

Szkoda giełdowa i jej naprawienie

Wydanie 2.

Rozdział I. Identyfikacja podstawowych płaszczyzn problemowych

§ 1. Oczekiwania poszkodowanych w dobie rewolucji finansowej

Wyodrębniane w układzie historycznym fazy rozwoju prawa są zsynchronizowane z fazami rozwoju stosunków społecznych. Następujące po sobie przemysłowe epoki pary i elektryczności wpłynęły na zaostrenie odpowiedzialności odszkodowawczej jako uzasadnienie dla rozprzestrzeniającej się szerokim nurtem regulacji zasady ryzyka. Proces obiektywizacji odpowiedzialności odszkodowawczej jeszcze bardziej zaznaczył się w epoce atomu oraz podboju przestrzeni kosmicznej. Obecne czasy – z różnych perspektyw zwane epoką „prawa cyberprzestrzeni”¹, rewolucji finansowej² czy też superkapitalizmu³ – nasuwają, podobnie jak kiedyś, pytania na temat podstaw, zasad i zakresu odpowiedzialności odszkodowawczej. Współczesne oczekiwania są jednoznaczne. Nasilające się tempo życia codziennego i poziom skomplikowania stosunków społecznych skłaniają do zaakceptowania tendencji poszerzających i zaostrażających odpowiedzialność deliktową i kontraktową. Przynajmniej od półtora wieku nic się w tej mierze nie zmieniło.

Dynamicznie zachodzące procesy sprawiły, że systemy finansowe stały się najszybciej rozwijającymi się segmentami światowej gospodarki, sektorem o największym znaczeniu dla całego systemu gospodarczego. Procesy te są wynikiem oddziaływania szeregu czynników o charakterze prawnym, ekonomicznym, politycznym, społecznym i technicznym⁴. Działalność instytucji finansowych jest więc w naturalny i szczególnie intensywny sposób wpleciona w skomplikowany układ powiązań panujących we współczesnym świecie. Nie wdając się w szczegóły, można z pewnością potwierdzić wpływ rewolucji finansowej na wzrost szyb-

¹ K. Dobrzeńcki, *Lex informatica*, Toruń 2008, s. 58.

² P. Wajda, *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009, s. 43.

³ Por. S. Frisch, *Anlageberatung, Anlegerschutz und Compliance*, VuR 2009, Nr 2, s. 43.

⁴ P. Wajda, *Rola decyzji administracyjnej*, s. 43–44.

kości cyrkulacji praw podmiotowych, w miarę wzrostu ilości dóbr majątkowych w obiegu rynkowym, niekiedy nawet kreowanych *ex nihilo* i występujących w postaci praw podmiotowych wynikających ze stosunków obligacyjnych, opierających się na schemacie stosunku rachunku⁵. Dzięki dążeniu do osiągnięcia płynności cyrkulacji kapitału znacząco poprawiła się dostępność wyrafinowanych pod względem konstrukcyjnym tzw. usług finansowych (czyli stosunków obligacyjnych), co z kolei rozbudziło na skalę masową pragnienia publiczności do osiągania zarobku czysto spekulacyjnego, czyli oderwanego od sfery gospodarki realnej. W wielu przypadkach sprowadza się to po prostu do handlu dobrami, które nie mają stabilnego pokrycia (podstawy i zabezpieczenia) w wartościach majątkowych reprezentowanych przez mienie według art. 44 KC i istnieją tylko w sferze konwencjonalnej (jako prawo podmiotowe wynikające ze stosunku obligacyjnego). Te nowe możliwości („wprawienie aktywów w ruch”) doprowadziły do wzrostu na niespotykaną wcześniej skalę liczby osób zaangażowanych w takie stosunki oraz ogólne zainteresowanie sprawami finansowymi i zarządzaniem finansami. Instrumenty finansowe, wiedza na ich temat oraz możliwości zarobkowego spożytkowania tej wiedzy są obecnie łatwo dostępne i właściwie powszechne.

Zmiany stosunków społecznych mają wpływ na efektywność odpowiedzialności odszkodowawczej, na jej funkcje i na elementy składowe obowiązku naprawienia szkody. W „erze atomu” przestały wystarczać typy odpowiedzialności odszkodowawczej „wieku pary i elektryczności”⁶. Przenosząc tę myśl na grunt stosunków współczesnych, można powiedzieć, że czas „rewolucji finansowej” także deprecjonuje środki indemnizacji szkód adekwatne w okresach wcześniejszych. Trudno do tak postawionej tezy wstępnej odnieść się w pełni bezkrytycznie, ponieważ obiektywizacja odpowiedzialności odszkodowawczej osiągnęła już chyba swoje apogeum w zakresie stosunków prawnych wymagających takiego zaostżenia kursu. Ponadto wydaje się, że stosunki prawne nawiązywane z udziałem instytucji finansowych w charakterze dłużnika mogą zostać w dziedzinie odszkodowawczej wzmocnione nie za pomocą dalszego forsowania odpowiedzialności na zasadzie ryzyka, ale za pomocą podwyższenia miary staranności przy wykonywaniu zobowiązań wzbogaconych o coraz liczniejsze powinności umowne⁷.

⁵ K. Zacharzewski, Regulacja dematerializacji w nowym kodeksie cywilnym, SPP 2012, Nr 1, s. 31 i n. W prawie niemieckim zob. D. Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht. Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr, Tübingen 1995, s. 161 i n.

⁶ W. Warkalło, Odpowiedzialność odszkodowawcza. Funkcje, rodzaje, granice, Warszawa 1972, s. 15.

⁷ Por. F. Zoll, [w:] A. Olejniczak (red.), System Prawa Prywatnego, t. 6, Prawo zobowiązań – część ogólna. Suplement, Warszawa 2010, s. 11.

Staje się to szczególnie widoczne w relacjach z tzw. konsumentami usług finansowych np. w zakresie świadczenia usług doradztwa⁸, z uwagi na coraz powszechniej przyjmowany wniosek, że obowiązek udzielania porad jest konkludentnym elementem zobowiązania instytucji finansowych⁹. W podobny sposób na zakres zobowiązania profesjonalistów wpływa obowiązek udzielania informacji przedkontraktowej¹⁰ m.in. o ryzyku towarzyszącym inwestycji¹¹ (także zaplanowanej jako długoterminowa¹²), nie wyłączając jednoznacznej informacji o ryzyku poniesienia całkowitej straty¹³. Na profesjonalistcie spoczywa nawet przedkontraktowy obowiązek wskazania negatywnych relacji prasowych na temat zalecanej inwestycji¹⁴. Jak zauważono, ilość informacji dostarczanych przez firmy inwestycyjne, także w trakcie trwania stosunku¹⁵, przerasta już zdolności percepcyjne inwestorów¹⁶, a zjawisko hipertrofii powinności informacyjnych jest obecnie oceniane raczej krytycznie¹⁷.

⁸ Zob. *U. Krüger*, Aufklärung und Beratung bei Kapitalanlagen – Nebenpflicht statt Beratungsvertrag, NJW 2013, Nr 26, s. 1845.

⁹ Do tego skłania się aktualna judykatura niemiecka. Zob. np. wyr. BGH z 19.3.2013 r., XI ZR 431/11, BKR 2013, s. 248; wywód z uzasadnienia wyr. BGH z 15.5.2012 r., VI ZR 166/11, NZG 2013, s. 28. W doktrynie zob. np. *T. Möllers*, Rechtsprechungsänderung zur Vermutung aufklärungsgerechten Verhaltens – Sackgasse oder Königsweg?, NZG 2012, Nr 26, s. 1019.

¹⁰ Por. np. *P. Bibby*, [w:] *A. Haynes* (ed.), *Butterworths financial services law guide*, London 2002, s. 239–241; *J. Seitz*, *A. Juhnke*, *S. Seibold*, PIBs, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs-Initiative, BKR 2013, Nr 1, s. 1 i n.; *A. Schlee*, *I.M. Maywald*, PIB: Ein neues Risiko im Rahmen der Prospekthaftung?, BKR 2012, Nr 8, s. 320 i n.; *S. Frisch*, Schadensersatz bei Vermittlung von vornherein chancenlosen Börsentermin- und Optionsgeschäften, VuR 2010, Nr 8, s. 283; *M. Kurzajewski*, *Usługi maklerskie*, Warszawa 2014, s. 82 i n.

¹¹ Zob. np. wyr. BGH z 6.3.2008 r., III ZR 298/05, BeckRS 2008, poz. 05552.

¹² Szerzej na tle funduszy nieruchomości zob. *K. Wagner*, Zur Problematik von Kausalität und Schaden bei langfristigen Kapitalanlagen, NZG 2003, Nr 19, s. 897 i n.

¹³ Zob. np. *E. Reinelt*, Haftung aus Prospekt, Anlageberatung und Anlagevermittlung bei Kapitalanlagefonds, NJOZ 2008, Nr 51, s. 5151; *tenze*, Haftung aus Prospekt und Anlageberatung bei Kapitalanlagefonds, NJW 2009, Nr 1, s. 4.

¹⁴ Szerzej zob. *O. Renner*, Pflicht des Kapitalanlageberaters zum Hinweis auf negative Presseberichterstattung über die empfohlene Anlage, DStR 2001, Nr 40, s. 1706 i n.

¹⁵ Np. w zakresie udokumentowania sposobu świadczenia usługi doradztwa. Szerzej zob. np. *M. Böhm*, Regierungsentwurf zur Verbesserung der Durchsetzbarkeit von Ansprüchen aus Falschberatung, BKR 2009, Nr 6, s. 222 i n.

¹⁶ *J. Koch*, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes – Die Gratwanderung zwischen angemessener Aufklärung und information overload, BKR 2012, Nr 12, s. 486.

¹⁷ Zob. *J. Oelkers*, *D. Wendt*, Höchststrichterliche Rechtsprechung zur Vermittlung von Bank- und Versicherungsprodukten – zur Zurechnung bei selbständigen Vermittlern, BKR 2014, Nr 3, s. 89.

Pomimo takiej oceny poprzez mnożenie obowiązków umownych można doprowadzić do wytrącenia z rąk sprawcy szkody kontraktowej podstawowego procesowego argumentu obronnego, a mianowicie wykazania wymaganej staranności przy wykonywaniu zobowiązania zgodnie z jego treścią, co staje się trudniejsze właśnie ze względu na multiplikację obowiązków kontraktowych w parze z podwyższeniem standardu staranności oczekiwanej od dłużnika. Ten sam efekt można osiągnąć w dziedzinie odpowiedzialności deliktowej, ale dzięki redefiniowaniu standardu prawidłowego postępowania profesjonalisty w połączeniu z podwyższeniem standardu staranności i poszerzeniu katalogu zdarzeń bezprawnych, wraz z przesunięciem w ten sposób zasięgu odpowiedzialności aż do granic przypadku i siły wyższej.

O ile zatem w czasach pary, elektryczności, atomu i podboju kosmosu poszukiwano rozwiązań licznych dylematów odpowiedzialności odszkodowawczej w intensywniejszym wykorzystaniu zasady ryzyka wymagającej odpowiedniej podstawy normatywnej¹⁸, to faza tzw. rewolucji finansowej wymaga raczej coraz intensywniejszego i pełniejszego wykorzystania zasady winy, złagodzenia oceny sekwencji kauzalnej oraz reżimu dowodowego. Do tego nie jest już potrzebna wyraźna podstawa normatywna, lecz wykładnia obowiązujących regulacji z duchem akurat takich czasów. Luki w istniejącym systemie odpowiedzialności odszkodowawczej¹⁹ w przypadku oceny sytuacji prawnej instytucji finansowych, w tym także z sektora obrotu giełdowego, ujawniają się bowiem – mówiąc najogólniej – głównie pod postacią trudności przy wykazaniu przez legitymowanego czynnie związku przyczynowego pomiędzy zdarzeniem szkodogennym a szkodą w postulowanej wysokości. Z jednej strony to dobrze, ponieważ bariera związku przyczynowego stanowi naturalną granicę dla wyolbrzymionych i niecodziennych (ekstensywnych) żądań, wysuwanych przede wszystkim po „cudownym rozmnożeniu się szkody” (*wunderbare Schadensvermehrung*)²⁰. Jednocześnie jednak wydaje się, że nie byłoby naruszeniem reguł postępowania sądowego stosowanie prawa (materialnego oraz procedury) ze skutkiem pomyślnym dla powoda wszędzie tam, gdzie jest to możliwe z perspektywy dogmatycznej i zależy tylko od sędziego²¹. Taka tendencja, zgodna z aktualnymi oczekiwaniami społecznymi, jest obecnie zauważalna także dzięki od-

¹⁸ Por. ostatnio *L. Bosek*, Perspektywy rozwoju odpowiedzialności cywilnej za inteligentne roboty, FP 2019, Nr 2, s. 3 i n.

¹⁹ Por. *W. Warkallo*, Odpowiedzialność odszkodowawcza, s. 29.

²⁰ Takim pojęciem posługuje się *M. Adams*, Haftung auf Schadensersatz für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, BKR 2009, Nr 7, s. 278.

²¹ Poczucie prawne sędziego, jako jedno z kryteriów oceny związku przyczynowego, zostało wyekspozowane w wyr. SN z 6.11.2008 r., III CSK 130/08, Legalis.

słanianiu przez orzecznictwo i doktrynę nowych obszarów, w tym m.in. w kierunku interpretowania prawa pozytywnego zgodnie z jego podbudową naturalną (słusznościową).

Instytucjom finansowym stwarzany jest na ogół sprzyjający klimat do rozwijania interesów, a okresy spowolnienia gospodarczego (dekonunktury i kryzysy) są – jak uczy doświadczenie historyczne – przejściowe i jako wstęp do okresów prosperity stanowią czas na refleksje i zweryfikowanie osiągnięć oraz przeorganizowanie sposobu wykonywania działalności w jednoznacznie zdefiniowanym celu merkantylnym. Dywagacje nad szkodą giełdową i jej naprawieniem są więc aktualne w każdym czasie bez względu na panującą fazę cyklu gospodarczego (hossa – równowaga – bessa). Idea społecznej odpowiedzialności biznesu nie kwestionuje dążenia do zysku. Kładzie jednak akcent na osiągnięcie pewnej akceptowalnej proporcji pomiędzy czystym zyskiem i równowagą zewnętrzną (stosunków społecznych) oraz sprawiedliwą redystrybucją dóbr pomiędzy przedsiębiorcami i środowiskiem ich naturalnego funkcjonowania. Ma to być ekwiwalent ze strony osób osiągających ponadprzeciętne korzyści w obecnym układzie stosunków społecznych. Globalizacja to oczywiście zjawisko w skali makro. Natomiast odpowiedzialność odszkodowawcza zawsze jest skonkretyzowana indywidualnie (art. 353 KC). Widać więc tutaj, że indywidualny stosunek obligacyjny typu odszkodowawczego z udziałem instytucji finansowej w roli dłużnika jest silnie skorelowany z procesami niezależnymi od sprawcy szkody oraz od poszkodowanego²². Jednostkowi uczestnicy stosunków finansowych (giełdowych) nie mają bowiem na ogół wpływu na zachodzące w skali światowej procesy gospodarcze, które – jak się okazuje – mogą mieć wpływ na zakres odpowiedzialności odszkodowawczej *in concreto*.

Patrząc na problematykę odpowiedzialności odszkodowawczej w stosunkach finansowych (w tym także giełdowych) z szerokiej perspektywy globalizacji, można dojść do wniosku wyjściowego, że skutki zdarzeń bezprawnych zsynchronizowanych z procesami rynkowymi powinny obciążać te osoby, które na co dzień odnoszą korzyści. Przejście na sprawcę wszystkich konsekwencji wyrządzenia szkody wraz z powstaniem obowiązku jej naprawienia jest zresztą naturalne. Umiejętność osiągania w danych realiach ponadprzeciętnych korzyści powinna iść w parze ze skłonnością do ponoszenia skutków działań i zaniechań bezprawnych. O zarobek zabiega się tak samo intensywnie, jak o uniknięcie odpowiedzialności odszkodowawczej. Oba kierunki aktywności prowadzą też do powiększenia majątku. Ponieważ jednak indemnizacja szkód

²² Por. także wywód z uzasadnienia wyr. SA w Poznaniu z 27.1.2011 r., I ACa 989/10, niepubl.

wymaga większego zaangażowania społecznego, chociażby ze względu na włączenie organów wymiaru sprawiedliwości, to osiągnięcie przez poszkodowanego efektu w postaci naprawienia całej szkody jest trudniejsze niż osiągnięcie przez sprawcę szkody zarobku kosztem prawnie chronionych interesów innych osób (zarobku niesprawiedliwego). Sprawcom niekiedy „opłaca się” nawet przyjąć ryzyko i wkalkulować wyrządzoną szkodę w wynik finansowy. Dość wymowne jest tutaj przypisanie odpowiedzialności odszkodowawczej bankowi, który udzielił kredytu osobie o wątpliwej wiarygodności kredytowej (niewypłacalnej)²³. W prawie holenderskim wyraźnie przewidziano nawet, że bank nie może dopuścić do „przekredytowania klienta”²⁴.

Podejście zgodne z doktryną społeczną ruchu „niezadowolonych” („oburzonych”), identyfikowanych z hasłem *Occupy Wall Street*, wydawałoby się jednak współcześnie możliwe do przeprowadzenia w warunkach coraz intensywniejszego eksponowania pierwiastków aksjologicznych przy ocenie stosunków społecznych z udziałem profesjonalistów branży finansowej. To zaś uzasadnia surową odpowiedzialność sprawcy tzw. szkody finansowej przede wszystkim względem osób fizycznych o statusie nieprofesjonalisty w danej dziedzinie (tzw. konsumenta usług finansowych²⁵), pod względem atrybutów zrównanych ostatnio przez judykaturę z konsumentem w ujęciu art. 22¹ KC²⁶. Tak jak dawniej tzw. klasa robotnicza, tak obecnie tzw. klasa średnia jest uważana za środowisko społeczne wywierające skuteczną presję na ukształtowanie reguł odpowiedzialności – za szkody spowodowane przez instytucje finansowe. Ta bowiem grupa społeczna jest obecnie motorem intensywnej ekspansji instytucji bankowych (dzięki potencjałowi lokacyjnemu, konsump-

²³ Tzw. kredyt nieetyczny, jako konstrukcja przyjęta w prawie francuskim. Zob. *M. Lemonnier*, Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia, Warszawa 2011, s. 295; szerzej zob. także *M. Bączyk*, Odpowiedzialność umowna banku w prawie polskim, Toruń 1989, s. 141–143. W prawie niemieckim na tle kredytowania przedsiębiorców przez banki w czasach kryzysowych zob. *S. Ahnert*, Zivilrechtliche Haftungsrisiken für Kreditinstitute bei krisenbetroffenen Unternehmen, BKR 2002, Nr 6, s. 254 i n.

²⁴ *Voorkoming van overkreditering van de consument*. Zob. art. 51 ust. 1 Wfd, a także art. 4:34 ust. 1 Wft.

²⁵ Pod względem pojęciowym por. *S.K. Marak, K. Poroś*, Ochrona konsumenta usług finansowych w świetle prawa wspólnotowego – wybrane zagadnienia, [w:] *B. Gneta* (red.), Ochrona konsumenta usług finansowych. Wybrane zagadnienia prawne, Warszawa 2007, s. 138–139. W prawie *common law* zob. *P. Cartwright*, Consumer protection in financial services: putting the law in context, [w:] *P. Cartwright* (ed.), Consumer protection in financial services, Hague–London–Boston 1999, s. 4 i n. W prawie niemieckim zob. *P. Bülow*, Aufklärungspflichten von Banken gegenüber Verbrauchern, NJ 2010, Nr 6, s. 222.

²⁶ Zob. wyr. SN z 18.7.2019 r., I CSK 587/17, MPH 2020, Nr 1, s. 45.

cyjnemu i kredytowemu) oraz instytucji z otoczenia obrotu giełdowego (dzięki potencjałowi lokacyjnemu i spekulacyjnemu). Względy aksjologiczne obecnej doby przemawiają na korzyść tendencji do surowszego traktowania przewinień profesjonalistów, nie wyłączając branży finansowej, osiągających zysk m.in. w oderwaniu od procesów sfery materialnej. Taka ocena – i idące w ślad za nią aprobowanie sankcji efektywnych i odstraszających od złych praktyk²⁷, jako jeden z odpowiednich i skutecznych środków zwalczania nieuczciwych praktyk handlowych²⁸ – zasadniczo mieści się w formule zasad współżycia społecznego XXI w. (m.in. zasady równości, sprawiedliwości społecznej) oraz wypierającej ją formule dobrych obyczajów (*pacta sunt servanda; alterum non laedere*).

§ 2. Zasadnicze kwestie dogmatyczne związane z indemnizacją szkód w stosunkach giełdowych

Odpowiedzialność odszkodowawcza instytucji finansowych zasługuje z pewnością na samodzielne opracowanie. Ograniczenie obszaru zainteresowania do stosunków giełdowych stwarza szczególnie obiecujące perspektywy badawcze, nie tylko ze względu na szczupłość opracowań zadanej tematyki w prawie polskim. Giełda i jej otoczenie, jako część rynku kapitałowego według art. 2 pkt 6 ustawy z 29.7.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym²⁹ oraz część rynku finansowego według art. 1 ust. 2 ustawy z 21.7.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym³⁰, niewątpliwie stanowi pole do nadużyć, a szkoda giełdowa może być – wstępnie, behawioralnie – traktowana jako uszczerbek w mieniu, którego wysokość zmienia się w miarę nadchodzących zmian kursów notowanych walorów i jest skutkiem różnie uzewnętrznianej winy sprawcy, przejawiającej się jako naruszenie równowagi stosunków giełdowych zachowaniem społecznie nieakceptowanym albo jako brak staranności w prowadzeniu na podstawie umowy cudzych spraw tego rodzaju. Na tej samej zasadzie kurs waluty – jego wzrost lub spadek w porównaniu z kursem

²⁷ Por. E. Łętowska, Co ujawnia dyskurs o kredytach frankowych, czyli o świadomym i nieświadomym uwikłaniu prawników, EPS 2020, Nr 4, s. 7.

²⁸ Por. A. Jabłonowska, Wpływ dyrektywy 2005/29/WE o nieuczciwych praktykach handlowych na krajowe normy proceduralne. Glosa do wyroku TS z dnia 19 września 2018 r., C-109/17, PPH 2019, Nr 11, s. 29; A. Jurkowska-Zeidler, Rola państwa w rozwiązywaniu kolizji interesów na rynku usług finansowych, GSP 2017, t. I, s. 187 i n.

²⁹ T.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 1400 ze zm.

³⁰ T.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 180 ze zm.

określonym w warunkach nowoczesnej transakcji finansowej (bankowej) – rozstrzyga o jej wyniku dla stron³¹.

Wkomponowany w to wstępne określenie szkody giełdowej element wahań kursów walorów giełdowych jest najbardziej charakterystycznym elementem konstrukcyjnym uszczerbków występujących w otoczeniu giełdy. Stąd też wzbudza zainteresowanie. Ta cecha jest zresztą symptomatyczna także dla uszczerbków w innych rodzajach mienia o wartości zmieniającej się w miarę upływu czasu (np. złota, bitcoinów³²). Osią dociekań stanie się zjawisko zmiany wysokości szkody jako konsekwencja następujących w czasie zmian wysokości kursów walorów giełdowych, spowodowanych przez uczestników obrotu giełdowego albo inne osoby, dokonujące czynności prawnych w obrocie giełdowym albo czynności relewantnych dla kursu waloru. Rozważania na ten temat bezpośrednio odnoszą się też do szkód w majątku składającym się z innych rodzajów mienia podatnego na zmiany wartości (m.in. złota, bitcoinów³³). W oczach laika zmiana wysokości kursów walorów giełdowych jest procesem, z którym należy się pogodzić, z rezygnacją zaakceptować, a nad skutkami przejść do porządku, z racji braku możliwości wywarcia efektywnego wpływu przez jednostkę na efekt zderzenia popytu i podaży wielkich mas majątkowych. Taki serwilizm jest charakterystyczny zwłaszcza w obliczu strat transakcyjnych, na ogół traktowanych jako wypadkowa braku większych umiejętności osiągania zarobku albo nawet jako cios losu. Straty należy znosić i wyciągać wnioski na przyszłość. Brak straty dla odmiany jest akceptowany mniej krytycznie, a zarobek jest na ogół źródłem entuzjazmu. Ujemny wynik dokonywanych czynności oraz brak pozytywnego wyniku w majątku finalnego nabywcy walorów giełdowych (tzw. inwestora) nie jest szkodą podlegającą naprawieniu. Jeżeli jednak tym efektem towarzyszy poprzedzające zdarzenie bezprawne przypisywane osobie prawa cywilnego, to pojawia się naturalne pytanie o to, czy sprawcy szkody można przypisać nie tylko skutki jego działań (zaniechań), ale również skutki ogólnogiełdowego procesu zmian kursowych, prowadzącego do tego, że wysokość szkody wraz z wahaniami kursów również

³¹ Por. uzasadnienie wyr. SN z 2.12.2005 r., II CK 287/05, Biul. SN 2006, Nr 5, poz. 10.

³² Szerzej na temat tego miernika wartości zob. *K. Zacharzewski*, Bitcoin jako przedmiot stosunków prawa prywatnego, MoP 2014, Nr 21, s. 1132 i n.; *tenże*, Praktyczne znaczenie bitcoina na wybranych obszarach prawa prywatnego, MoP 2015, Nr 4, s. 187 i n.

³³ Sprawy na tle niewykonania zobowiązania obejmującego obowiązek świadczenia bitcoinów przedostają się już przed oblicze wymiaru sprawiedliwości. Zob. np. wyrok holenderskiego Rechtbank Overijssel z 14.5.2014 r., C/08/140456 / HA ZA 13-255 (www.rechtspraak.nl; ref. no. ECLI:NL:RBOVE:2014:2667, dostęp: 11.4.2015 r.).

ulega zmianie³⁴. Wstępna odpowiedź na tak postawione pytanie może być wyłącznie pozytywna, o ile legitymowany czynnie w procesie o naprawienie szkody giełdowej udowodni wszystkie przesłanki powstania obowiązku naprawienia szkody i wysunie argumenty przekonujące sąd do zasądzenia obowiązku naprawienia szkody w sposób prowadzący do jej całkowitego naprawienia, samemu nie dając podstaw do zredukowania zakresu obowiązku naprawienia szkody. Zasada pełnej kompensacji (naprawienia całej szkody) jest jednak konstrukcją idealną (iluzoryczną), jako pewien model docelowy (postulatywny)³⁵. Nic więc dziwnego, że w niektórych sytuacjach „zaczyna przybierać postać fikcji prawnej”³⁶.

Nieco na przekór tym sceptycznym wypowiedziom głównym obiektem poszukiwań docelowych stanie się dostarczenie argumentów na potrzeby praktycznego urzeczywistnienia zasady pełnej kompensacji szkody. Wychodząc od uznania tej zasady za panującą także w stosunkach cywilistyczno-giełdowych (giełdowych stosunkach obligacyjnych), należy postawić pytanie o elementy konstrukcyjne stosunku odszkodowawczego, które wpływają na jej urzeczywistnienie. Prawo polskie dysponuje rozwiązaniami pozwalającymi skutecznie dochodzić naprawienia szkody (także giełdowej), ale można powiedzieć, że jest raczej przykładem modelu wyważonej oceny interesów poszkodowanego oraz osoby odpowiedzialnej. Krytyczna ocena tego modelu, wzmożona ostatnio w związku z pracami Komisji Kodyfikacyjnej nad nowym Kodeksem cywilnym oraz dyskusją nad kierunkami przeobrażeń, nie odbiera racji głównym założeniom prawa odszkodowawczego, chociaż nawiązuje do istotnych elementów decydujących o szczegółach. Wiele wskazuje na to, że w najbliższej przyszłości bez zmian zostanie pozostawiony układ przesłanek powstania obowiązku naprawienia szkody, chociaż z większym być może naciskiem

³⁴ Co dostrzega też doktryna anglosaska. Zob. *H. McGregor*, *McGregor on damages*, London 1997, s. 854.

³⁵ *W. Warkallo*, *Odpowiedzialność odszkodowawcza*, s. 17 i 121; por. także *E. Kowalewski*, *Odszkodowanie za ubytek wartości handlowej pojazdu po naprawie*, WU 2011, Nr 3, s. 29. Porównawcze wnioski na temat zasady pełnej kompensacji zob. *W. van Gerven, J. Lever, P. Larouche*, *Tort Law*, Oxford–Portland 2000, s. 770. W prawie niemieckim zob. np. *F. Halfpap*, *Der entgangene Gewinn. Dogmatik und Anwendung des § 252 BGB*, Frankfurt am Main–Berlin–Bern–New York–Paris–Wien 1999, s. 38 i n. W judykaturze zob. np. wyr. SA w Warszawie z 19.4.2018 r., VII AGa 259/18, *Legalis*, oraz z 29.5.2015 r., I ACa 1780/14, *Legalis*.

³⁶ *L. Stecki*, *Zasada pełnej kompensacji szkody. Zagadnienia wybrane*, [w:] *J. Bleszyński, J. Rajski* (red.), *Rozprawy z prawa cywilnego. Księga pamiątkowa ku Czci Witolda Czachórskiego*, Warszawa 1985, s. 231; por. także *B. Lewaszkiewicz-Petrykowska*, *Zasada pełnego odszkodowania (mity i rzeczywistość)*, [w:] *L. Ogiegło, W. Popiołek, M. Szpunar* (red.), *Rozprawy prawnicze. Księga pamiątkowa Profesora Maksymiliana Pazdana, Kraków 2005*, s. 1081; *E. Bagińska*, *Odpowiedzialność odszkodowawcza w razie niepewności związku przyczynowego. Studium prawnoporównawcze*, Toruń 2013, s. 27.

na eksponowaną ostatnio i wyemancypowaną przesłankę bezprawności³⁷. Postulaty sprowadzenia do wspólnego mianownika reżimu odpowiedzialności deliktowej i kontraktowej, w kierunku ich ujednoczenia (z różnymi uzasadnieniami³⁸), utraciły ostatnio na sile. Przyszły kształt kodyfikacji prawa cywilnego pod tym względem nie jest – w chwili obecnej – przesądzony. Wyraźnie dąży się jednak do przełamania różnic pomiędzy reżimami, m.in. poprzez przerwienie na sprawcę szkody ciężaru dowodu braku winy w pełnym zakresie stanów faktycznych, nie tylko zaś w zakresie odpowiedzialności kontraktowej³⁹, poprzez skorzystanie z dobrodziejstw dłuższych terminów przedawnienia roszczeń deliktowych w porównaniu z roszczeniami z tytułu niewykonania zobowiązania⁴⁰, czy też poprzez przyznanie dłużnikowi *ex contractu* roszczenia o zapłacenie za doświadczenie za krzywdę doznaną w związku z niewykonaniem albo nienależytym wykonaniem zobowiązania⁴¹.

³⁷ Komisja Kodyfikacyjna Prawa Cywilnego pracuje nad księgą drugą projektu Kodeksu cywilnego. W październiku 2010 r. przepis otwierający na temat deliktów brzmiał następująco: „Kto bezprawnym działaniem, z winy swej wyrządził drugiemu szkodę, obowiązany jest do jej naprawienia” (księga druga, tytuł IX projektu KC; maszynopis powielany; projekt księgi drugiej nowego Kodeksu cywilnego sygnowany przez KKPC nie został ogłoszony). Szerzej zob. *J. Kondek*, *Bezprawność jako przesłanka odpowiedzialności odszkodowawczej*, Warszawa 2013, s. 51 i n.

³⁸ Zob. w dawniejszej literaturze *J. Winiarz*, *Ustalenie wysokości odszkodowania*, Warszawa 1962, s. 26; *A. Ohanowicz*, *Zbieg norm w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1963, s. 101 i n.; *W. Warkalło*, *Odpowiedzialność odszkodowawcza*, s. 223; *T. Dybowski*, [w:] *Z. Radwański* (red.), *System Prawa Cywilnego*, t. 3, cz. 1, *Prawo zobowiązań – część ogólna*, Ossolineum 1981, s. 185 i 218.

³⁹ Zob. *A. Śmieja*, *Odpowiedzialność deliktowa za własne i cudze czyny – uwagi de lege ferenda*, [w:] *M. Nesterowicz* (red.), *Czyny niedozwolone w prawie polskim i prawie porównawczym. Materiały IV Ogólnopolskiego Zjazdu Cywilistów*. Toruń 24–25 czerwca 2011 r., Warszawa 2012, s. 546; *L. Bosek*, *Szkoda i związek przyczynowy w sprawach bezprawia legislacyjnego*, SI 2007, t. 47, s. 41. Por. także wyr. BGH z 8.5.2012 r., XI ZR 262/10, BKR 2012, s. 368.

⁴⁰ Dzięki aktywności judykatury w kierunku kwalifikowania jako delikt przypadków niewykonania zobowiązania. Zob. np. *W. Robaczyński*, *P. Księżak*, *Niewykonanie lub nienależyte wykonanie zobowiązania jako czyn niedozwolony*, [w:] *M. Nesterowicz* (red.), *Czyny niedozwolone w prawie polskim i prawie porównawczym. Materiały IV Ogólnopolskiego Zjazdu Cywilistów*. Toruń 24–25 czerwca 2011 r., Warszawa 2012, s. 338; zob. także wyr. SN z 20.5.2005 r., III CK 661/04, Biul. SN 2005, Nr 9, poz. 21; wyr. SN z 19.12.2007 r., V CSK 340/07, PB 2008, Nr 5, s. 11, z głosem *T. Czecha*, PB 2008, Nr 9, s. 41; wyr. SN z 16.1.2008 r., IV CSK 380/07, OSNC-ZD 2008, Nr 4, poz. 102; wyr. SN z 19.11.2009 r., IV CSK 257/09, OSNC 2010, Nr 5, poz. 81 oraz na tle tego samego stanu faktycznego wyr. SN z 21.10.2010 r., IV CSK 236/10, MoPB 2011, Nr 10, s. 33; wyr. SN z 27.6.2012 r., II CSK 636/11, Biul. SN 2012, Nr 9, poz. 8. Zob. także *J. Jastrzębski*, *Głosa do wyroku SN z 1.12.2006 r.*, I CSK 315/06, *Głosa 2007*, Nr 2, s. 45.

⁴¹ Zob. na tle szkód medycznych wyr. SN z 17.12.2004 r., II CK 303/04, OSP 2005, Nr 11, poz. 131, z głosami *M. Świdorskiej*, OSP 2005, Nr 11, poz. 131 oraz *M. Nesterowicza*, PS 2006, Nr 6, s. 138.

Te znaczące udogodnienia dla poszkodowanego z pewnością zmierzają w kierunku pełniejszego urzeczywistnienia zasady naprawienia całej szkody (*vollen Schadensersatz; vollständige Rückabwicklung*⁴²) i być może staną się kiedyś rzeczywistością normatywną. Pomyślna indemnizacja szkód o wysokości uzależnionej od faktu zmian wysokości kursów walorów giełdowych napotyka na swojej drodze dylematy pojawiające się przede wszystkim przy ocenie wysokości szkody w zakresie strat i korzyści (art. 361 § 2 KC) oraz związku przyczynowego (art. 361 § 1 KC), głównie pod kątem oceny normalności zmian kursów walorów giełdowych wraz z upływem czasu jako zdarzeń rzutujących na wysokość szkody podlegającej naprawieniu, ale niezależnych od sprawcy i od poszkodowanego, a także oceny własnej aktywności poszkodowanego na podstawie dowodu w postaci jego twierdzeń (przesłuchania) oraz innych środków dowodowych. Istotna dla określenia zakresu obowiązku odszkodowawczego jest też ocena przewidzianych w art. 363 § 2 KC „nadzwyczajnych okoliczności” upoważniających do przyjęcia za podstawę wysokości odszkodowania „cen istniejących w innej chwili” niż „data ustalenia odszkodowania”. Ocena podwyższonej miary staranności, uwzględniana przede wszystkim w związku z identyfikacją przedmiotu i treści zobowiązania ze względu na powinności umowne (w fazie wykładni zobowiązania) oraz z wykonywaniem już ustalonych powinności umownych, pozwala uzyskać wniośki istotne nie tylko dla reżimu odpowiedzialności kontraktowej⁴³, ale i deliktowej⁴⁴. Na tych wszystkich płaszczyznach wybijają się też problemy natury procesowej, głównie w zakresie swobodnej oceny dowodów (art. 233 KPC) oraz dylematu ścisłego respektowania spoczywającego na legitymowanym czynnie obowiązku dowodowego (art. 6 KC)⁴⁵, względnie stopnia jego zliberalizowania (art. 322 oraz art. 231 KPC).

⁴² Por. G. Spindler, Haftung für fehlerhafte und unterlassene Kapitalmarktinformationen – ein weiterer Meilenstein, NZG 2012, Nr 15, s. 579.

⁴³ W tezie wyr. SA w Poznaniu z 27.1.2011 r., I ACa 989/10, Legalis, zawarto myśl: „firma inwestycyjna jest obowiązana, świadcząc usługę maklerską, brać pod uwagę najlepiej pojęty interes klienta”. Zob. także art. 83a ust. 3 ObrInstrFinU. Analogiczne rozwiązanie przewiduje m.in. prawo Republiki Południowej Afryki (zob. art. 32 ust. 1 FMA) oraz prawo australijskie (zob. art. 961B CA 2001).

⁴⁴ Por. np. wyr. SN: z 20.1.2005 r., II CK 375/04, PB 2005, Nr 12; z 20.5.2005 r., III CK 661/04, Biul. SN 2005, Nr 9, poz. 21; z 19.12.2007 r., V CSK 340/07, PB 2005, Nr 5, s. 11; z 16.1.2008 r., IV CSK 380/07, OSNC-ZD 2008, Nr 4, poz. 102; z 19.11.2009 r., IV CSK 257/09, OSNC 2010, Nr 5, poz. 81, oraz na tle tego samego stanu faktycznego wyr. SN z 21.10.2010 r., IV CSK 236/10, MoPB 2011, Nr 10, s. 33; wyr. SA w Warszawie z 4.12.2008 r., VI ACa 389/08, MoPB 2011, Nr 1, z głosa K. Zacharzewskiego, MoPB 2011, Nr 7–8, s. 34 i n.

⁴⁵ Zob. w tej mierze, w sprawie giełdowej, wyr. SN z 25.3.2009 r., V CSK 407/08, Legalis. Szerzej zob. także K. Krupa-Lipińska, Związek przyczynowy jako przesłanka odpowiedzialności z tytułu czynów niedozwolonych, Warszawa 2020, s. 129 i n.

Nie będzie większej przesady w stwierdzeniu, że problematyka naprawienia szkody giełdowej jak w soczewce koncentruje problemy charakterystyczne dla całego prawa odszkodowawczego. Trzeba też od razu przyznać, że – paradoksalnie – jednoznacznej oceny zdarzeń bezprawnych w realiach giełdowych nie ułatwia wysoki poziom rozwoju prawa polskiego, w wymiarze doktrynalnym i judykacyjnym, a także zestawienie rodzimych zapatrywań z osiągnięciami zagranicznymi. Interpretacja klasycznych problemów cywilistycznych prowadzi niekiedy do rozbieżnych wniosków właśnie dzięki temu, że za pomocą odpowiednio wyselekcjonowanych argumentów można uzasadnić każdą tezę, co z kolei nie służy trwałemu utrzymaniu jednolitej linii orzeczniczej i stwarza przeszkody na drodze do wypracowania uniwersalnego schematu orzekania w sprawach takiego samego rodzaju z identycznym elementem istoty sporu. Takie są jednak konsekwencje pluralizmu poglądów, wolności nauki, niezawisłości sędziego oraz umiejętności retorycznych stron kontradiktoryjnego procesu cywilnego. Teorie naukowe są pożyteczne, o ile znajdują finalną akceptację w fazie sądowego stosowania prawa⁴⁶. Polski rynek kapitałowy z powodzeniem aspiruje do miana dojrzałego, chociaż jego nowoczesny byt sięga dopiero ćwierćwiecza. Jak się wydaje, właśnie dzięki temu przed oblicze sądów najwyższych instancji nie trafiały jeszcze „sprawy giełdowe” w takiej ilości i rozpiętości ciężaru gatunkowego, ażeby sądy musiały stawać przed dylematem zmiany wcześniej obranego kierunku (linii orzeczniczej). To dobra wiadomość, ponieważ w tych nowych (precedensowych) sprawach polski wymiar sprawiedliwości zachowuje znaczną powściągliwość i dzięki temu trudno o przykłady orzeczeń zasługujących na jednoznacznie negatywny komentarz glosatorski. Specyfika sądownictwa administracyjnego i przesłanki kontroli decyzji administracyjnych w trybie instancyjnym nasuwają zresztą sobie właściwe problemy jurydyczne, niespotykane w postępowaniu przed sądami powszechnymi.

Taki optymistyczny wydawałoby się stan rzeczy nie zwalnia jednak od podjęcia trudu wykazania palety dopuszczalnych rozwiązań kwestii dogmatycznych oraz odszukania dla nich najlepszych pragmatycznych uzasadnień w dotychczasowym dorobku nauki prawa, wymiaru sprawiedliwości oraz praktyki prawniczej. Sprawy sporne z dziedziny bankowo-giełdowej nie bez racji zaliczane są do kategorii zawikłanych jurydycznie, a w związku z niedostatecznym wciąż natężeniem niekwestionowanych punktów odniesienia w orzecznictwie sądów najwyższych instancji skrupulatna kalkulacja szans wygrania procesu decyduje w ogóle o jego wsz-

⁴⁶ Taki jest z pewnością wydźwięk nawiązania przez *T. Dybowskiego* do „przyjętej koncepcji uwzględnionego związku przyczynowego”. Zob. *T. Dybowski*, [w:] *Z. Radwański* (red.), *System Prawa Cywilnego*, t. 3, cz. 1, s. 218.

części. Charakterystyczną miarą praktycznych trudności jest chociażby wstępna niepewność potencjalnego powoda co do zakresu zaplanowanych do wysunięcia żądań procesowych, a to z kolei przekłada się na obliczenie wysokości opłaty sądowej stosunkowej, uzależnionej od wartości przedmiotu sporu⁴⁷ – w sytuacji, gdy wysokość szkody giełdowej ulega ciągłym zmianom, a wyrok zapadnie w nieokreślonej przyszłości. Osobnym problemem o znacznej praktycznej doniosłości jest też podjęcie przez powoda decyzji o wystąpieniu z wnioskiem o zabezpieczenie powództwa, ponieważ może to być (np. w przypadku blokady rachunku instrumentów finansowych) źródłem takiej szkody w majątku pozwanego⁴⁸, która również będzie miała status szkody giełdowej, ze względu na skorelowanie jej wysokości z wysokością kursów walorów giełdowych. Te przykładowo wywołane kwestie – oprócz istotnych z perspektywy procesowej, np. w zakresie jurysdykcji w przypadku szkód wyrządzonych przez osobę z siedzibą za granicą (np. członka zarządu instytucji finansowej⁴⁹), w zakresie prawa właściwego, w zakresie ewentualnego współsprawstwa przypisywanego konglomeratom finansowym⁵⁰ – świadczą o istotnym znaczeniu rozważań nad szkodą giełdową i jej naprawieniem nie tylko dla praktyki wymiaru sprawiedliwości, ale przede wszystkim dla uczestników giełdowych stosunków obligacyjnych, występujących w konfiguracjach obustronnie albo jednostronnie podmiotowo kwalifikowanych ze względu na status profesjonalisty.

Identyfikację podstawowych problemów praktycznych związanych z indemnizacją szkód w stosunkach giełdowych należy zwieńczyć refleksją zamykającą. Zawodzą bowiem próby uporządkowania katalogu stanów faktycznych z elementem uszczerbku podatkowego na zmiany pod wpływem wahań kursów giełdowych na podstawie niezawodnych kryteriów i zakwalifikowania ich do grup o jasno określonych konturach, zwłaszcza pod względem sposobu obliczenia wysokości szkody podlegającej naprawieniu. W praktyce występują takie zdarzenia szkodo-

⁴⁷ Zob. art. 13 ust. 1 ustawy z 28.7.2005 r. o kosztach sądowych w sprawach cywilnych (t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 755 ze zm.).

⁴⁸ Szerzej zob. *M. Bączyk*, Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną wykonaniem zabezpieczenia w postępowaniu zabezpieczającym, [w:] *J. Gudowski, K. Weitz* (red.), *Aurea praxis, aurea theoria*. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Tadeusza Erecińskiego, Warszawa 2011, s. 2105 i n.; *R. Szostak*, Z problematyki odpowiedzialności odszkodowawczej przedsiębiorcy za nadużycie środków ochrony procesowej, *PPH* 2011, Nr 2, s. 51 i n.

⁴⁹ Por. *A. Guzewicz*, Jurysdykcja szczególna w sprawach odpowiedzialności członków zarządu – uwagi na tle orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości w kontekście art. 5 pkt 1 i 3 rozporządzenia nr 44/2001, *EPS* 2016, Nr 10, s. 45.

⁵⁰ Te i inne płaszczyzny na tle procesów przeciwko agencjom ratingowym wyodrębniła *W. Däubler*, *Rechtsschutz gegen Giganten?*, *NJW* 2013, Nr 5, s. 282.

genne, które odnoszą się do waloru giełdowego albo kursu waloru i są źródłem uszczerbku zmieniającego się labilnie i równoległe z wahaniami kursów walorów giełdowych. Występują też takie uszczerbki, które uderzają w walor albo jego kurs, ale nie towarzyszy im efekt w postaci wielokierunkowej oscylacji. Nie w każdym przypadku można więc zetknąć się z trudnościami związanymi z oceną żądań wysuniętych przez legitymowanego czynnie i w związku z tym z obliczeniem wysokości szkody.

Trudności nie występują zwłaszcza wówczas, gdy powstanie szkoda „konwencjonalna”, stabilna pod względem wysokości albo zmieniająca się wraz z upływem czasu, ale jednokierunkowo. Określenie jej wysokości oraz sposobu naprawienia nie wiąże się z zasadniczymi problemami, ponieważ poszkodowany może żądać restytucji albo odszkodowania pieniężnego i nie występują przesłanki do odstąpienia od zasady restytucji według art. 363 § 1 zd. 2 KC albo od zasady ustalenia odszkodowania według cen z daty ustalenia odszkodowania według art. 363 § 2 KC, czyli nie występują podstawy sformułowania takiego zarzutu przez pozwanego. Rozstrzyga sytuacja *in concreto*.

Rozważania na temat oceny roszczeń poszkodowanego oraz obliczenia wysokości szkody giełdowej podlegającej naprawieniu odnoszą się przede wszystkim do przypadków charakterystycznych ze względu na różnokierunkowe zmiany wysokości szkody po jej powstaniu, dające się zaobserwować w momentach zwrotnych z perspektywy sekwencji czynności procesowych, czyli pomiędzy powstaniem materialnej podstawy wszczęcia procesu a uprawomocnieniem się orzeczenia. W praktyce dość często okazuje się, że uszczerbek przedstawia różne wartości w chwili nadejścia skutków zdarzenia bezprawnego, wezwania do spełnienia świadczenia, wszczęcia procesu, zamknięcia rozprawy przed sądem pierwszej instancji, zaskarżenia orzeczenia, zamknięcia rozprawy przed sądem drugiej instancji, zaskarżenia kasacją, wydaniem orzeczenia przez Sąd Najwyższy i wreszcie w chwili ponownego wydania orzeczenia przez sąd *meriti*. Właśnie tak przedstawiające się stany faktyczne stanowią najwładźniejsze tło rozważań na temat szkody giełdowej i jej naprawienia, a ich ocena jest też źródłem najpoważniejszych dylematów jurydycznych.

§ 3. Uregulowane elementy stosunku odszkodowawczego w stosunkach giełdowych

I. Prawo polskie

Współczesny rynek finansowy jest determinowany przez dwie podstawowe, antagonistyczne idee kierunkowe: liberalizację i zapewnienie tzw. bezpieczeństwa obrotu⁵¹, a ich refleksem w przestrzeni normatywnej jest zjawisko deregulacji oraz zjawisko przeregulowania (m.in. w zakresie sprawowania nadzoru przez organy administracji). Przełożenie tych przeciwstawnych tendencji na płaszczyznę odpowiedzialności odszkodowawczej w stosunkach giełdowych prowadzi do wniosku, że liberalizacji i deregulacji z pewnością nie można rozumieć jako pełnej swobody przy świadczeniu usług finansowych, z wkomponowanym elementem braku albo istotnego ograniczenia odpowiedzialności odszkodowawczej jako jednego z założeń tej swobody. Rozluźnienie odpowiedzialności odszkodowawczej nie jest *de lege lata* pożądane, właśnie ze względu na dążenie do zapewnienia tzw. bezpieczeństwa obrotu. W związku z tym w skali światowej, europejskiej i krajowej, na gruncie legislacyjnym, w orzecznictwie i doktrynie, eksponowana jest niedopuszczalność ograniczeń i wyłączeń odpowiedzialności odszkodowawczej instytucji finansowych względem kontrahenta nieprofesjonalnego. Niezależnie od tej tendencji władza ustawodawcza coraz wszechstronniej kształtuje normatywnie przypadki odpowiedzialności odszkodowawczej, przede wszystkim nadając odpowiednią rangę zdarzeniom zasługującym na miano zdarzeń bezprawnych. O ile jednak ta tendencja legislacyjna dotyczy pierwszej przesłanki powstania obowiązku naprawienia szkody (dając asumpt normatywnemu katalogowi źródeł szkody giełdowej), to przesłanki druga i trzecia bywają regulowane incydentalnie i niespójnie w szerszej skali. W tym zakresie trudno też dostrzec podstawę uogólnień w skali prawnoporównawczej, ze względu na różnice w partykularnych porządkach prawnych. Pomimo tego tendencje wiodące rysują się wyraźnym konturem.

De lege lata kształtuje się spostrzeżenie, że regulacje normatywne w prawie polskim koncentrują się przede wszystkim na zagadnieniu zdarzenia szkodogennego (definiując je, przynajmniej projektująco) oraz na zagadnieniach towarzyszących, a mianowicie na kręgu osób zobowiązanych do naprawienia szkody oraz na niedopuszczalności wyłączenia albo ograniczenia odpowiedzialności. Można powiedzieć, że obecne regulacje odpowiedzialności odszkodowawczej w dziedzinie giełdowej mają cha-

⁵¹ Szerzej K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2019, s. 44.

Przejdź do księgarni →