

Ochrona nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego w Polsce

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Wstęp

Przeobrażenia rynku finansowego, wynikające z dynamicznych przemian społecznych i rozwoju technologii cyfrowych sprawiają, że problematyka ochrony jego uczestników stała się jednym z kluczowych zagadnień prawa rynku finansowego. Współczesny człowiek uczestniczy w skomplikowanym i często trudnym do zrozumienia systemie finansowymi. Ponosi coraz większą odpowiedzialność za wybory podejmowane w warunkach niepewności i nieświadomianego ryzyka. Dzieje się to w środowisku charakteryzującym się istotną asymetrią pozycji rynkowej między profesjonalnymi a nieprofesjonalnymi uczestnikami rynku finansowego. Podejmowane wybory nierzadko wywołują dalekosiężne skutki, wpływając na zdolność jednostki do realizacji podstawowych funkcji społeczno-ekonomicznych.

Zapewnienie odpowiedniego poziomu ochrony podmiotom znajdującym się w słabszej pozycji rynkowej oddziałuje nie tylko na ich indywidualną sytuację prawną i faktyczną. Ma istotne znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania rynku, w szczególności jego stabilności i bezpieczeństwa. Powszechnie przyjmuje się, że jedną z przyczyn globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009 była niewłaściwa ochrona kredytobiorców, którym oferowano tzw. kredyty *subprime*, oraz inwestorów nabywających instrumenty finansowe obciążone wysokim ryzykiem, ale postrzeganych jako bezpieczne, z uwagi na nadawane im wysokie oceny ratingowe.

Współczesne badania nad prawem rynku finansowego coraz wyraźniej akcentują konieczność wyodrębnienia szczególnego reżimu ochronnego podmiotów nieprofesjonalnych. Jego znaczenie rośnie w obliczu narastających asymetrii między uczestnikami rynku, złożoności oferowanych produktów finansowych, digitalizacji procesów dystrybucji oraz wykorzystania technologii przekraczających możliwości poznawcze przeciętnego uczestnika, takich jak algorytmy decyzyjne czy sztuczna inteligencja. W literaturze przedmiotu coraz częściej akcentuje się potrzebę wprowadzenia zintegrowanych ram ochronnych, których fundamentem powinna być refleksja nad rzeczywistymi cechami podmiotu ochrony. Badania kognitywne, rozwijane pierwotnie w psychologii, a obecnie istotne także dla ekonomii i nauk prawnych, wskazują na systemowe i przewidywalne błędy poznawcze ludzi, które wpływają na dokonywane przez nich wybory.

Tradycyjna doktryna prawa konsumenckiego opiera się na założeniu, że ochrona przysługuje osobom fizycznym działającym poza zakresem działalności gospodarczej. Ma w przeważającej mierze charakter reaktywny, polegający na interwencji prawnej dopiero po naruszeniu interesów konsumenta. W obliczu rosnącej złożoności rynku finansowego koncepcja ta okazuje się coraz mniej skuteczna i trudniejsza do uzasadnienia z aksjologicznego punktu widzenia. Zasadne staje się zatem zdefiniowanie na nowo

podmiotu ochrony na rynku finansowym i odejście od klasycznej kategorii konsumenta na rzecz szerszej grupy uczestników. Symptomy tego procesu dostrzegalne są w regulacjach prawnych, które coraz częściej posługują się alternatywnymi konstrukcjami normatywnymi. Prowadzi to jednak do braku terminologicznej spójności i utrudnia dogmatyczną identyfikację słabszej strony stosunku prawnego na rynku finansowym.

Konieczna staje się zmiana perspektywy w analizie ochrony uczestników rynku finansowego z tradycyjnego modelu opartego na formalnych kategoriach konsumencjkich na funkcjonalne ujęcie ochrony uczestnika nieprofesjonalnego. Takie podejście prowadzi do redefinicji aksjologii ochrony w prawie finansowym, przesuując akcent z ochrony konsumenckiej w stosunkach cywilnoprawnych na koncepcję odporności systemowej. Uczestnik nieprofesjonalny postrzegany jest nie tylko jako słabsza strona w relacji kontraktowej, lecz także jako istotny element systemu finansowego.

Niniejsza monografia stanowi próbę sformułowania dogmatycznie i aksjologicznie spójnej koncepcji ochrony nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego. W badaniach zastosowano podejście holistyczne, obejmujące analizę pojęciową i aksjologiczną rynku finansowego oraz instrumentów jego regulacji. Podejście to wpisuje się w nurt współczesnej teorii prawa rynku finansowego, która nie ogranicza się do opisu normatywnego, lecz podejmuje refleksję nad rolą prawa jako narzędzia kształtowania i ochrony ładu społeczno-ekonomicznego w dobie dynamicznych przemian technologicznych i globalizacyjnych.

Główną tezę monografii jest założenie, iż ochrona nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego wymaga systemowego podejścia normatywnego, ujmującego podmiot ochrony nie przez jego formalny status, lecz przez rzeczywistą pozycję negocjacyjną i poznawczą. Uzasadnieniem konstrukcji ochronnych jest strukturalna nierówność kontraktowa charakterystyczna dla relacji między uczestnikami profesjonalnymi a nieprofesjonalnymi, wywołana zarówno asymetrią informacji, jak i uniwersalnymi ograniczeniami poznawczymi ludzi. Celem ochrony nie jest uprzywilejowanie uczestnika nieprofesjonalnego, lecz przywrócenie równowagi kontraktowej poprzez instrumenty prawne kompensujące tę nierówność, przy aktywnym zaangażowaniu kompetentnych instytucji publicznych.

Dla przeprowadzenia rozważań wyróżniono sześć obszarów badawczych, stanowiących logiczną sekwencję zagadnień determinujących sposób ochrony nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego. Znalazło to odzwierciedlenie w strukturze monografii, w której poszczególne zagadnienia badawcze opisane są osobnych rozdziałach zakończonych podsumowaniem.

Niezbędna była identyfikacja rzeczywistych cech uczestnika, w tym jego uwarunkowań behawioralnych, które stanowią klucz do zrozumienia jego słabszej pozycji kontraktowej. W ramach badań przeprowadzono krytyczną analizę definicji konsumenta, ze szczególnym uwzględnieniem jej adekwatności wobec specyfiki stosunków występujących na rynku finansowym. Celem tej analizy była ocena, czy obecne ujęcie normatywne pojęcia konsumenta stanowi wystarczające narzędzie ochrony, czy też jego zakres i funkcje wymagają rekonstrukcji w świetle przemian zachodzących na rynku fi-

nansowym. Uwzględniono czynniki wpływające na słabszą pozycję rynkową nieprofesjonalnych uczestników tego rynku, wynikające z asymetrii wiedzy i informacji, ograniczeń poznawczych oraz podatności na czynniki emocjonalne i behawioralne. Potrzeba ochrony wiąże się również z rosnącym ufinansowaniem uczestników rynku, powodującym nie tylko coraz częstsze korzystanie z usług finansowych, lecz także zwiększoną odpowiedzialność za podejmowane decyzje.

Postępująca złożoność rynku finansowego, potęgowana dynamicznym rozwojem technologicznym wpływa bezpośrednio na potrzebę ochrony jego uczestników. W ramach prowadzonych rozważań zidentyfikowano cechy rynku finansowego, które dotychczas nie były w pełni ujmowane w jego tradycyjnym ujęciu, a powinny zostać uwzględnione w regulacjach dotyczących ochrony jego nieprofesjonalnych uczestników. Za istotne uznano wyzwania regulacyjne związane z dynamicznym rozwojem technologii, w tym sztucznej inteligencji, algorytmów, technologii rozproszonego rejestru oraz upowszechniania się kryptoaktywów. Poddano analizie konsekwencje globalizacji, która ułatwia przepływ kapitału i usług, ale jednocześnie sprzyja transferowi ryzyka. Uwzględniono również mechanizmy wzajemnego oddziaływania między wymogami zrównoważonego rozwoju a rynkiem finansowym i jego uczestnikami.

Rekonstrukcja aksjologii prawa rynku finansowego umożliwiła rozważenie zakresu ochrony nie tylko na gruncie regulacji prawnych, lecz także na bardziej fundamentalnej płaszczyźnie wartości, które powinny stanowić podstawę tworzenia i stosowania prawa. Pozwoliło to na określenie granic odpowiedzialności regulacyjnej państwa oraz proporcjonalności przyjętych środków, zapewniających systemową spójność ochrony.

Współczesne państwo dysponuje rozbudowanym katalogiem środków regulacyjnych, obejmującym nie tylko konstytucyjnie ujęte źródła prawa, lecz także inne formy interwencji. Należą do nich projektowanie architektury wyboru, stosowanie mechanizmów zachęt (*nudge*) czy wykorzystywanie regulacji *soft law*. Kształtują one zachowania uczestników rynku często w sposób bardziej elastyczny i prewencyjny niż tradycyjne formy regulacji prawnych. Celem podjętych badań było ustalenie zakresu oraz intensywności, z jaką państwo powinno ingerować w mechanizmy rynku w celu zapewnienia adekwatnej ochrony uczestnikom nieprofesjonalnym. Analiza objęła także rekonstrukcję struktury regulacji prawa rynku finansowego poprzez identyfikację jego źródeł oraz metod badawczych właściwych tej gałęzi prawa, ze szczególnym uwzględnieniem zasadności zastosowania ekonomiczno-behawioralnej analizy prawa jako podejścia umożliwiającego pełniejszą ocenę funkcji i skutków regulacji.

Niezbędne było dokonanie oceny instrumentów ochrony nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego. Przedmiotem rozważań stały się obowiązki informacyjne, których zadaniem jest kompensowanie asymetrii informacji. Ich skuteczność jest w znacznym stopniu uzależniona od poziomu wiedzy, doświadczenia i zasobów poznawczych uczestników rynku, co uzasadniło badania dotyczące roli edukacji finansowej. Z perspektywy systemowej istotne było określenie roli prawa do odstąpienia od umowy jako mechanizmu korygującego zniekształcenia decyzyjne. Analizą objęto także publicznoprawne instrumenty interwencyjne i nadzorcze, służące zwalczaniu

nieuczciwych praktyk rynkowych oraz eliminowaniu nieuczciwych warunków umownych, a także funkcję funduszy gwarancyjnych jako elementu architektury bezpieczeństwa finansowego, kompensującego skutki utraty stabilności przez instytucje finansowe.

System ochrony nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego wymaga spójnej i skoordynowanej instytucjonalnej sieci ochrony, opartej na niezależnych i kompetentnych organach publicznych. Uzasadniło to podjęcie badań nad wyodrębnieniem instytucji publicznych istotnych dla ochrony nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego oraz analizy przysługujących im kompetencji, umożliwiając ocenę skuteczności i efektywności ich działania. Instytucje te stanowią wyraz społecznej troski o ochronę słabszej strony kontraktu, utrwaloną w normach i procedurach. Szczególną uwagę poświęcono instytucjom odgrywającym kluczową rolę zarówno w stosowaniu prawa, jak i w jego kształtowaniu: organom nadzoru (w szczególności KNF), Rzecznikowi Finansowemu oraz Prezesowi UOKiK.

Wnioski niniejszej publikacji stanowią uogólnienie rozważań autora w zakresie:

- 1) konstrukcji prawnej nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego;
- 2) pojęcia rynku finansowego i jego funkcji
- 3) wartości konstytuujących ład normatywny rynku finansowego;
- 4) roli państwa i prawa w kształtowaniu mechanizmów ochronnych;
- 5) instrumentów służących ochronie nieprofesjonalnych uczestników oraz
- 6) instytucji publicznych odpowiedzialnych za jej realizację.

Przedstawione wnioski mają charakter otwarty i powinny pozostać przedmiotem dalszej krytycznej refleksji. Jest to szczególnie istotne wobec zmienności realiów społeczno-gospodarczych, dynamicznego rozwoju technologii oraz ewolucji poglądów dotyczących racjonalności, poznania, aksjologii i modelu państwa w ujęciu prawnym.

Badania przeprowadzone na potrzeby niniejszej monografii wpisują się w nurt metodologii nauk prawnych, z silnym komponentem interdyscyplinarnym. Wybór metod badawczych podyktowany był chęcią uchwycenia rzeczywistych mechanizmów funkcjonowania rynku finansowego w kontekście ochrony nieprofesjonalnych uczestników tego rynku.

Podstawę metodologiczną stanowiła metoda dogmatycznoprawna, polegająca na badaniu przepisów prawa, z wykorzystaniem instrumentarium wykładni prawa: językowej, systemowej, funkcjonalnej oraz teleologicznej. Analizą objęto zarówno krajowy, jak i uijny porządek prawny, z uwzględnieniem dynamicznych zmian zachodzących pod wpływem procesów globalizacyjnych i technologicznych.

Dla oceny skuteczności i adekwatności regulacji prawnych zastosowano metodę funkcjonalną. Pozwoliła ona przeanalizować regulacje jako narzędzie interwencji w mechanizmy rynkowe, a jej celem było ustalenie, w jakim zakresie prawo realizuje cele społeczne, gospodarcze i aksjologiczne. W ramach podejścia funkcjonalnego wykorzystano również metody ekonomicznej i behawioralno-ekonomicznej analizy prawa (*law and economics, behavioral law and economics*). Ich zastosowanie umożliwiło uwzględnienie motywacji, ograniczeń poznawczych oraz racjonalności zachowań jed-

nostek działających na rynku finansowym w świetle aktualnego dorobku nauk empirycznych.

Dla przeprowadzenia badań naukowych istotne były osiągnięcia innych nauk, zwłaszcza ekonomii i psychologii. Pozwoliły one pogłębić analizę prawa, w szczególności przez próbę opisu znaczenia behawioralno-ekonomicznej analizy prawa. Interdyscyplinarne odwołanie się do tych dziedzin było niezbędne dla określenia ram optymalnego poziomu ochrony. Przede wszystkim umożliwiło stworzenie prawdziwej, niewyidealizowanej koncepcji prawnej nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego.

Odnosząc się do innych gałęzi nauk, dokonano wszechstronnego przeglądu literatury, opierając się na wynikach badań uznanych za mające istotny wpływ na opis funkcjonowania rynków finansowych. Najcenniejszym źródłem wiedzy w zakresie ekonomii behawioralnej były artykuły wybitnych ekonomistów i psychologów publikowane w renomowanych czasopismach naukowych. Stosunkowo krótka historia tej dziedziny narzuca jednak pewne ograniczenia, w tym brak publikacji syntetyzujących dotychczasowe badania, przeważają opracowania poświęcone poszczególnym obszarom szczegółowym. W pracy wykorzystano przede wszystkim teorie formułowane przez *H. Simona*, *G. Akerlofa*, *M. Spence'a*, *J. Stiglitz*a, *D. Kahnemana*, *R. Shillera* oraz *R. Thaler*a. Wszyscy wymienieni badacze są laureatami Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii, za prace poświęcone zjawiskom związanym z ekonomią behawioralną.

Przyjęcie interdyscyplinarnego podejścia oraz holistycznej oceny ochrony nieprofesjonalnego uczestnika rynku finansowego stanowiło nie tylko niezbędne narzędzie badawcze. Było także wyrazem dostrzeżenia zmian mechanizmów działania rynku finansowego w dobie transformacji cyfrowej, w aspekcie nowej koncepcji podstaw procesów decyzyjnych człowieka, zachodzących na rynku charakteryzującym się znacznym stopniem niepewności i ryzyka.

Monografia została w przeważającej mierze poświęcona zagadnieniom, które podlegają lub powinny podlegać ochronie prawa publicznego. Uwzględniono również te rozwiązania cywilnoprawne, które wymagają uregulowania na poziomie systemowym lub instytucjonalnym. Poruszona w monografii problematyka ujawniła wiele interesujących i ważnych obszarów badawczych, których rozwinięcie z pewnością przyczyniłoby się do rozwoju polskiej nauki prawa, a które pozostają poza zakresem niniejszego opracowania. Poniżej wskazano wybrane zagadnienia, które w ocenie autora wymagają pogłębionych badań w ramach kolejnych projektów badawczych.

W monografii podjęto rozważania dotyczące wpływu technologii cyfrowych, w tym sztucznej inteligencji, na funkcjonowanie rynku finansowego. Postępująca cyfryzacja usług finansowych, rozwój algorytmicznych modeli oceny ryzyka oraz automatyzacja procesów decyzyjnych generują nowe wyzwania regulacyjne i systemowe. Zjawiska te prowadzą do konieczności uaktualnienia podstawowych koncepcji prawa rynku finansowego, takich jak odpowiedzialność organów nadzoru i podmiotów nadzorowanych, ryzyko systemowe, przejrzystość procesów decyzyjnych czy zasada proporcjonalności w regulacjach nadzorczych. Niezbędne jest także dostosowywanie instrumen-

tów ochronnych skierowanych do słabszej strony kontraktów, które w nowych realiach mogą pogłębiać nierówności uczestników rynku i osłabiać skuteczność klasycznych mechanizmów. Obejmuje to m.in. zapewnienie przejrzystości i rozliczalności decyzji podejmowanych w sposób zautomatyzowany przez instytucje finansowe, wyznaczenie ram odpowiedzialności prawnej za skutki działania systemów autonomicznych w sektorze finansowym oraz wprowadzenie standardów nadzoru nad sztuczną inteligencją. Istotnym zagadnieniem jest odpowiedź na pytanie, czy nowe technologie stanowią jedynie narzędzie wspomagające realizację tradycyjnie rozumianych funkcji prawa rynku finansowego, czy też prowadzą do ukształtowania nowego paradygmatu regulacyjnego, wymagającego przebudowy instytucjonalnych i aksjologicznych podstaw tej gałęzi prawa.

Monografia nie obejmuje pełnego obszaru badawczego w ramach prawa prywatnego, szczególnie w zakresie umów cywilnoprawnych zawieranych między podmiotami dysponującymi różną, często rażąco nierównorzędną pozycją kontraktową. W monografii nie pominięto kluczowych instrumentów prawnych służących ochronie słabszej strony, jednak przeprowadzone badania ujawniły użyteczność podjęcia kompleksowych badań w naukach cywilnoprawnych. Dotyczy to również mechanizmów rozstrzygania sporów. Poddano analizie pozasądowe sposoby rozwiązywania sporów występujących na rynku finansowym, jednak istotnym zagadnieniem badawczym jest rola sądów powszechnych i SN w zapewnieniu i egzekwowaniu praw słabszej strony umowy. Zagadnienie to wymaga także sformułowania postulatów *de lege ferenda*, ukierunkowanych na zwiększenie równowagi kontraktowej oraz efektywności ochrony prawnej.

W monografii odniesiono się do rozwiązań europejskich w zakresie harmonizacji polskich regulacji z prawem unijnym. Nie przeprowadzono jednak kompleksowego porównania instytucji i instrumentów służących ochronie nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego w innych państwach, koncentrując się na rozwiązaniach polskich. Choć można przypuszczać, że większość tez sformułowanych w niniejszej publikacji pozostaje aktualna także w odniesieniu do rynków finansowych innych państw, ich szczegółowa analiza przekraczałaby ramy tego opracowania. Formułowanie wartościowych wniosków wymagałoby bowiem przyjęcia odpowiednich założeń i przeprowadzenia pogłębionej analizy rynków finansowych w poszczególnych państwach, także w perspektywie prawa prywatnego. W przeciwnym razie uzyskane wyniki badań miałyby charakter powierzchowny, obarczony ryzykiem błędnych konkluzji, a ich użyteczność byłaby znikoma. Każdy rynek odznacza się bowiem wyjątkowymi cechami wynikającymi z jego historii, kultury i przyjętych zasad sprawiedliwości społecznej, co prowadzi do odmiennych zagrożeń i problemów regulacyjnych. Przykładem może być problematyka kredytów obciążonych ryzykiem walutowym, która w największym stopniu dotyczyła Polski, w mniejszym Węgier, natomiast w pozostałych państwach UE nie stanowiła zjawiska o istotnym znaczeniu.

W ramach realizacji celów badawczych podjęto próbę sformułowania podstaw behawioralno-ekonomicznej analizy prawa w odniesieniu do wybranych zagadnień objętych zakresem niniejszej monografii. Analiza ta, choć ograniczona tematycznie, wskazuje na istotne możliwości wykorzystania dorobku nauk ekonomicznych i psychologicznych w ocenie i projektowaniu skutecznych oraz efektywnych regulacji prawnych. Wydaje się nieuniknione, że w obliczu pogłębiającej się asymetrii informacji, rosnącej złożoności rynku finansowego oraz rozpoznanych w psychologii ograniczeń poznawczych konieczne będzie ponowne określenie modelu adresata norm prawnych. Niezbędne są dalsze badania nad tym, na ile klasyczne założenia autonomii woli i racjonalnego wyboru mogą stanowić wystarczające podstawy ochrony prawnej na rynku finansowym. Pogłębione, interdyscyplinarne badania, uwzględniające wyniki ekonomii, psychologii i socjologii, mogłyby wskazać nowe kierunki kształtowania regulacji. Powinny one obejmować świadome wykorzystanie pośredniego oddziaływania regulatora, przez odpowiednią architekturę wyboru i system zachęt, a nie ograniczać się wyłącznie do narzędzi *hard law*.

Znaczną wartość teoretycznoprawną będzie miało poszerzenie obszaru badawczego związanego z aksjologią prawa rynku finansowego. W monografii przedstawiono katalog wartości, który jednak powinien zostać poddany krytycznej analizie. Wartości wyodrębnione zostały z perspektywy obszarów badawczych pracy, której centralnym elementem była ochrona podmiotów nieprofesjonalnych. Wyczerpujące określenie wartości na rynku finansowym wymaga szerszej perspektywy, ujęcia ich na wielu poziomach, nie tylko dotyczącym ochrony indywidualnych podmiotów (nawet w ujęciu ochrony ich zbiorowych interesów), lecz także instytucji finansowych, innych uczestników rynku finansowego, organów administracji publicznej zaangażowanych w kształtowanie rynku, a także całego państwa i jego struktury społecznej. Rosnąca złożoność systemu finansowego powoduje, że ustalenie i opisanie kluczowych wartości może wpłynąć na właściwe stanowienie i stosowanie prawa, w tym stosowanie tak istotnych zasad, jak *pacta sunt servanda*, zasada swobody umów, *volenti non fit iniuria*, *dura lex sed lex*, *ignorantia iuris nocet*.

Zmieniający się świat otwiera obszar dla dalszych, fundamentalnych nie tylko dla rynku finansowego pytań, dotyczących roli współczesnego państwa, zakresu jego legitymizowanej ingerencji w sferę autonomii jednostki i granic uzasadnionego paternalizmu regulacyjnego, relacji między wolnością gospodarczą a odpowiedzialnością zbiorową. Pytania te mają nie tylko wymiar prawny, ale przede wszystkim aksjologiczny, społeczny i technologiczny co sprawia, że ich rozstrzygnięcie wymaga współpracy interdyscyplinarnej. Nauki ekonomiczne mogą dostarczyć narzędzi analizy skutków regulacji, ocenić efektywność instrumentów prawnych oraz interakcje między mechanizmami rynkowymi a strukturami instytucjonalnymi państwa. Psychologia może pogłębić zrozumienie rzeczywistych procesów decyzyjnych uczestników rynku, w tym ich ograniczenia poznawcze, emocjonalne i behawioralne. Filozofia oraz etyka umożliwiają krytyczną ocenę legitymacji władzy publicznej w ingerowanie w sferę wolności jednostki, a także zakres dopuszczalnych form wpływania na sytuację człowieka przez algorytmy

i sztuczną inteligencję. Osiągnięcia nauk informatycznych są niezbędne w kontekście rozwoju technologii cyfrowych. Coraz częściej stają się one nie tylko przedmiotem regulacji, lecz także jej nośnikiem, co zauważyć można w przypadku podejmowania algorytmicznych decyzji, rozwoju technologii *blockchain* oraz powstawania coraz bardziej autonomicznych systemów sztucznej inteligencji.

Przejdź do księgarni →

ksiegarnia.beck.pl