

Michał Mariański

Uznawalność instrumentów finansowych emitowanych w innych krajach za papiery wartościowe w świetle prawa polskiego

Studia Elckie 13, 309-319

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

UZNAWALNOŚĆ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH W INNYCH KRAJACH ZA PAPIERY WARTOŚCIOWE W ŚWIETLE PRAWA POLSKIEGO

1. Zagadnienia wstępne

Obecnie obowiązująca ustawa prawo prywatne międzynarodowe¹ nie używa pojęcia zarówno instrumentu finansowego jak i papieru wartościowego. Zapisy tej ustawy pozwalają jednak na zastosowanie norm kolizyjnych w niej zawartych do stosunków prawnych powstających w związku z rozporządzeniem papierami wartościowymi. Wynika to z faktu, iż papier wartościowy nie jest traktowany, jako dokument lecz jako prawo majątkowe, pozostające tylko w określonym związku z dokumentem.

Problemy związane z często trans granicznym charakterem operacji na instrumentach finansowych, są niewątpliwie jednym z czynników w znacznym stopniu utrudniającym integrację rynków finansowych w Europie. Owe problemy, pod względem strukturalnym, można podzielić na dwie podstawowe kategorie².

Pierwsza z nich związana jest z różnorodnością rozwiązań i instytucji prawnych w ramach Unii Europejskiej, co wymusza, na potencjalnych uczestnikach obrotu w skali ponadnarodowej, znajomość wielu różnych uregulowań prawnych. Skutkuje to zwielenokrotnionym ryzykiem niewłaściwego zrozumienia czy też zastosowania prawa danego państwa.

Druga kategoria oscyluje natomiast wokół konieczności stosowania norm kolizyjnych w odniesieniu do stosunków prawnych zawierających element międzynarodowy. Istnieje wówczas zagrożenie wskazania przez różne porządki prawne, różnych systemów prawnych, jako właściwych dla danego stosunku prawnego. W efekcie, mamy do czynienia

Michał Mariański; doktorant w Katedrze Prawa Finansowego na Wydziale Prawa i Administracji UWM; adres do korespondencji: e-mail: michalmarian1@wp.pl

¹ Dz. U. z 1965 r., nr 46, poz. 290 ze zm.

² L. Sobolewski, *Międzynarodowe transfery papierów wartościowych*, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wyd. C.H. Beck 2006, s.1103.

z pojawieniem się niepewności, co do prawa właściwego, zwłaszcza w sytuacji, gdy porządki prawne różnią się treścią tworzących je norm³. Problem ten porusza również w swoich rekomendacjach ISSA⁴. Podkreślając trudności w określeniu prawa właściwego dla transakcji finansowych, zwłaszcza w obliczu coraz bardziej zglobalizowanego świata, zwracając się w swoim raporcie do regulatorów o zapewnienie jasności i przejrzystości prawa właściwego dla stosunków transgranicznych⁵.

W tym kontekście, zasadnicze znaczenie dla bezpieczeństwa obrotu transakcji na instrumentach finansowych ma kwestia ustalenia prawa właściwego określającego skuteczność obrotu tymi aktywami. Zarówno w odniesieniu do tradycyjnych (materialnych) form instrumentów finansowych jak i do ich form zdematerializowanych najważniejszą rzeczą jest determinacja prawa wedle, którego należałoby oceniać skuteczność czynności prawnej zmierzającej, zgodnie z zamiarem stron, do przeniesienia praw z tych "dokumentów".

Ważnym wydarzeniem rzutującym na problematykę transgraniczności instrumentów finansowych, w tym i ich głównego komponentu jakim są papiery wartościowe, było przyjęcie przez Parlament Europejski i Radę UE *Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych* (tzw. Dyrektywa MiFID)⁶. Dyrektywa ta otwiera nowe perspektywy dla świadczenia usług inwestycyjnych w UE, zmieniając warunki udzielania i prowadzenia działalności dla firm i funduszy inwestycyjnych oraz rynków regulowanych. Podstawowym jej założeniem było obniżenie kosztów transgranicznych rozliczeń i rozrachunków, zapewnienie, by wszelkie ryzyka systemowe z nimi związane były właściwie zarządzane i regulowane, oraz promowanie wolnorynkowej integracji rozliczeń i rozrachunków poprzez usunięcie zakłóceń konkurencji i zapewnienie właściwych rozwiązań w zakresie przejrzystości nadzoru.

Przed wprowadzeniem wspomnianej dyrektywy, jedyną izbą rozliczeniowo-rozrachunkową w naszym kraju był KDPW SA. Inkorporacja do polskiego porządku prawnego art. 46 dyrektywy MiFID, który gwarantuje możliwość powierzenia odpowiedniemu podmiotowi zadań

³ M. Pazdan, *Prawo prywatne międzynarodowe*, LexisNexis 2007, s. 56.

⁴ International Securities Services Association.

⁵ ISSA, *Recommendations 2000*, s. 29 (dostępne na stronie www.issanet.org).

⁶ Dyrektywa z dnia 21 kwietnia 2004 r. *o rynkach instrumentów finansowych* 2004/39/WE.

związanych z dokonywaniem rozrachunku i rozliczenia transakcji na rynku regulowanym, przy jednoczesnym wymogu zagwarantowania prawidłowego i sprawnego rozliczenia transakcji, pozwoli na wejście do systemu nowych podmiotów. Aby sektor ten nie został jednak zdominowany przez firmy zagraniczne, wprowadzono system licencjonowania innych izb rozliczeniowych. Zezwolenia na działalność wydawać będzie KNF przy współdziałaniu prezesa Narodowego Banku Polskiego⁷.

2. Badanie zdolności emisyjnej podmiotu emisji

Uznanie określonych instrumentów finansowych za papiery wartościowe w świetle prawa polskiego musi być poprzedzone badaniem zdolności emisyjnej podmiotu emisji. Mowa tu o rozstrzygnięciu czy dany podmiot o określonej formie prawnej ma zdolność emisyjną również w państwie innym niż państwo jego siedziby. Warto zaznaczyć, iż ocena owej zdolności dokonywana jest zarówno na gruncie instrumentów finansowych czy papierów wartościowych mających ścisły związek z funkcjonowaniem emitenta (jak np. akcje, obligacje czy tzw. *commercial papers*)⁸ jak i na papierach niewykazujących takiego związku.

Ważnym elementem, dopełniającym badanie zdolności emisyjnej podmiotu, powinno być ustalenie tzw. statutu głównego⁹ instrumentu finansowego, czyli rozstrzygnięcie o kwalifikacji danego instrumentu lub prawa jako instrumentu finansowego bądź też papieru wartościowego w ogóle, ustalając przy tym zespół praw i obowiązków zeń wynikających.

Badanie zdolności prawnej (w tym zdolności emisyjnej) danego podmiotu w myśl art. 9 ustawy prawo prywatne międzynarodowe następuje w oparciu o łączniki siedziby lub miejsca inkorporacji tego podmiotu, przy pomocy których określany jest dopiero tzw. statut personalny emitenta. Jednakże możliwość emitowania papierów wartościowych jest rodzajem szczególnej zdolności prawnej¹⁰, która na gruncie unormowań kolizyjnych musi być analizowana etapami. Albowiem, aby uznać, że dany podmiot ma zdolność emisji papierów wartościowych

⁷ Ustawa nakłada obowiązek uzyskania zgody prezesa NBP na etapie procedury licencyjnej.

⁸ Szerzej M. Lemonnier, *Instrumenty zarządzania finansowego. Wybrane zagadnienia prawne*, Wyd. Akademii Podlaskiej, Siedlce 2003, s. 41n.

⁹ M. Pazdan, *Prawo prywatne*, s. 100n.

¹⁰ Tamże, s. 102.

wych nie jest wystarczające samo stwierdzenie, iż na gruncie danego porządku prawnego, wskazanego przez normę kolizyjną posiada on ogólną zdolność do czynności prawnych. Konieczne jest nadto badanie zdolności w odniesieniu do konkretnego uprawnienia lub stosunku prawnego w myśl logiki *legis causa*.

Analiza zdolności emisyjnej podmiotu dodatkowo komplikuje się w sytuacji, gdy występuje brak zbieżności między zdolnością emisyjną według prawa polskiego i według prawa obcego. Owa zbieżność wynika z faktu, iż lokalne normy określające podmioty mogące emitować papiery wartościowe czy instrumenty finansowe, zwłaszcza na rynku publicznym, często konstruowane są w sposób mający na celu przede wszystkim ochronę interesu Państwa i dbałość o szeroko rozumiany interes publiczny. W sytuacji zatem, gdy podmiot zagraniczny ma zdolność emisyjną tylko według swojego statutu personalnego, nie mając jej według prawa polskiego, lub gdy podmiot polski mający zdolność emisyjną w świetle ustawodawstwa naszego kraju, nie posiada jej za granicą, – możliwe jest zablokowanie emisji w oparciu o tzw. przepisy wymuszające swoją właściwość¹¹. Przepisy te, jak podkreśla doktryna, mogą należeć zarówno do porządku prawnego państwa obcego wskazanego przez normę kolizyjną jak i nawet do porządku prawnego państwa trzeciego¹². Zazwyczaj wiążą się one z zakresem działania prawa publicznego, choć dopuszcza się ich stosowanie także w zakresie prawa prywatnego. Przykładem takich norm mogą być normy obcego państwa określające zamknięty katalog emitentów obligacji¹³. Dodatkowo, podkreśla się, iż zastosowanie norm wymuszających swoją właściwość może mieć miejsce, jeżeli dany stan faktyczny związany jest z obszarem, na którym normy te obowiązują.

Powyższe rozważania uzupełnia dość powszechny w literaturze polskiej pogląd, stanowiący, iż możliwość emitowania dłużnych papie-

¹¹ Określanych na wzór literatury francuskiej prawa międzynarodowego prywatnego też jako *lois d'application nécessaire* czy *lois d'application immédiate* (tak m.in M Pazdan, J. Gołaczyński).

¹² J. Gołaczyński *Prawo prywatne międzynarodowe*, Wyd. C.H. Beck 2008, s.10-11.

¹³ Podkreśla się jednak, iż nie jest aprobowane stosowanie przepisów wymuszających swoją właściwość odnośnie prawa emisji akcji, nabytego w innym państwie.

rów wartościowych na obcym rynku, generalnie powinna być związana ze zdolnością emisyjną występującą na rynku krajowym¹⁴.

Warto również wspomnieć o postulatach wprowadzenia łącznika rynku kapitałowego, w przedmiocie określania zdolności emisyjnej. Z uwagi jednak, na fakt, iż prowadziłyby to do uznania emisji instrumentów finansowych czy papierów wartościowych dokonywanej w innym kraju, przez emitenta posiadającego zdolność emisyjną tylko w kraju swojej siedziby, a także ze względu na fakt, iż dopuszczalność pewnych działań według statutu personalnego nie zawsze wystarcza do uznania dopuszczalności takich działań za granicą, postulat ten nie spotyka się z powszechną akceptacją doktryny¹⁵.

Ponadto, ważnym przedmiotem rozważań winien być wpływ, omawianej już, dyrektywy MiFID na swobodę usług inwestycyjnych w Unii Europejskiej. Wprowadzenie MiFID zapewnia, bowiem firmom inwestycyjnym¹⁶ równy dostęp do rynków całej Wspólnoty, oddając je jedynie pod nadzór krajowego organu regulacyjnego. Powyższa dyrektywa poważnie ogranicza możliwość nakładania przez państwa swoich lokalnych zasad, co w odniesieniu do przepływu kapitału reguluje już od dawna art. 56 Traktatu Rzymskiego¹⁷. Celem Parlamentu i Komisji Europejskiej było bowiem zapewnienie przedsiębiorstwom inwestycyjnym równych zasad dostępu do rynków w całej Wspólnocie. Podstawowym sposobem wymuszenia tej równości stało się rozszerzenie zasady jednolitego paszportu¹⁸. Owe rozszerzenie oznacza, iż po wprowadzeniu MiFID, firma inwestycyjna mogąca prowadzić działalność w rodzimym państwie, będzie mogła świadczyć usługi inwestycyjne lub prowadzić działalność inwestycyjną na terenie całej Wspólnoty. Tym samym państwa członkowskie będą miały o wiele większe trudności w nakładaniu różnego rodzaju ograniczeń czy dodatkowych wymagań na przedsiębiorstwa inwestycyjne lub instytucje kredytowe, w efekcie

¹⁴ M. Grzybczyk, P. Ziemia, *Emisja kwitów depozytowych i euroobligacji*, Wyd. C.H Beck 2000, s. 123.

¹⁵ L. Sobolewski *Międzynarodowe transfery*, s. 1092.

¹⁶ Dyrektywa ma zastosowanie do wszystkich podmiotów świadczących usługi lub zajmujących się doradztwem w zakresie inwestycji.

¹⁷ W. Machnikowski, *Swoboda przepływu kapitału w Unii Europejskiej*, PPH 2003, nr 1, s. 33.

¹⁸ Powszechnie określanej jako *single passport*.

czego firmy te będą zwolnione z dochodzenia odrębnego zezwolenia od władz państwa, w którym zamierzają prowadzić działalność.

3. Kwalifikacja zagranicznych instrumentów finansowych

Po ustaleniu zdolności emisyjnej podmiotu dokonującego emisji, można przejść wreszcie do zagadnienia kwalifikacji zagranicznych instrumentów finansowych jako instrumentów w świetle prawa polskiego. Kwalifikacja ta winna prowadzić do określenia statutu głównego danego instrumentu finansowego, czyli zakwalifikowania go (bądź nie) jako papier wartościowy oraz określeniu charakteru praw w nim inkorporowanych¹⁹. Jak podkreśla doktryna statut jest niczym innym jak tylko prawem właściwym dla danego uprawnienia (np. z papieru wartościowego). Przy czym uprawnienie to ma taką treść, jaka wynika z prawa właściwego dla ustalenia treści tego uprawnienia, co w literaturze przedmiotu określane jest potocznie jak *lex causa*²⁰. Dla przykładu, statut prawny papierów wartościowych może być zróżnicowany w zależności od tego czy mamy do czynienia z papierami wierzycielskimi czy też z papierami udziałowymi. Papiery udziałowe, determinowane przez cechy organizacji i oparte o funkcjonowanie podmiotu je emitującego, kierowane są zasadą wyboru prawa wynikającego ze statutu personalnego emitenta. Inaczej mówiąc, statutem głównym dla tych papierów wartościowych jest statut personalny podmiotu, z którym związana jest ich emisja²¹. Dla wierzycielskich papierów wartościowych statut główny determinowany jest przez art. 25-29 ustawy prawo prywatne międzynarodowe, co zasadniczo oznacza, iż prawem właściwym wyznaczającym treść uprawnień wynikających z papieru wartościowego jest prawo wybrane przez strony, jeżeli tylko pozostaje ono w związku z danym zobowiązaniem. Jednak po wejściu w życie Konwencji Rzymskiej²² o prawie właściwym dla zobowiązań umownych z dnia 19 czerwca 1980 roku, strony mogą wybrać jakiegokolwiek wskazane przez siebie prawo jako prawo właściwe dla zawartej przez nie umowy, pamiętając przy tym aby wybór prawa był wyraźny lub w sposób dostatecznie pewny wynikał z posta-

¹⁹ Jak zbywalność, sposób wykazania osoby uprawnionej, czy przesłanki dochodzenia roszczeń.

²⁰ J. Gołaczyński, *Prawo prywatne*, s. 42.

²¹ Tak m.in. na podstawie zapisów art. 27 § 3 i art. 28 ustawy PrPrM.

²² Podpisanej przez Polskę dnia 14 kwietnia 2005 r., weszła w życie z dniem 1 sierpnia 2007 roku, Dz. U 2005/C 334/01.

nowień umowy lub okoliczności sprawy. Jeżeli, zgodnie z art. 4 Konwencji, wybór prawa właściwego nie został dokonany, umowa podlega prawu państwa, z którym wykazuje ona najściślejszy związek, a gdy część umowy, która da się oddzielić od reszty, wykazuje ściślejszy związek z innym państwem, wówczas do tej części można zastosować w drodze wyjątku prawo tego innego państwa.

Należy pamiętać, iż Konwencja Rzymska nie reguluje wszystkich zagadnień związanych z transakcjami o międzynarodowym charakterze, wyłączając wprost ze swojego zakresu zobowiązania z weksli i czeków²³. Dlatego też z uwagi na spory w doktrynie w przedmiocie teorii papierów wartościowych, stosowanie postanowień Konwencji Rzymskiej do zobowiązań zeń wynikających, nie wydaje się być rozwiązaniem pewnym i ostatecznym. Taki też cel przyświecał pomysłodawcom **Konwencji Haskiej**²⁴ w sprawie prawa właściwego do niektórych praw dotyczących papierów wartościowych rejestrowanych przez instytucje pośredniczącą, dla których oczywistym było iż przyjęcie umownej koncepcji instrumentu finansowego (a w konsekwencji tego i papieru wartościowego) wcale nie pozbawia tych „dokumentów” ich specyficznego charakteru wymagającego odrębnego uregulowania²⁵.

Opisywane powyżej otwarcie systemu prawnego na prawo obce nie oznacza jednak bezwarunkowej akceptacji skutków jego stosowania. Stosowanie prawa obcego może być bowiem ograniczone lub nawet wyłączone przez klauzulę porządku publicznego, która zabezpiecza dane państwo przed niemożliwymi bądź też trudnymi do przewidzenia skutkami działania tego prawa. Warto jednak zaznaczyć, iż wykorzystanie klauzuli porządku publicznego następuje nie na etapie ustalania prawa właściwego, lecz dopiero w fazie stosowania jego norm merytorycznych²⁶. Jeżeli zatem pewne prawne konsekwencje określone przez przepisy prawa obcego, będą niemożliwe do zaakceptowania przez pryzmat fundamentalnych zasad prawa państwa macierzystego, dojdzie wówczas do ich pominięcia. Opisywana klauzula tworzy więc swoistą przeciwwa-

²³ T. Zalewski, *Konwencja rzymska o prawie właściwym dla zobowiązań umownych*, WierzbowskiEversheds 2007, s. 2.

²⁴ Projekt przyjęty 13 grudnia 2002 r. na 19sej sesji Konferencji Haskiej COM (2003) 783, podpisany przez USA i Szwajcarię 5 lipca 2006 roku.

²⁵ Ch. Bernasconi, *Myths about the Hague Convention*, IFLR 2005, s. 1.

²⁶ M. Czepelak, *Umowa międzynarodowa jako źródło prawa prywatnego*, Wolters Kluwer 2008, s. 499.

gę dla nieograniczonego stosowania prawa obcego²⁷. Przykładowe zastosowanie takiej klauzuli do zagranicznych instrumentów finansowych może być związane z powoływaniem się na dosyć sporne w doktrynie obowiązywanie w prawie polskim zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Zasada listy zamkniętej papierów wartościowych oznaczała by, że aby uznać dany instrument za papier wartościowy należało by sprawdzić czy mieści się on w pojęciu znanego i uregulowanego już w przepisach papieru wartościowego, bez względu na nazwę własną tegoż instrumentu²⁸.

Końcowe rozstrzygnięcie o tym czy dany instrument finansowy może być uznany za papier wartościowy w świetle prawa polskiego w dużej mierze zależy od tego czy w naszym ustawodawstwie obowiązuje wspomniana zasada *numerus clausus* papierów wartościowych czy też nie. W obowiązującej do 23 października 2005 roku, ustawie z 21 sierpnia 1997 r. – *prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*²⁹ sytuacja była dosyć niejasna. Przed zmianami dokonanymi w latach 2000-2004 art. 3 ust 1 ustawy PrPapW stanowił, iż papierami wartościowymi były akcje, obligacje i inne typy papierów wartościowych *emitowane na podstawie właściwych przepisów*, co oznaczało, iż w razie braku sprzeczności z podstawowymi zasadami prawa polskiego dowolny instrument finansowy uznany za papier wartościowy w świetle prawa obcego, mógł być potencjalnie dopuszczony do obrotu w Polsce.

Po nowelizacjach z początku 2000 r. wspomniany przepis dotyczył już papierów wartościowych emitowanych na podstawie prawa polskiego lub obcego, co *de facto* w żaden sposób nie kwestionowało otwartości polskiego systemu prawnego na zagraniczne papiery wartościowe³⁰. Tym niemniej, część doktryny interpretowała obowiązujące prawo w sposób nakazujący traktować, jako mogące być dopuszczone do obro-

²⁷ Tamże, s. 502.

²⁸ M. Lemonnier, *Instrumenty zarządzania*, s. 24.

²⁹ Tekst jedn. Dz. U. z 2005 r., nr 111, poz. 937 ze zm. (dalej jako PrPapW).

³⁰ Celem uznania danego instrumentu finansowego za mogący być przedmiotem publicznego obrotu w Polsce, należało przeprowadzić analizę prawa obcego wskazanego przez normę kolizyjną, jak i analizę opisywanej wcześniej zdolności emisyjnej czy szczególnej zdolności do czynności prawnych, aby stwierdzić czy dany instrument finansowy ma cechy papieru wartościowego w rozumieniu, jakie nadaje temu określeniu prawo polskie.

tu publicznego w Polsce tylko klasyczne papiery wartościowe, tzn. które również i w prawie obcym miałyby status papierów nazwanych, czyli papierów stypizowanych przez przepisy tego prawa³¹.

Kolejna nowelizacja z 12 marca 2004³² roku wprowadziła do ustawy PrPapW ust. 4 stanowiący, iż od dnia dopuszczenia do obrotu papierami wartościowymi są również inne prawa majątkowe, pod warunkiem, że zostaną zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych. Celem tej nowelizacji było umożliwienie wprowadzenia do obrotu instrumentów, odzwierciedlających potrzeby uczestników obrotu, a nie wynikających z przepisów prawa uznających je za papiery wartościowe bądź też nie³³.

Po wejściu w życie ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. *o obrocie instrumentami finansowymi*³⁴ papier wartościowy stał się jedną z podkategorii jednostki wyższego rzędu jaką są instrumenty finansowe. Obecnie zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt. 2 lit. f) dopuszczone do obrotu, poza katalogiem wymienionym w ustawie, są nadto „inne instrumenty, jeżeli zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium państwa członkowskiego lub są przedmiotem ubiegania się o takie dopuszczenie”. Oznacza to, iż możliwe jest kreowanie i dopuszczenie do obrotu różnych instrumentów rynku finansowego bez apriorycznych ograniczeń wynikających z zasady *numerus clausus*. Powyższe rozważania uzupełnia norma zawarta w art. 3 pkt. 1 lit a) *in fine* stanowiąca, iż papierami wartościowymi w świetle prawa polskiego są dokumenty dłużne opiewające na wierzytelności, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego. Tym samym cytowane wyżej przepisy pozwalają, w ramach rynku regulowanego, na uznanie instrumentów emitowanych na podstawie prawa obcego, o ile tylko mogą być one przedmiotem obrotu na jakimkolwiek rynku regulowanym.

4. Podsumowanie

Brak jednej ogólnej definicji instytucji instrumentu finansowego ani tym bardziej instytucji papieru wartościowego, niejako wymusza na ustawodawcy postawę zmierzającą do tworzenia, przynajmniej

³¹ L. Sobolewski, *Międzynarodowe transfery*, s. 1098.

³² Dz. U z 2004 r., nr 64, poz. 594.

³³ A. Chłopecki *Publiczny obrót i instrumenty finansowe- redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, nr 11, s. 39n.

³⁴ Tekst jedn. Dz. U. z 2005 r., nr 183, poz. 1538 ze zm.

w przypadku obrotu publicznego, zamkniętego katalogu omawianych dokumentów. Z uwagi na przyjęcie przez autora umownej koncepcji instrumentów finansowych (a w konsekwencji również i papierów wartościowych), takie podejście nie wydaje się mieć racjonalnego uzasadnienie – zwłaszcza w dobie globalizacji rynków kapitałowych oraz wzrastającego znaczenia swobody przepływu kapitałów i płynności. Wynikająca z norm prawa prywatnego międzynarodowego oraz zapisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, możliwość dopuszczenia do emisji na rynku regulowanym instrumentów powstałych na gruncie prawa innych państw członkowskich powoduje, że w tym zakresie nie można już mówić o zasadzie *numerus clausus*³⁵. Do powyższego zagadnienia można jednak podejść w nieco odmienny i mniej kategoriyczny sposób. Mianowicie, o ile w generalnie można mówić o zasadzie zamkniętego katalogu instrumentów finansowych czy papierów wartościowych opartych na polskich przepisach, a dopuszczonych do publicznego obrotu, to już takiego wniosku nie można zastosować do instrumentów finansowych czy papierów wartościowych, których źródeł należy upatrywać w przepisach państw trzecich. Właśnie ten ostatni argument, zestawiony z opisanymi w niniejszym artykule normami prawa prywatnego międzynarodowego powoduje, zdaniem autora, iż nie można mówić o generalnej zasadzie zamkniętego katalogu instrumentów finansowych oraz papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, co w istotny sposób porządkuje kwestię ich uznawalności w polskim systemie prawnym.

RECOGNITION OF FINANCIAL INSTRUMENTS ISSUED IN OTHER COUNTRIES FOR THE SECURITIES UNDER POLISH LAW

Summary

The present work is a study of the conflict of laws within the scope of financial instruments and securities in Poland. The demand of velocity and reliability of turnover on contemporary financial markets requires from the participants of the given turnover to be provided with the law instruments that enable

³⁵ Na temat poglądów dotyczących obowiązywania obecnie zasady *numerus clausus* papierów wartościowych zob. szerz. M. Romanowski *Prawo papierów wartościowych*, w: *System prawa prywatnego*, red. A. Szumański, t 18, Warszawa 2010, s. 130n.

them in a firm and finite way to indicate the proper order to their liabilities relation.

The analyses of previous, traditional linking for estimating the proper law for such a differentiated group as financial instruments and securities produced the evidence that they may be insufficient and inadaptable to the specification and the character of the international transactions based on these documents.