

Marek Gajek

Gięda Papierów Wartościowych w Warszawie

Palestra 37/9-10(429-430), 43-47

1993

Artykuł został zdigitalizowany i 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.

Marek Gajek

Giełda papierów wartościowych w Warszawie

Zapoczątkowane w 1989 roku reformy gospodarcze miały doprowadzić przede wszystkim do rozwiązania problemu deficytowych przedsiębiorstw państwowych. Ustawa prywatyzacyjna przewidywała dwa sposoby pozbycia się tego balastu – poprzez likwidację przedsiębiorstwa państwowego w celu bądź sprzedaży jego majątku w całości lub w części, bądź wniesienia go jako wkładu do spółki, lub też poprzez przekształcenie ich w spółki handlowe, a następnie zbycie samych udziałów i akcji. Pojawiał się jednak w tym momencie problem zdobycia akcji spółek powstałych z przekształcenia wielkich przedsiębiorstw. Idealny sposób rozwiązania tego zagadnienia mogło stanowić powołanie do życia giełdy papierów wartościowych. Jej utworzenie, niezależnie od innych efektów gospodarczych, dałoby nabywcom akcji pewność, że w krótkim okresie będą mogli wycofać zainwestowany kapitał, a ponadto nadzieję, iż wycofają go ze znacznym zyskiem. Po ponad rocznych przygotowaniach 22 marca 1991 roku Sejm uchwalił ustawę *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*¹. Akt powyższy miał regulować całość zagadnień związanych z rynkiem akcji i obligacji, w tym również związanych z ich emisją, oraz dać podstawę prawną do utworzenia pierwszej w okresie powo-

jennym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Uchwalona ustawa wprowadziła do polskiego systemu prawnego zupełnie nowe pojęcie – „publiczny obrót papierami wartościowymi”, które określa materialny zakres jej obowiązywania. Zgodnie z definicją w niej zawartą: jest to „proponowanie nabycia, nabywanie lub przenoszenie praw z emitowanych w serii papierów wartościowych przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli proponowanie nabycia skierowane jest do więcej niż 300 osób, albo do nieoznaczonego adresata”². Ustawodawca wyróżnia zarazem dwa rodzaje tego obrotu: pierwotny – sprowadzający się do oferowania i zbywania papierów wartościowych przez ich emitentów; oraz wtórny – w którym stronami transakcji są osoby inne niż emitent.

Wtórny obrót może odbywać się wyłącznie na giełdach papierów wartościowych działających w formie spółek akcyjnych. Wyjątkiem od tej zasady są transakcje dokonywane bezpośrednio między osobami fizycznymi oraz między podmiotami dominującymi a zależnymi³. Ciekawy jest fakt, iż ze złamaniem tych zasad ustawodawca nie wiąże żadnych specyficznych sankcji. Może ona jedynie być uznana za nieważną na mocy art. 58 k.c.

Każda giełda powinna spełniać kilka

niezwykle istotnych warunków. Przede wszystkim powinna ona zapewniać koncentrację popytu i podaży papierów wartościowych w stopniu niezbędnym do ustalenia rzeczywistej wartości rynkowej tych dokumentów. Trudno przecenić znaczenie powyższego warunku, powoduje on bowiem, iż w obecnym stadium rozwoju rynku akcji i obligacji, biorąc pod uwagę zwłaszcza ich liczbę, statuuje on na kilka najbliższych lat faktyczny monopol giełdy warszawskiej. Ustawa przy tym nie precyzuje, choćby w ogólny sposób, kryteriów według jakich oceniać należy powyższe możliwości giełdy. Następnym, lecz niemniej ważnym, założeniem tej instytucji jest zachowanie przez giełdę jednakowych warunków zbywania i nabywania praw. Oprócz tego zapewniony powinien zostać jednakowy dostęp do informacji „rynkowych” wszystkim stronom transakcji giełdowych, co zgodnie z założeniem ustawodawcy ma umożliwić ocenę aktualnej wartości papierów wartościowych.

Ogólną organizację, organy giełdy i ich uprawnienia, tak jak w przypadku innych spółek akcyjnych, określa jej statut. Pozostałe kwestie, zwłaszcza dotyczące sposobu przeprowadzania transakcji i ustalania kursów papierów wartościowych, określać powinien regulamin giełdy. Organami Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie są (zgodnie z przepisami prawa handlowego): Walne Zgromadzenie, do którego kompetencji należy zatwierdzanie regulaminu giełdy oraz Zarząd i Rada Giełdy, która stanowi w istocie jej radę nadzorczą. Oprócz kompetencji powyższych organów, przewidzianych w kodeksie handlowym, warto zwrócić uwa-

gę na uprawnienie Rady Giełdy do uchwalania regulaminu oraz do ustanawiania tzw. uzansów giełdowych (których charakter jednak nie jest bliżej sprecyzowany), obowiązujących wszystkich uczestników obrotu.

Przedmiotem sprzedaży na giełdzie warszawskiej mogą być wyłącznie papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu przez Komisję Papierów Wartościowych, wszelkie prawa z nich wynikające oraz tzw. instrumenty finansowe. Trudno jest dokładnie określić, co kryje się pod ostatnim z wymienionych pojęć. Zgodnie jednak z zamierzeniem Rady Giełdy ma ono obejmować nieistniejące jeszcze w polskim obrocie gospodarczym tzw. opcje⁴. W chwili obecnej do obrotu na giełdzie warszawskiej dopuszczone zostały akcje osiemnastu spółek i sześć rodzajów obligacji Skarbu Państwa. Zastanawiające jednak jest, iż w obrocie giełdowym znajdują się tylko papiery wartościowe wprowadzone do obrotu przez Skarb Państwa lub też spółek, w których jego pośredni udział jest znaczący. Przyczyna tego stanu rzeczy leży przede wszystkim w fakcie, iż przedsiębiorcy prywatni wolą omijać sformalizowane i długotrwałe, a oprócz tego dosyć kosztowne, procedury wprowadzania papierów wartościowych do obrotu publicznego i giełdowego, unikają tym samym dodatkowej kontroli ze strony organów Komisji Papierów Wartościowych i Giełdy⁵.

Papiery wartościowe dopuszczone do obrotu giełdowego mogą być wydane jedynie w formie dokumentów na okaziciela. Oprócz tego muszą one zostać złożone do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych działającego

i prowadzonego przez giełdę warszawską, co dokonywane jest przez złożenie w nim odcinka zbiorowego tych dokumentów⁶. Dzięki temu przepisowi dokonana została tzw. dematerializacja obrotu papierami wartościowymi dopuszczonymi na giełdę. Oznacza to w praktyce, iż właściciele takich dokumentów nie posiadają ich w formie fizycznej, lecz w postaci zapisu księgowego w biurze maklerskim lub u wprowadzającego te papiery do publicznego obrotu. Jako dowód własności akcji czy obligacji otrzymuje on świadectwo depozytowe wystawione przez bank lub przedsiębiorstwo maklerskie. Świadectwo takie nie ma charakteru papieru wartościowego i jego wydanie innej osobie nie pociąga za sobą żadnych skutków prawnych. Do przeniesienia własności takich papierów wartościowych nie jest konieczne, przewidziane w art. 921 k.c., wydanie dokumentów, przez co umowy takie tracą charakter umów realnych. Wprowadzenie powyższych zasad oznacza w praktyce likwidację w obrocie giełdowym dokumentów na okaziciela.

Zgodnie z definicją zawartą w statucie giełdy warszawskiej, transakcją giełdową jest umowa sprzedaży papierów wartościowych, praw z nich lub innych instrumentów finansowych, których kurs jest ustalany oraz ogłaszany na giełdzie oraz na niej zawarta. Stroną transakcji giełdowej może być wyłącznie akcjonariusz giełdy prowadzący przedsiębiorstwo maklerskie, które występuje w imieniu własnym na rachunek dającego zlecenie sprzedaży lub kupna papierów wartościowych. Jest to konsekwencja wprowadzenia przez ustawodawcę obowiązku korzystania w pu-

blicznym obrocie z usług wyspecjalizowanych pośredników – przedsiębiorstw maklerskich.

Najważniejszym elementem umowy giełdowej jest sposób określenia wartości papieru wartościowego, czyli dokonania ich notowania, który z punktu widzenia ekonomicznego zależy przede wszystkim od wielkości rynku, a z punktu widzenia prawnego od woli giełdy. Regulamin giełdy warszawskiej przewiduje, iż mogą się one odbywać bądź w systemie jednolitego kursu dnia, bądź też w systemie ciągłym. Pierwszy system notowań, wprowadzony wraz z utworzeniem giełdy, obejmuje w chwili obecnej wszystkie papiery dopuszczone do obrotu na niej. Istotą jego jest fakt, iż kurs ustalany jest tylko raz na każdej sesji, na podstawie wszystkich zleceń złożonych do momentu jej rozpoczęcia. Przy tym sposobie notowań papierów wartościowych istotne jest ograniczenie wahań kursów o 10 procent w przypadku akcji i pięć punktów procentowych w przypadku obligacji na każdej sesji. Drugi system, którego termin wprowadzenia jest bliżej nieznanym, polega na tym, iż w trakcie sesji giełdowej kurs papieru wartościowego jest płynny i zmienia się w zależności od składanych, również w czasie sesji, zleceń kupna lub sprzedaży bez żadnych ograniczeń.

Wszelkiego rodzaju spory o prawa majątkowe pomiędzy stronami transakcji oraz giełdą a jej akcjonariuszami, w myśl statutu giełdy warszawskiej rozstrzygać ma stały sąd polubowny, określany mianem Sądu Giełdowego, a składający się z 10 sędziów wybieranych na okres trzyletni.

Ustawodawca w prawie o publicz-

nym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych zdefiniował również szereg przestępstw związanych z giełdowym obrotem papierami wartościowymi. Należą do nich między innymi: ujawnienie tajemnicy zawodowej przez maklera, zawarcie porozumienia mającego na celu sztuczne podwyższenie lub obniżenie ceny papierów wartościowych, wykorzystanie w obrocie poufnej informacji, jak również prowadzenie przedsiębiorstwa maklerskiego lub giełdy bez wymaganego przez prawo zezwolenia. Zupełnym novum w prawie karnym i przez to najciekawszym z nich, zarówno z punktu widzenia jego materialnej treści, jak również z punktu widzenia dowodowego, jest przestępstwo polegające na wykorzystaniu „poufnych informacji”. Pojęcie to oznacza bowiem wszelkie nie podane do publicznej wiadomości informacje, które po ujawnieniu mogłyby wpłynąć na wartość lub cenę papieru wartościowego.

Ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, a wraz z nią giełda warszawska są instytucjami dość kontrowersyjnymi. Przyczyną tego jest fakt, iż powstały one w sytuacji, gdy w Polsce nie istniał rynek kapitałowy, którego kształtowanie można dostrzec

dopiero obecnie. Z tego względu większość regulacji została przeszczepiona z systemów zachodnich, nie zawsze konstrukcyjnie odpowiadających prawu polskiemu. Powoduje to szereg wątpliwości, co do sposobu powstania i charakteru praw w zakresie tego obrotu gospodarczego. Chaos ten pogłębiany jest przez nieuwagę, a może nawet brak kompetencji ustawodawcy, który uchwalając nowe prawo, nie dokonał koniecznych zmian w dotychczas obowiązujących przepisach. Konsekwencją tego jest na przykład brak jasności w zakresie ustanowienia i realizacji praw z zastawu, czy też brak przepisów egzekucyjnych, odnoszących się do papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu giełdowego. Powstanie wielu negatywnych opinii powoduje fakt, iż notowania giełdowe kierują się swoistymi prawami, które nie zawsze znajdują wytłumaczenie w racjonalnych przesłankach ekonomicznych. Niezależnie jednak od powyższego instytucja giełdy wrosła już w polski krajobraz gospodarczy i mimo przepowiedni ekspertów zachodnich, jej działalność nie zakończyła się do tej pory krachem, co uznać można na pewno za olbrzymi sukces.

Przypisy:

¹ Dz. U, nr 35, poz. 155; zm.: nr 103 z 1991, poz. 447.

² Przepis ten przewiduje dwa wyjątki dla: (1) udostępniania akcji pracownikom na zasadach preferencyjnych, zgodnie z art. 24 ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych; (2) proponowania nabycia akcji w jednoosobowych spółkach Skarbu Państwa w ilości nie mniejszej niż 10 procent akcji dla jednego nabywcy.

³ Podmiotem dominującym jest ten, który: (1) posiada większość głosów w organach innego podmiotu (zależnego); (2) jest uprawniony do powoływania albo odwoływania większości członków organów zarządzających innego podmiotu; (3) więcej niż połowa członków zarządu jednego podmiotu (zależnego) jest jednocześnie członkami organów drugiego podmiotu lub innego zależnego od niego. (art. 2 pkt. 9 prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi).

⁴ Opcja jest to przyznanie innej osobie prawa do nabycia akcji w ściśle określonym terminie i po cenie określonej zazwyczaj w dniu przyznania tego prawa – Steven H. Gifis: *Law Dictionary*, Barron's Editions New York 1991.

⁵ Dotychczas próbę wprowadzenia swoich akcji do obrotu publicznego podjął jedynie Pierwszy Komercyjny Bank w Lublinie, któremu jednak nie udało się tego osiągnąć ze względu na ujawnienie faktów dotyczących osoby jego głównego akcjonariusza D. Bogatina, które spowodowały załamanie gospodarki banku.

⁶ Warto przy tym zwrócić uwagę na niedostosowanie do tego rozwiązania przepisu art. 344 k.h.