych, jak i inwestorzy obejmujący akcje lub papiery dłużne. Na zjawiska tworzące rynek finansowy można spojrzeć także w inny sposób. Dobrami, które są przedmiotem wymiany, są możliwość uzyskania zdyskontowanych, nieoznaczonych korzyści w przyszłości (w przypadku umów o charakterze udziałowym, akcji i udziałów w spółkach, funduszach, *joint ventures* itd.) oraz prawo do otrzymania oprocentowanych świadczeń pieniężnych (w przypadku papierów dłużnych)¹. W tym ujęciu stroną podażową są podmioty zabiegające o uzyskanie finansowania, które oferują „dostawcom” kapitału nabycie określonych praw majątkowych (wierzycelności, praw udziałowych itd.) w zamian za przysporzenia pozwalające na finansowanie ich działalności. Obydwa wskazane spojrzenia na rynek finansowy są różnymi, ale prawidłowymi sposobami ujęcia tej samej rzeczywistości interakcji rynkowej.

7 **3.** Do istoty mechanizmu rynkowego należy konkurencja. Nie inaczej dzieje się na rynku finansowym. Proces konkurencji ma miejsce zarówno po stronie popytu, jak i po stronie podaży. Podmioty ubiegające się o uzyskanie finansowania konkurują między sobą warunkami, które są w stanie zaoferować inwestorom: wysokością oprocentowania oraz innych kosztów korzystania z kapitału, jakością zarządzania powierzonymi środkami, spodziewanym poziomem zyskowności finansowanych przedsięwzięć, poziomem ryzyka, a w szczególności rodzajem i jakością oferowanych zabezpieczeń. Podmioty oferujące kapitał konkurują warunkami, na jakich są gotowe udzielić tego kapitału². Podobnie jak w przypadku innych rynków, kluczowymi elementami decydującymi o efektywności interakcji jest dostęp do informacji o okolicznościach decydujących o jakości składanych ofert oraz możliwość weryfikacji tych informacji³. Problem asymetrii oraz weryfikowalności informacji występuje z różną intensywnością w poszczególnych segmentach rynku finansowego. To zróżnicowanie jest jednym z głównych czynników kształtujących specyfikę poszczególnych gałęzi struktury normatywnej regulacji rynku finansowego (por. rozdział 2).

8 **4.** Do istoty mechanizmu rynkowego należy także ustalenie ceny dóbr będących przedmiotem wymiany. W odniesieniu do typowej interakcji na rynku towarów, której narzędziem jest umowa sprzedaży, istnienie tej cechy jest oczywiste. Umowy zawierane na rynku pierwotnym nie mogą być zakwalifikowane jako umowy sprzedaży⁴. W perspektywie ekonomicznej mogą być jednak ujmowane we właściwym dla umowy sprzedaży schemacie, w ramach którego jedna ze stron oferuje określony produkt (roszczenie o określony sposób finansowania, jak np. w przypadku umowy o kredyt bankowy, lub prawo do uzyskania określonych korzyści, jak w przypadku umowy objęcia akcji), druga zaś płaci za niego określoną cenę (odpowiednio ponosi koszty kredytowania lub wnosi wkład określonej wartości). W niektórych przypadkach dostrzeżenie tego schematu jest znacznie trudniejsze. W przypadku umów, w których żadne ze świadczeń nie jest z góry określone (np. umów *futures*), znalezienie ekwiwalentu przedmiotu wy-

¹ L. Klöhn, *Wettbewerbwidrigkeit*, s. 389. Pojęcia dyskonta oraz oprocentowania należy potraktować w jak najszerszym znaczeniu. Chodzi tu o uzyskanie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, którą można wyrazić w postaci oprocentowania. Nie oznacza to natomiast, że samo uprawnienie musi posługiwać się kategorią odsetek.

² F.H. Easterbrook, D.R. Fischer, *Mandatory*, s. 673–674; S. Grundmann, w: S. Grundmann, H.P. Schwintowski, R. Singer, M. Weber (red.), *Anleger- und Funktionsschutz*, s. 78–80.

³ F.A. Hayek, *The Use*, s. 519 i n.; P. Bolton, M. Dewatripont, *Contract*, s. 47 i n.

⁴ T. Sójka, *Umowa objęcia*, s. 93 i n.

miany i ceny nie jest oczywiste. Umowy tego typu to raczej wymiana uprawnień, których wartość zależy od określonych zdarzeń w przyszłości, a w związku z tym nie jest znana w chwili zawarcia umowy. Ekonomiczna ekwiwalentność świadczeń jest wynikiem oceny spodziewanej wartości tych uprawnień oraz związanego z nimi ryzyka.

1.2.1.2.2. Rynek finansowy – pojęcie normatywne

1. Pojęcie rynku finansowego można spotkać w wielu aktach prawa polskiego i europejskiego. Najczęściej nie nadaje mu się szczególnego znaczenia normatywnego. Należy je wówczas rozumieć w sposób przyjęty na gruncie nauk ekonomicznych. Niekiedy kontekst użycia tego terminu wskazuje, że obejmuje ono wyłącznie rynek instrumentów finansowych. 9

2. Niektóre przepisy prawa polskiego odnoszą się do specyficznego, normatywnego pojęcia rynku finansowego. Wynika ono np. pośrednio z art. 1 NadzRynFinU. Zgodnie z tym przepisem nadzór nad rynkiem finansowym obejmuje nadzór bankowy, nadzór emerytalny, nadzór ubezpieczeniowy, nadzór nad rynkiem kapitałowym, nadzór nad instytucjami płatniczymi, agencjami ratingowymi, konglomeratami finansowymi oraz spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi. Z art. 2 NadzRynFinU wynika natomiast, że obszar objęty kompetencjami nadzorczymi KNF można nazwać rynkiem finansowym. Celem wspólnym dla realizacji kompetencji Komisji nad obszarami wskazanymi w art. 1 NadzRynFinU jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku również poprzez rzetelną informację dotyczącą funkcjonowania rynku. Do tak skonstruowanego pojęcia rynku finansowego nawiązuje także art. 2 pkt 3 RozpReklRzeczFinU. Zgodnie z tym przepisem podmioty rynku finansowego to ubezpieczyciele, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, firmy inwestycyjne, banki, instytucje pieniądza elektronicznego, zagraniczne instytucje pieniądza elektronicznego, instytucje kredytowe oraz finansowe, a także instytucje pożyczkowe. Podobnie jak na gruncie NadzRynFinU termin „rynek finansowy” wyłaniający się z przepisów RozpReklRzeczFinU ma funkcję techniczną. Jego celem jest określenie zakresu postępowań reklamacyjnych oraz funkcji Rzecznika Finansowego. 10

3. Normatywne pojęcie rynku finansowego skonstruowane zostało w celu wyznaczenia granic kompetencji nadzorczych KNF. Jego zakres różni się od zakresu pojęcia rynku finansowego w znaczeniu ekonomicznym. Z jednej strony rynek finansowy objęty nadzorem KNF nie obejmuje wszystkich zjawisk, które można określić jako transakcje finansowania podmiotów publicznych i prywatnych. Szereg transakcji o charakterze prywatnym pozostaje w znacznej mierze poza zakresem reglamentacji. Tworzą one tzw. szary rynek legalnych transakcji nieobjętych ani nadzorem administracyjnym, ani innymi szczególnymi formami reglamentacji¹. Z drugiej strony niektóre rodzaje działalności objęte ustawowym pojęciem rynku finansowego (np. usługi płatnicze) są z rynkiem finansowym związane, ale do niego ściśle nie należą. Techniczny charakter normatywnego pojęcia rynku finansowego oraz stosunkowo niewielka liczba przepisów wspólnych dla wszystkich segmentów rynku powodują, że pojęcie rynku finansowego 11

¹ Por. P. Buck-Haeb, Kapitalmarktrecht, s. 45–46; F. de Santis, w: E. Gabrielli, R. Lener (red.), I contratti, s. 1287; M. Thomann, Les Contrôles, s. 178.

wego nie należy do podstawowych konstrukcji dla systemów norm prawa prywatnego i publicznego.

1.2.1.3. Sektory rynku finansowego

- 12 1. Rynek finansowy podlegający nadzorowi KNF nie ma jednolitej struktury ani ze względu na model działalności wykonywanej przez jego uczestników ani ze względu na naturę i funkcje zawieranych transakcji, ani na sposób regulacji rynku. Posługując się kryteriami prawnymi i ekonomicznymi, można skonstruować różne podziały rynku finansowego. Wyraźnie wyodrębnione regulacyjnie są rynki usług bankowych, ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych, płatniczych, maklerskich, itd.¹ Wyodrębnienie tych segmentów rynku finansowego wiąże się z wyodrębnieniem szczególnych kategorii podmiotów, takich jak m.in. banki, zakłady ubezpieczeń, firmy inwestycyjne, instytucje płatnicze, fundusze inwestycyjne itd. Wyodrębnienie poszczególnych segmentów ma wyłącznie charakter porządkujący. Wymienione sektory przenikają się w wielu aspektach. Poszczególne podmioty działają w różnych rolach. Przykładowo banki pełnią często rolę firm inwestycyjnych. Zakłady ubezpieczeń oferują produkty będące ekwiwalentem zabezpieczeń kredytowych oferowanych przez banki. Jednocześnie niektóre produkty bankowe wyraźnie zbliżają się do produktów ubezpieczeniowych². Jednocześnie istnieje cały szereg powiązań międzysektorowych. Do najważniejszych z nich należą powiązania między rynkiem bankowym i ubezpieczeniowym³.

1.2.1.4. Rynek kapitałowy i rynek pieniężny

- 13 1. Podstawowym podziałem rynku finansowego jest podział na rynek kapitałowy i rynek pieniężny. Kryterium tego podziału jest termin wymagalności roszczenia o zwrot zainwestowanych środków (czas finansowania). Rynek kapitałowy jest rynkiem finansowania długoterminowego, rynek pieniężny zaś – krótkoterminowego. Granicą jest finansowanie do 12 miesięcy⁴. Rynek kapitałowy jest rynkiem klasycznych instrumentów inwestycyjnych takich jak akcje, certyfikaty inwestycyjne, obligacje skarbowe oraz inne obligacje długoterminowe. Do instrumentów rynku kapitałowego zalicza się także jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, które mimo umarzalności na żądanie posiadacza są z reguły narzędziem finansowania o charakterze długoterminowym. Jako instrumenty rynku kapitałowego w znaczeniu ekonomicznym można potraktować także prawa pochodne o terminie rozliczenia krótszym niż rok, jeżeli bezpośrednio lub pośrednio instrumentem bazowym dla tych praw pochodnych są instrumenty rynku kapitałowego. Do instrumentów rynku pieniężnego należą przede wszystkim bony skarbowe, inne krótkoterminowe papiery dłużne, krótkoterminowe transakcje *repo* oraz derywaty o terminie rozliczenia krótszym niż rok, których instrumentem bazowym nie są instrumenty rynku kapitałowego (np. derywaty walutowe lub

¹ M. Foschini, *Il diritto*, s. 3–4; F. Cesarini, *I servizi*, s. 16; M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches*, s. 255; K. Zacharzewski, *Prawo*, 2012, s. 22.

² M.T. Henderson, *Credit*, *passim*.

³ P. Dontis-Charitos, P. Molyneux, S.K. Staikouras, *Does the Stock Market*, s. 1 i n.; L.P. Fields, D.R. Fraser, J.W. Kolari, *Is Bancassurance*, s. 777 i n.

⁴ Por. np. M. Lehmann, *Internationales Finanzmarkt*, w: F.J. Säcker, R. Rixecker, H. Oetker, B. Limperg (red.), *Münchener*, t. 11, Nb 29–32; P. Wajda, *Efektywność informacyjna*, s. 34.

towarowe)¹. Zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 17 dyrektywy MIFID II oraz w motywie 36 dyrektywy UCITS do instrumentów rynku pieniężnego zalicza się bony skarbowe, świadectwa depozytowe i komercyjne papiery wartościowe, z wyłączeniem instrumentów płatniczych².

2. Zarówno rynek kapitałowy, jak i rynek pieniężny mają swoje definicje legalne w prawie polskim. Zgodnie z art. 3 pkt 27 ObrInstrFinU rynek pieniężny to system obrotu instrumentami finansowymi opiewającymi wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok³. Zgodnie z art. 2 pkt 6 RynekKapNadzórU rynek kapitałowy to rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych – w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ObrInstrFinU i OfertaPublU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 236/2012 (Dz.Urz. UE L Nr 86, s. 1) i rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L Nr 201, s. 1), rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania – w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy FundInwU, rynek towarów giełdowych w rozumieniu GiełTowarU oraz rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia Komisji (UE) Nr 1031/2010 (Dz.Urz. UE L Nr 302, s. 1) – w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosuje się przepisy tego rozporządzenia.

3. Obydwie definicje różnią się istotnie od definicji ustalonych na gruncie nauk ekonomicznych i mają szczególne znaczenie normatywne. Definicja rynku pieniężnego ma znaczenie przede wszystkim ze względu na szereg wyłączeń spod zakresu reglamentacji obrotu instrumentami finansowymi. Zgodnie z art. 2 pkt 3 OfertaPublU przepisów tej ustawy nie stosuje się do papierów wartościowych będących instrumentami rynku pieniężnego. Wskazane wyłączenia wynikają z przekonania o typowo mniejszym ryzyku związanym z umowami, których przedmiotem jest finansowanie krótkoterminowe⁴. Do instrumentów rynku pieniężnego nie stosuje się także konsumenckie prawo odstąpienia wynikające z art. 6 dyrektywy 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 23.9.2002 r. dotyczącej sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniającej dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE (Dz.Urz. WE L Nr 272, s. 16 ze zm.; Dz.Urz. UE Polskie wydanie specjalne, rozdz. 6, t. 4, s. 321). Normatywna definicja rynku kapitałowego służy przede wszystkim wyznaczeniu granic dla nadzoru działającego na podstawie RynekKapNadzórU. Z tego względu istotnie różni się ona od definicji ekonomicznej. Z jednej strony rynek towarów giełdowych nie jest elementem rynku finansowego. Z drugiej strony definicja wyraźnie ogranicza pojęcie rynku kapitałowego do rynku papierów wartościowych, innych instrumentów finansowych, a także rynku usług związanych z papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi. Jest to pojęcie zbliżone do potocznego

¹ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, s. 23–26.

² Ch. Kupman, w: E. Schwark, D. Zimmer (red.), *Kapitalmarktrechts*, WpHG § 1, Nb 32; W. Servatius, w: G. Spindler, E. Stilz (red.), *Kommentar*, t. 2, § 183a, Nb 12.

³ T. Sójka, w: *Prawo*, art. 3 ObrInstrFinU, Nb 29. Wspomnieć należy także o konstrukcji funduszy rynku pieniężnego z art. 178 FundInwU.

⁴ A. Chłopecki, w: *Chłopecki, Dyl*, *Prawo rynku kapitałowego*, 2015, art. 2 OfertaPublU, Nb 3.

rozumienia terminu rynku kapitałowego, który najczęściej utożsamiany jest z rynkiem długoterminowych papierów wartościowych¹.

1.2.2. Rynek instrumentów finansowych, papierów wartościowych

- 16 1. Rynek papierów wartościowych to część rynku finansowego, która wykorzystuje papiery wartościowe jako narzędzie przepływu kapitału między inwestorami i emitentami oraz narzędzie rozporządzania prawami na rynku wtórnym. Można powiedzieć, że rynek papierów wartościowych jest to rynek, na którym dobrem będącym przedmiotem obrotu są prawa inkorporowane w papierach wartościowych. Jest to więc rynek, który obejmuje zarówno część rynku kapitałowego, jak i pieniężnego. Pojęcie papieru wartościowego nie jest jednoznaczne ani na gruncie prawa polskiego, ani europejskiego. W ścisłym znaczeniu pojęcie papieru wartościowego odnosi się do praw związanych z dokumentem, w ten sposób, że prawa te nie mogą być wykonywane ani nie mogą być przedmiotem rozporządzenia bez tego dokumentu². Pierwotnie dokument miał wyłącznie postać odrębnego przedmiotu materialnego. Systematycznie zwiększanie wolumenu obrotów oraz rozwój technologii elektronicznego przetwarzania danych stworzyły warunki techniczne dla zastąpienia tradycyjnej formy dokumentu elektronicznym rejestrem.
- 17 2. Powszechne zastosowanie papierów wartościowych na rynku finansowym nie jest rezultatem apriorycznego rozstrzygnięcia legislacyjnego. Nie jest także wyłącznie pokłosiem tradycji organizacji rynku. Znaczenie papierów wartościowych dla rynku finansowego jest wynikiem złożonych czynników prawnych i ekonomicznych. Rynek posługuje się przede wszystkim papierami o kwalifikowanej zdolności obrotowej³. Prawo nadaje tym papierom cechy, które pozwalają na minimalizację ryzyka prawnego ponoszonego przez nabywcę działającego w dobrej wierze. Prowadzi to do minimalizacji kosztów transakcyjnych. W rezultacie jest to czynnik sprzyjający zwiększeniu efektywności rynku, zmniejszający znaczenie czynników wpływających na kształtowanie się ceny innych niż wartość notowanych przedmiotów⁴.
- 18 3. Niezależnie od wielkiego znaczenia papierów wartościowych dla rynku finansowego jednocześnie można zaobserwować stały proces wzrastającego znaczenia instrumentów, których w prawie polskim ani w prawie większości państw tradycji prawa kontynentalnego nie zalicza się do tradycyjnego katalogu papierów wartościowych. Z dużym prawdopodobieństwem można przypisać to dwu czynnikom. Z jednej strony prywatnoprawne ustawodawstwo kontynentalne jest w wielu przypadkach stosunkowo konserwatywne w odniesieniu do tworzenia nowych rozwiązań w zakresie instrumentów masowego obrotu kapitałem, przypisując raczej większą rolę działaniom legislacyjnym niż autonomii woli stron⁵. Z drugiej współczesny rynek jest dynamiczny, a czas potrzebny na dostosowanie się do jego szybko zmieniających się wymagań jest zbyt krótki z punktu widzenia reakcji ustawodawcy. W związku z tym szereg innowacyjnych produktów finansowych tworzonych w oparciu o swobodę umów nie jest przez usta-

¹ M. Oulds, w: S. Kümpel, A. Wittig (red.), Bank- und Kapitalmarktrecht, s. 1796.

² Por. rozdział 3.

³ M. Oulds, w: S. Kümpel, A. Wittig (red.), Bank- und Kapitalmarktrecht, s. 1796.

⁴ Por. rozdział 2.

⁵ W państwach Europy kontynentalnej brak jednolitego rozstrzygnięcia o dopuszczalności kreacji nienazwanych papierów wartościowych. O *numerus clausus* w prawie niemieckim por. M. Lehman, Finanzinstrumente, s. 13, w prawie włoskim F. Martorano, Titoli, s. 27, w prawie polskim – por. rozdział 3.

wodawcę kwalifikowanych jako papiery wartościowe w znaczeniu, które nadaje temu pojęciu KC. Istnienie rynku takich produktów jest faktem, którego ustawodawstwo nie może całkowicie zignorować, tym bardziej że w wielu aspektach takie instrumenty funkcjonują praktycznie tak jak papiery wartościowe. W konsekwencji na gruncie norm nieodnoszących się ściśle do relacji prywatnoprawnej między emitentem a inwestorem ani do sposobu rozporządzania prawem, ale do organizacji rynku stworzone zostało nowe pojęcie papieru wartościowego. Obejmuje ono prawa, które nie mają charakteru papieru wartościowego w ścisłym znaczeniu. Dotyczy to przede wszystkim derywatów, których instrumentem bazowym są papiery wartościowe *sensu stricto*¹.

4. Z punktu widzenia norm regulujących organizację rynku kluczowym pojęciem jest także „instrument finansowy”. Nie jest to kategoria należąca do klasycznych kategorii prawa prywatnego. Nie jest to także kategoria konstrukcyjnie jednolita². Jej geneza to dążenie do stworzenia kategorii, która opisywałaby wszystkie rodzaje praw, które typowo są przedmiotem obrotu na rynku finansowym poza sektorem usług ubezpieczeniowych i bankowych. W prawie europejskim jest to pojęcie, które m.in. wyznacza zakres zastosowania dyrektywy MiFID II oraz rozporządzenia MAR³. Definicja instrumentu finansowego przyjęta w prawie polskim (art. 2 ObrInstrFinU) powiela rozwiązania europejskie (sekcja C załącznika I do dyrektywy MIFID II). Nie jest to klasycznie skonstruowana definicja. Jest to raczej wyliczenie nazw instrumentów wykształconych przez praktykę rynkową. Obejmuje ono papiery wartościowe oraz derywaty i instrumenty rynku pieniężnego niebędące papierami wartościowymi. Są to kategorie ujęte dość szeroko, a dla ich rozumienia miarodajne jest znaczenie przypisywane im zwyczajowo na rynkach finansowych⁴. Sprecyzowanie ich szczegółowych definicje może być przedmiotem różnych interpretacji⁵. Jest to rozwiązanie, które z jednej strony zapewnia elastyczność zastosowania instrumentów regulacyjnych wobec pojawiania się nowych instrumentów wykreowanych przez praktykę rynkową, z drugiej może być źródłem praktycznych trudności co do zakresu szeregu istotnych obowiązków oraz odpowiedzialności związanej z ich naruszeniem. Przykładem takich kontrowersji są spory wokół charakteru umów dotyczących ryzyka walutowego zawieranych przez klientów banków. W orzeczeniu z 30.5.2013 r., C-604/11, *Genil 48 SL i Comercial Hosteleria de Grandes Vinos SL v. Bankinter SA i Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*, Legalis, TSUE przyjął, że instrumentem finansowym jest umowa *swap* zawierana przez bank z jego klientem w celu zabezpieczenia klienta przed ryzykiem stóp procentowych wynikającym z innych instrumentów nabytych od banku przez tego klienta

19

¹ Por. art. 3 pkt 1 ObrInstrFinU; T. Sójka, w: T. Sójka (red.), Prawo, art. 3 ObrInstrFinU, Nb 2; o analogicznym procesie ewolucji pojęcia papieru wartościowego w prawie niemieckim M. Oulds, w: S. Kämpel, A. Wittig (red.), Bank- und Kapitalmarktrecht, s. 1797–1798; W. Groß, Kapitalmarktrecht, Börsengesetz § 32, Nb 12; A. Heidebach, w: E. Schwark, D. Zimmer (red.), Kapitalmarktrechts, BörsG § 32, Nb 32.

² A. Chłopecki, w: Chłopecki, Dyl, Prawo rynku kapitałowego, 2015, s. 212; T. Sójka, w: T. Sójka (red.), Prawo, art. 2 ObrInstrFinU, Nb 1.

³ Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 2 dyrektywy MIFID II usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna odnoszą się wyłącznie do instrumentów finansowych. Artykuł 1 rozporządzenia MAR odnosi zastosowanie tego rozporządzenia do wymienionych w tym przepisie instrumentów finansowych oraz w ograniczonym zakresie także do innych instrumentów i wskaźników wskazanych w ust. 2.

⁴ Por. wyr. TSUE z 3.12.2016 r., C-312/14, *Banif Plus Bank*, Legalis, pkt 69.

⁵ Sprecyzowanie definicji z pkt 6, 7 i 10 sekcji C załącznika I ma być przedmiotem aktów delegowanych Komisji (art. 4 ust. 1 pkt 2 dyrektywy MIFID II). Na gruncie dyrektywy MIFID analogiczne pojęcia zostały sprecyzowane w art. 38 rozporządzenia Nr 1287/2006.

(pkt 34)¹. W orzeczeniu w orzeczeniu z 3.12.2015 r., C-312/14, *Banif Plus Bank, Legalis*, Trybunał przyjął natomiast, że postanowienia umowy, które obciążają kredytobiorcę ryzykiem walutowym wynikającym z obowiązku świadczenia równowartości kwoty wyrażonej w walucie obcej w zamian za kredytowanie określone w walucie krajowej, nie mogą zostać zakwalifikowane do „usług i działalności inwestycyjnej” w rozumieniu dyrektywy MIFID m.in. z tego powodu, że nie są to transakcje odnoszące się do instrumentów finansowych (pkt 60, 66–73)².

- 20 5. W sposób wtórny pojęcie instrumentu finansowego odgrywa także rolę jako szczególna kategoria przedmiotu obrotu na gruncie prawa prywatnego. Zgodnie z art. 8 ObrInstrFinU przepisy o zdematerializowanych papierach wartościowych (art. 7 ustawy) stosuje się odpowiednio do niebędących papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu zorganizowanego³. Tym samym instrumenty finansowe wskazane w tym przepisie poddane zostały szczególnemu reżimowi rozporządzania oraz wykonywania praw, który upodabnia je do instytucji papierów wartościowych. Zakres odesłania jest stosunkowo wąski. Dotyczy on wyłącznie instrumentów finansowych zapisanych na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych w Polsce (art. 44 PrPrywM) wprowadzonych do systemu zorganizowanego obrotu⁴. Przepis bezpośrednio odsyła wyłącznie do zastosowania art. 7. Należy jednak wskazać, że szereg innych przepisów ObrInstrFinU kluczowych dla określenia zasad wykonywania i rozporządzenia prawami znajduje zastosowanie zarówno do papierów wartościowych, jak i do innych instrumentów finansowych zapisanych na rachunkach w systemie depozytowo-rozliczeniowym (np. art. 58 ObrInstrFinU). Względy praktyczne, przede wszystkim potrzeba minimalizacji ryzyka związanego z ostatecznością rozporządzeń i związanych z nimi rozrachunków, przemawiają za zastosowaniem w stosunku do instrumentów finansowych wskazanych w art. 8 ObrInstrFinU także przepisów o papierach wartościowych wiary publicznej wynikających z KC.

1.2.3. Rynek pierwotny i wtórny

- 21 1. Podział rynku instrumentów finansowych na rynek pierwotny oraz wtórny zbudowany jest w oparciu o kryterium stron transakcji. W ujęciu ekonomicznym rynek pierwotny to rynek transakcji między emitentem a inwestorem. W wyniku tych transakcji emitent uzyskuje finansowanie, a na rynku finansowym lokowane są nowe instrumenty finansowe⁵. Rynek pierwotny to rynek finansowy w ścisłym ekonomicznym znaczeniu. To właśnie te transakcje prowadzą do przepływu kapitału od inwestorów do emitentów. Rynek wtórny to cyrkulacja tytułów między inwestorami. Należy zaliczyć do niego także transakcje zawierane między inwestorem a emitentem dotyczące instrumentów finansowych uplasowanych już wcześniej na rynku (np. programy odkupu). Rynek wtórny to rynek praw wynikających z transakcji zawartych na rynku pierwotnym. Nie służy on bezpośrednio finansowaniu emitentów, ma jednak istotne znaczenie dla oceny zdol-

¹ Por. komentarz S. Grundmann, *The Banker*, s. 268.

² W. Gontarski, Głosa do wyroku TS z 3.12.2015 r., C-312/14, *passim*.

³ P. Sokal, Definicja i znaczenie instrumentów, s. 73.

⁴ T. Sójka, w: T. Sójka (red.), Ustawa, art. 8 ObrInstrFinU, Nb 1 i n.

⁵ P. Bohrens, *Verwaltungsrecht*, s. 130; M. Lehmann, *Internationales Finanzmarkt*, w: F.J. Säcker, R. Rixecker, H. Oetker, B. Limperg (red.), München, t. 11, Nb 38; S. Kümpel, A. Wittig (red.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, s. 1157; A. Chlopecki, w: *System PrPryw*, t. 19, s. 764; A.N. *Rechtschaffen*, *Financial*, s. 47.

ności uzyskania takiego finansowania. Transakcje na rynku wtórnym odzwierciedlają wycenę korzyści i ryzyka związanych z finansowaniem określonego emitenta. Wyznaczają tym samym punkt odniesienia dla ewentualnych przyszłych emisji.

2. Rynek pierwotny i wtórny nie są rynkami w znaczeniu instytucjonalnym lub w znaczeniu konkretnej lokalizacji¹. Są to rynki w znaczeniu interakcji popytu i podaży kapitału oraz na prawa wynikające z finansowania. Częścią rynku wtórnego są rynki w znaczeniu instytucjonalnym, takie jak giełdy, pozagiełdowe rynki regulowane, alternatywne systemy obrotu itd.

3. Z pojęciami rynków pierwotnego i wtórnego związane są bliskoznaczne pojęcia obrotu pierwotnego i wtórnego. W szerokim znaczeniu oznaczają one transakcje składające się na każdy z tych rynków. Są to pojęcia, które mają swoje definicje normatywne. Zgodnie z art. 4 pkt 3 OfertaPublU przez obrót pierwotny rozumie się dokonywanie oferty publicznej przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty. Zgodnie z art. 3 pkt 7 ObrInstrFinU przez obrót wtórny rozumie się dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent lub subemitent usługowy, lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu, albo proponowanie w dowolnej formie i w dowolny sposób, przez podmiot inny niż wystawca, nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu, jeżeli propozycja skierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata. Są to definicje ujęte stosunkowo wąsko ze względów regulacyjnych. Ich znaczenie wyznacza zakres interwencji prawodawcy. Przykładowo pojęcie obrotu pierwotnego nie obejmuje transakcji dokonywanych w inny sposób niż w drodze oferty publicznej. Takie zawężenie nie wynika z faktu niedopuszczalności innej formy transakcji na rynku pierwotnym, ale z faktu niepoddania tych transakcji reglamentacji na podstawie przepisów OfertaPublU. Pojęcie obrotu pierwotnego rozszerzono natomiast o transakcje dotyczące nowo wyemitowanych papierów wartościowych zawierane w ramach działalności subemitenta usługowego w terminie ważności dokumentu ofertowego będącego podstawą emisji². Rozszerzenie to ma charakter techniczny. Subemitent działa wobec inwestorów we własnym imieniu, ale niejako w zastępstwie emitenta. Stąd objęcie emisji realizowanej przez subemitenta zasadniczo tymi samymi normami, które dotyczą działań emitenta w ramach oferty publicznej realizowanej wobec inwestorów osobiście. Także ustawowa definicja obrotu wtórnego jest zawężona w stosunku do jej pierwotnego znaczenia. Nie obejmuje ona transakcji między inwestorami, które zawierane są w drodze indywidualnego porozumienia bez formułowania propozycji nabycia skierowanej do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata. Można przy tym zauważyć, że znaczenie tej definicji jest raczej ograniczone. Pojęcie obrotu wtórnego zostało w ObrInstrFinU użyte wyłącznie jako tytuł Działu II, a na gruncie OfertaPublU występuje wyłącznie w definicji tego pojęcia.

¹ M. Lehmann, Internationales Finanzmarkt, w: F.J. Säcker, R. Rixecker, H. Oetker, B. Limperg (red.), Münchener, t. 11, Nb 39.

² Zgodnie z art. 4 pkt 13 OfertaPublU subemitentem usługowym jest podmiot będący stroną zawartą z emitentem albo sprzedającym umowy, w której podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej. Por. szerzej M. Pawelczyk, Treść, s. 39 i n.; por. także A. Chłopecki, w: Chłopecki, Dyl, Prawo rynku kapitałowego, 2015, art. 4 OfertaPublU, Nb 3.4.

- 24 4. Na gruncie struktury pojęciowej polskiego prawa rynku kapitałowego terminy „obróć pierwotny” i „obróć wtórny” uzupełniane są przez pojęcie pierwszej oferty publicznej. Zgodnie z art. 4 pkt 4 jest to dokonywana po raz pierwszy oferta publiczna dotycząca określonych papierów wartościowych. Pierwsza oferta publiczna może być zarówno elementem obrotu pierwotnego, jeżeli dokonywana jest przez emitenta lub subemitenta usługowego, jak i obrotu wtórnego, w sytuacji, w której dokonuje jej inna osoba¹. Jest to pojęcie istotne z punktu widzenia regulacyjnego. Realizacja pierwszej oferty publicznej w odniesieniu do określonych papierów wartościowych wiąże się przede wszystkim ze szczególnymi obowiązkami publikacyjnymi oraz koniecznością poddania się związanym z nimi procedurom nadzorczym.

1.2.4. Rynek zorganizowany

1.2.4.1. Rynek zorganizowany i rynek OTC

- 25 1. Wtórny rynek instrumentów finansowych dzieli się na rynek zorganizowany oraz rynek niezorganizowany (*over the counter* – OTC)². Kryterium wyróżniającym te dwa segmenty rynku jest istnienie scentralizowanej infrastruktury prowadzonej przez określony podmiot lub ewentualnie grupę podmiotów zgodnie z określonymi regułami pozwalającej na kojarzenie ofert. Umowy zawierane „prywatnie” z wykorzystaniem własnych kanałów informacji należą do rynku niezorganizowanego. Umowy zawierane z wykorzystaniem tej infrastruktury zawierane są na rynku zorganizowanym. Szczególnym przypadkiem są transakcje zawierane w ramach działalności podmiotów systematycznie internalizujących transakcje (art. 4 ust. 1 pkt 20 dyrektywy MIFID II). Są to firmy inwestycyjne, które w sposób zorganizowany, częsty, systematycznie i w znacznych wielkościach zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów poza rynkami zorganizowanymi. Ten rodzaj działalności ma *de facto* elementy wspólne z działalnością podmiotów organizujących platformy obrotu należące do rynku zorganizowanego. Niekiedy transakcje zawierane przez firmę inwestycyjną bezpośrednio z klientem mogą mieć status transakcji zawieranych na rynku zorganizowanym (art. 38 ust. 2 ObrInstrFinU). Co do zasady transakcje zawierane przez podmiot systematycznie internalizujący transakcje zaliczane są do obrotu na rynku niezorganizowanym³.
- 26 2. Obrót na rynku zorganizowanym pozwala na koncentrację popytu i podaży. Jego daleko idąca standaryzacja oraz anonimowość i automatyzacja obrotu, a także minimalizacja ryzyka niewykonania umowy pozwalają na radykalne ograniczenie kosztów transakcyjnych. W rezultacie cena na rynku zorganizowanym wyraża w zasadzie wyłącznie wartość notowanych instrumentów. Rynek zorganizowany jest zatem ważnym instrumentem z punktu widzenia kształtowania powszechnej ceny walorów oraz rozpowszechniania informacji rynkowej⁴. Jest to także ważne narzędzie z punktu widzenia zwiększenia łatwości zawierania transakcji oraz płynności notowanych aktywów.

¹ A. Chłopecki, w: Chłopecki, Dyl, Prawo rynku kapitałowego, 2015, s. 33; T. Sójka, w: T. Sójka (red.), Prawo, art. 4, Nb 5.

² P. Jung, w: A. Fuchs (red.), Wertpapierhandelsgesetz, przed § 37e i 37g, Nb 89–91; A. Chłopecki, w: Chłopecki, Dyl, Prawo rynku kapitałowego, 2015, s. 31; T. Sójka, w: T. Sójka (red.), Prawo, art. 4, Nb 5; R.H. Weber, Börsenrecht, s. 80.

³ K. Nobbe, K. Zahrte, w: K. Schmidt, W. Hadding (red.), Münchener, Nb 185–194; S. Schären, G. Doobrauz-Saldapenna, M. Liebi, Organisierte, s. 197.

⁴ F.A. Hayek, The Use, s. 519 i n.

3. Z punktu widzenia zindywidualizowanych potrzeb inwestora standaryzacja ekonomicznych i prawnych uwarunkowań transakcji może być w niektórych sytuacjach problemem. Wtedy wartościową alternatywą dla rynku zorganizowanego mogą być transakcje zawarte w wyniku indywidualnych negocjacji lub wymiany ofert między inwestorami lub instytucjami finansowymi. Transakcje zawierane poza rynkiem zorganizowanym są nierzadko zindywidualizowanymi produktami finansowymi dostosowanymi do nietypowej sytuacji ekonomicznej kontrahentów. Zwykle minimalny próg wartości tych transakcji jest znacznie wyższy od minimalnego progu wartości transakcji na rynku zorganizowanym. Występowanie na rynku niezorganizowanym niestandardowych produktów finansowych nie zmienia faktu, że także na tym rynku standaryzacja jest zjawiskiem pożądanym, zakresie w jakim obniża koszty transakcyjne, nie ingerując w ekonomiczną specyfikę zawieranych umów. Stąd wynika dobrowolne wypracowanie prawnego standardu transakcji oraz ich dokumentacji przez takie organizacje jak ISDA czy ICMA¹. Ryzyka związane z brakiem przejrzystości rynku niezorganizowanego są w ostatnim czasie ograniczane przez szereg aktów prawnych nakładających obowiązki sprawozdawcze i publikacyjne na jego uczestników (rozporządzenie Parlamentu i Rady (UE) Nr 236/2012 z 14.3.2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego, Dz.Urz. UE L Nr 86, s. 1 ze zm., rozporządzenie EMIR, rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z 25.11.2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) Nr 648/2012, Dz.Urz. UE L Nr 337, s. 1 oraz szereg rozporządzeń wykonawczych)².

Obrót zorganizowany ma swoją definicję ustawową. Zgodnie z art. 3 pkt 9 ObrInstFinU jest to obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu³.

1.2.4.2. Rynek regulowany i alternatywne systemy obrotu

1. Pojęcie rynku regulowanego wynika z prawa europejskiego. Zgodnie z dyrektywą MIFID II rynek regulowany jest rodzajem wielostronnego systemu (transakcji). Istotą takiego systemu jest umożliwienie interakcji wielu ofert zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych składanych przez osoby niebędące operatorem systemu (art. 4 ust. 1 pkt 19 MIFID II). Zgodnie z art. 14 ust. 1 ObrInstFinU rynkiem regulowanym jest działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający

¹ Por. np. O. Seiler, M. Kniehase, w: H. Schimansky, H.J. Bunte, H.J. Lwowski (red.), Bankrechthandbuch, § 104, Nb 78 oraz U. Jahn, w: H. Schimansky, H.J. Bunte, H.J. Lwowski (red.), Bankrechthandbuch, § 119, Nb 61.

² Brak przejrzystości rynku OTC był jedną z głównych przyczyn kryzysu finansowego w latach 2007–2009. Por. np. V. Acharya, T. Philippon, M. Richardson, N. Roubini, The Financial Crisis, s. 117; M. Jickling, The Causes, s. 6; M. Simkovic, Secret, s. 271 i n.

³ A. Chłopecki, w: Chłopecki, Dyl, Prawo rynku kapitałowego, 2015, s. 31; T. Sójka, w: T. Sójka (red.), Prawo, art. 4, Nb 12; M. Dyl, w: System PrPryw, t. 19, s. 761–762; M. Wierzbowski, P. Wajda, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Prawo rynku kapitałowego, s. 554.

te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany. Analogiczną definicję zawiera art. 4 ust. 1 pkt 21 dyrektywy MIFID II, który obok elementów wskazanych w polskiej ustawie kładzie także nacisk na obiektywny i nieuznaniowy charakter reguł rządzących zawieraniem transakcji¹.

- 29 2. Drugim segmentem rynku zorganizowanego w prawie polskim są alternatywne systemy obrotu. Zgodnie z art. 3 pkt 2 ObrInstrFinU jest to organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami². Siatka pojęciowa prawa europejskiego w tym zakresie jest nieco inna – rozróżnia ono wielostronne platformy obrotu (MTF) oraz zorganizowane platformy obrotu (OTF). Pierwsze to systemy wielostronne, które kojarzą oferty zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych złożone przez osoby nietworzące systemu zgodnie z określonymi zasadami niemającymi charakteru uznaniowego (art. 4 ust. 1 pkt 22 dyrektywy MIFID II). OTF to system wielostronny niebędący rynkiem regulowanym ani MTF, w ramach którego umożliwia się interakcję wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji lub instrumentów pochodnych, składanych przez osoby trzecie w sposób skutkujący zawarciem kontraktu³.
- 30 3. Z punktu widzenia technicznej organizacji obrotu, celów oraz sposobu uczestnictwa inwestorów w obrocie, rynek regulowany oraz pozostałe segmenty rynku zorganizowanego zasadniczo nie różnią się od siebie w sposób istotny. To co je odróżnia to przede wszystkim szczególnie status prawny, wymogi nadzorcze dotyczące powstania rynku, dopuszczenia do notowań oraz bezpieczeństwa jego funkcjonowania⁴. Także w tym zakresie zachodzi pewne zbliżenie instytucji rynku zorganizowanego. Jego przykładem w prawie europejskim może być odniesienie obowiązków informacyjnych oraz zakazów wynikających z MAR nie tylko do instrumentów finansowych notowanych na rynkach regulowanych, ale także do instrumentów notowanych na MTF i OTF. W dalszym ciągu można jednak zasadnie powiedzieć, że w stosunku do jego alternatyw rynek regulowany stawia większe bariery regulacyjne, finansowe i nadzorcze zarówno przed operatorami rynku, jak i emitentami ubiegającymi się o dopuszczenie do notowań.

1.2.4.3. Giełda papierów wartościowych i regulowany rynek pozagiełdowy

- 31 1. Pojęcie giełdy papierów wartościowych w wielu systemach prawych tradycyjnie należało do centralnych kategorii prawa rynku kapitałowego. Obecnie w prawie europejskim jego znaczenie jest ograniczone na rzecz pojęcia rynku regulowanego⁵. Nie oznacza to, że pojęcia giełdy i rynku giełdowego są całkowicie pozbawione znacze-

¹ A. Chłopecki, w: *Chłopecki, Dyl*, Prawo rynku kapitałowego, 2015, s. 31; A. Heidelberg, w: E. Schwark, D. Zimmer (red.), *Kapitalmarktrechts, BörsG § 42, Nb 7 i n.*; O. Seiler, M. Kniehase, w: H. Schimansky, H.J. Bunte, H.J. Lwowski (red.), *Bankrechthandbuch*, § 104, Nb 26 i n.; T. Sójka, w: T. Sójka (red.), *Prawo*, art. 14, Nb 4; M. Dyl, w: *System PrPryw*, t. 19, s. 761–762; M. Wierzbowski, P. Wajda, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, s. 554; *tenże*, *Efektywność informacyjna*, s. 52.

² P. Wajda, *Efektywność informacyjna*, s. 58.

³ S. Schären, G. Dobrauz-Saldapenna, M. Liebl, *Organisierte*, s. 196–197.

⁴ A. Chłopecki, w: *Chłopecki, Dyl*, *Prawo rynku kapitałowego*, 2015, s. 34; por. także 14 motyw dyrektywy MIFID II wskazujący na wspólne cechy wszystkich zorganizowanych platform obrotu.

⁵ S. Schären, G. Dobrauz-Saldapenna, M. Liebl, *Organisierte*, s. 196.

nia z punktu widzenia prawa europejskiego. Używa go np. dyrektywa 2001/34/WE w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji. Ten akt prawny jest narzędziem harmonizacji prawa państw członkowskich w zakresie kryteriów dopuszczenia do notowań giełdowych, ochrony prawnej w razie decyzji odmownej oraz niektórych standardów informacyjnych. Samo pojęcie giełdy nie zostało zdefiniowane w dyrektywie¹. Kwestię tę pozostawiono prawu państw członkowskich. Z dyrektywy wynika jednak, że statusu giełdy nie może mieć żaden rynek, który nie spełnia określonych w niej wymogów.

2. W prawie polskim rynek giełdowy jest rodzajem regulowanego rynku instrumentów finansowych. Zgodnie z art. 15 ust. 1 ObrInstrFinU rynek regulowany dzieli się na rynek giełdowy oraz regulowany rynek pozagiełdowy. Giełdę od niegiełdowej części rynku regulowanego odróżnia szereg wymogów dotyczących kapitału oraz rozwiązań organizacyjnych koniecznych do założenia rynku oraz zasad obrotu. Nie zmienia to faktu, że normatywna struktura regulacji giełdowej i pozagiełdowej części rynku regulowanego wykazuje więcej podobieństw niż różnic, a w szeregu przypadków przepisy o rynku pozagiełdowym odsyłają do odpowiednich przepisów o rynku giełdowym, wskazując jedynie występujące różnice (np. art. 36 ust. 1, art. 36a ust. 3, art. 37 ust. 3, art. 38 ObrInstrFinU). 32

3. Zarówno rynek giełdowy, jak i regulowany rynek pozagiełdowy mogą dzielić się na segmenty, czyli rynki wyodrębnione ze względu na rodzaj notowanych instrumentów lub rodzaju ich emitentów (art. 16 ust. 1 ObrInstrFinU). Podmioty prowadzące rynki regulowane zachowują autonomię w zakresie decyzji o wyodrębnieniu takich rynków oraz szczegółowych kryteriów ich wyodrębnienia. Na tym tle szczególny status ma rynek notowań oficjalnych. Taki rynek spełnia dodatkowe, gw stosunku do minimalnych wymogów określonych dla rynku regulowanego, wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku (art. 16 ust. 2 ObrInstrFinU). Szczegółowe warunki, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku, określa rozporządzenie Ministra Finansów z 12.5.2010 r. (Dz.U. Nr 84, poz. 547). Istota rynku notowań oficjalnych nie odbiega od pozostałych segmentów giełdowego rynku regulowanego. Różnica polega na wyższym standardzie dopuszczenia do notowań na rynku oraz wyższym poziomie harmonizacji między rynkami notowań oficjalnych poszczególnych państw członkowskich wynikającej z przepisów dyrektywy 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.5.2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.Urz. WE L Nr 184, s. 1 ze zm.; Dz.Urz. UE Polskie wydanie specjalne, rozdz. 6, t. 4, s. 24). 33

4. Od pojęcia giełdy w znaczeniu przedmiotowym (ryнку obrotu instrumentami finansowymi) odróżnić należy pojęcie giełdy w znaczeniu podmiotowym². W potocznym znaczeniu pojęcie giełdy używane jest w odniesieniu do spółki akcyjnej, której na podstawie art. 25 ObrInstrFinU udzielono zezwolenia na prowadzenie rynku giełdowego. Zgodnie z art. 21 ust. 5 ObrInstrFinU spółka prowadząca giełdę ma wyłącz- 34

¹ K. Zacharzewski, Prawo, 2012, s. 26.

² M. Dyl, w: Chłopecki, Dyl, Prawo rynku kapitałowego, 2015, s. 83; S. Bressler, Public, s. 48; H. Beck, w: E. Schwark, D. Zimmer (red.), Kapitalmarktrechts, BörsG § 2, Nb 14; K. Zacharzewski, Prawo, 2012, s. 63 i n.

ne prawo zamieszczania w firmie spółki wyrazów „giełda instrumentów finansowych” lub, w przypadku gdy organizuje obrót papierami wartościowymi, wyrazów „giełda papierów wartościowych”. Potoczne utożsamienie pojęcia giełdy ze spółką prowadzącą giełdę papierów wartościowych prowadzi niekiedy do nieporozumień. Nie każdy rynek organizowany i prowadzony przez tę spółkę ma status rynku giełdowego. Zgodnie z art. 16 ust. 3 ObrInstrFinU spółka prowadząca giełdę lub spółka prowadząca rynek pozagiełdowy może organizować ASO.

1.2.5. Rynek kasowy i rynek terminowy, rynek instrumentów pochodnych

- 35 1. Ważnym podziałem rynku instrumentów finansowych jest także podział na rynek kasowy oraz rynek terminowy. Pierwotnym kryterium wyodrębnienia tych dwóch rynków był termin rozliczenia transakcji. Rynek umów wykonywanych przy ich zawarciu na zasadzie równoczesności świadczeń określany jest jako rynek kasowy. Rynek umów realizowanych z istotnym opóźnieniem w stosunku do ich zawarcia (na termin) określany był jako rynek terminowy¹. Opóźnienie realizacji nie było w tym przypadku wartością samą w sobie. Gospodarcza istota transakcji terminowej polega na ustaleniu treści umowy w sposób niezależny od bieżących warunków rynkowych w przyszłości. Z reguły w ten sposób jedna za stron przenosi ryzyko związane ze zmiennością oraz nieprzewidywalnością istotnego dla niej parametru rynkowego na drugą stronę transakcji.
- 36 2. Umowy z opóźnionym rozliczeniem była początkiem rozwoju grupy instrumentów finansowych, których cechą jest gospodarcza zależność ich wartości od wartości innych instrumentów finansowych lub innych zmiennych nieprzewidywalnych w czasie (indeksów giełdowych, stóp procentowych, kursów walut, cen surowców lub towarów, temperatury itd.). Ta grupa instrumentów finansowych określana jest jako instrumenty pochodne albo derywaty. Ekonomiczna konstrukcja zdecydowanej większości derywatów zawiera cztery podstawowe elementy: instrument bazowy, czyli zmienną, od której wartości zależy wartość derywatu, cenę kasową, czyli wartość instrumentu bazowego na rynku kasowym lub w razie braku rynku kasowego instrumentu bazowego (np. w odniesieniu do stóp procentowych, temperatury itd.) inną bieżącą wartość instrumentu bazowego, cenę terminową, czyli uzgodnioną między stronami wartość instrumentu bazowego miarodajną dla rozliczenia między nim, oraz termin rozliczenia, a więc datę, w której mogą zostać ustalone lub ewentualnie wykonane zobowiązania stron². Gospodarcza wartość prawa pochodnego zależy od różnicy między ceną terminową a ceną kasową. W przypadku strony, która zajmuje pozycję sprzedawcy instrumentu bazowego, derywat ma wartość, jeżeli cena terminowa jest wyższa niż cena kasowa. W przypadku strony, która zajmuje pozycję kupującego, derywat ma wartość, jeżeli cena terminowa jest niższa niż cena kasowa. Tak więc prawo pochodne ma wartość, jeżeli zastrzeżona cena terminowa pozwala na realizację umowy na warunkach korzystniejszych niż rynkowe.

¹ M. Lehmann, Internationales Finanzmarkt, w: F.J. Säcker, R. Rixecker, H. Oetker, B. Limperg (red.), Münchener, t. 11, Nb 45.

² Spośród licznych opracowań dotyczących konstrukcji instrumentów pochodnych por. np. A.N. Rechtschaffen, Financial, s. 148 i n.