

Regulacyjne
uwarunkowania
rozwoju instrumentów
rynku finansowego

Sławomir Antkiewicz

Regulacyjne uwarunkowania rozwoju instrumentów rynku finansowego

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2025

Recenzent
dr hab. Sebastian Skuza, prof. UW

Redaktor Wydawnictwa
Jerzy Toczek

Projekt okładki i stron tytułowych
Filip Sendal

Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Publikacja sfinansowana ze środków
Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-795-8

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. +48 58 523 11 37, tel. kom. +48 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
wydawnictwo.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: <https://wydawnictwo.ug.edu.pl/ksiegarnia-online/>

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. +48 58 523 14 49

Spis treści

Wstęp	9
1. Koncepcja prawna instrumentów finansowych	15
1.1. System finansowy i prawny	15
1.2. Instrumenty finansowe na tle papierów wartościowych	16
1.3. Instrumenty finansowe w polskiej myśli prawniczej i ekonomicznej	17
1.4. Rodzaje instrumentów finansowych	19
2. Ewolucja regulacji prawnych obrotu instrumentami finansowymi	21
2.1. Pierwsze regulacje	21
2.2. Regulacje uchwalone w związku z akcesją do Unii Europejskiej i w okresie późniejszym	22
3. Organizacja polskiego rynku instrumentów finansowych	29
3.1. Infrastruktura instytucjonalna	29
3.2. Giełda Papierów Wartościowych na jednolitym wspólnotowym rynku finansowym	29
3.3. Proces upubliczniania giełdy	31
3.4. Wyzwania stojące przed Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie	33
3.5. Catalyst jako organizator rynku dłużnych instrumentów finansowych	37
4. Emisja akcji	41
4.1. Główne założenia kodeksu spółek handlowych w stosunku do spółek akcyjnych	41
4.2. Uprawnienia akcjonariuszy	42
4.3. Sposoby podwyższania kapitału	45
4.4. Pokrycie akcji nowej emisji	49
4.5. Subskrypcja akcji	50

5. Emisja obligacji	57
5.1. Regulacje sprzed 2015 r.	57
5.2. Założenia ustawy o obligacjach z 2015 r.	58
5.3. Szczególne typy obligacji	61
6. Emisja obligacji zamiennych na akcje	65
6.1. Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego	65
6.2. Prawo konwersji a prawo poboru	69
6.3. Obligacje zamienne a inne instrumenty o zbliżonym charakterze	70
7. Regulacje szczególne dotyczące dłużnych instrumentów finansowych .	73
7.1. Prawne uwarunkowania emisji obligacji samorządowych . . .	73
7.1.1. Charakter prawny obligacji samorządowej	75
7.1.2. Ustawowa klasyfikacja obligacji	76
7.1.3. Warunki emisji obligacji	78
7.1.4. Przygotowanie i realizacja emisji	80
7.2. Prawne uwarunkowania emisji skarbowych instrumentów finansowych	87
7.2.1. Obligacje aktywne i pasywne	88
7.2.2. Charakterystyka detalicznych obligacji skarbowych . .	89
7.2.3. Charakterystyka hurtowych obligacji skarbowych . . .	92
7.2.4. Bony skarbowe	93
7.3. Regulacje instrumentów finansowych emitowanych przez banki	95
7.3.1. Regulacje bonów pieniężnych	95
7.3.2. Uregulowania listów zastawnych	98
7.3.3. Bankowe obligacje detaliczne	100
7.3.4. Instrumenty finansowe rynku międzybankowego . . .	102
7.4. Prawne uwarunkowania emisji krótkoterminowych papierów dłużnych	106
7.4.1. Cechy papierów komercyjnych	108
7.4.2. KPD jako weksle i skrypty dłużne	109

7.4.3. KPD jako obligacje krótkoterminowe	111
7.4.4. Etapy emisji papierów komercyjnych	113
8. Regulacje pochodnych instrumentów finansowych	119
8.1. Geneza uregulowań derywatów	119
8.2. Instrumenty pochodne w myśl regulacji obrotu instrumentami finansowymi	123
8.3. Instrumenty pochodne w myśl regulacji w zakresie giełd towarowych	126
8.4. Instrumenty pochodne a rozporządzenia wykonawcze	126
8.5. Znaczenie regulacji derywatów	131
Zakończenie	133
Bibliografia	139
Spis tabel	151

Wstęp

Na rynku instrumentów finansowych wciąż trwa ewolucja regulacji prawnych. U schyłku XX w. przepisy prawne dotyczące polskiego rynku instrumentów finansowych były stosunkowo skromne, tworzyły je fragmenty kodeksu handlowego uchwalonego przed II wojną światową, które jeszcze nie zostały uchylone, oraz kilka ustaw z sierpnia 1997 r. Wówczas bowiem uchwalono ustawę – Prawo bankowe, ustawę Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz ustawę o funduszach inwestycyjnych. Dwa lata wcześniej wprowadzono ustawę o obligacjach.

Dynamiczny rozwój instrumentów finansowych w pierwszych latach XXI w. oraz akcesja Polski do Unii Europejskiej spowodowały, że zarówno siedemdziesięcioletni kodeks handlowy, jak i ustawy z połowy lat dziewięćdziesiątych XX w. nie przystawały już do współczesnego obrotu gospodarczego. Stąd też w 2000 r. uchwalono nowoczesny kodeks spółek handlowych, w 2004 r. nową ustawę regulującą fundusze inwestycyjne, a w 2005 r. zestaw trzech ustaw dotyczących publicznego obrotu instrumentami finansowymi. W 2006 r. uchwalono natomiast ustawę o nadzorze nad rynkiem finansowym, powołującą do życia najważniejszą instytucję systemu nadzorczego w Polsce – Komisję Nadzoru Finansowego.

Konsekwencją powyższych obserwacji jest niniejsza monografia, w której przebadano zasygnalizowane regulacje dotyczące emisji instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego. Skupiono się na genezie i ewolucji uregulowań dotyczących emisji poszczególnych instrumentów finansowych występujących na polskim rynku.

Wybór tematu monografii autor chciałby uzasadnić niewielką liczbą badań naukowych w zakresie ewolucji regulacji prawnych odnoszących się do emisji instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego, które dotyczą przede wszystkim ewolucji prawa bankowego. Rzadko prowadzone są natomiast badania regulacji emisji pozaskarbowych instrumentów finansowych, a jeśli są już podejmowane, to ograniczają się do jednego aktu prawnego, np. wyłącznie ustawy o obligacjach. Ponadto dekada 2015–2025 była okresem dynamicznego rozwoju instrumentów finansowych, przy niełatwych uwarunkowaniach zewnętrznych wynikających z pandemii SARS-CoV-2 oraz z nieprzewidywalności notowań kursów na europejskich giełdach, uzależnionych od informacji płynących z linii frontu przebiegającej na Ukrainie.

Autor postawił sobie następujące cele. Po pierwsze, przeanalizowanie uwarunkowań pojawienia się i ewolucji regulacji dotyczących emisji instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego na krajowym rynku finansowym. Po drugie, krytyczne zbadanie niedoskonałości regulacyjnych na rynku.

Główną hipotezę badawczą monografii stanowi stwierdzenie, że na polskim rynku istnieje wiele innowacyjnych aktów prawnych dotyczących instrumentów finansowych, a sam proces emisyjny tych walorów, mimo pozornie dużego skomplikowania, nie budzi już większych wątpliwości interpretacyjnych. Aby jednak dojść do obecnego stanu rozwoju infrastruktury prawnej, wcześniej konieczne było wprowadzenie wielu nowych aktów prawnych lub nowelizacji istniejących.

Ćwierćwiecze funkcjonowania kodeksu spółek handlowych spowodowało, że proces emisji akcji jest już dobrze znany uczestnikom rynku. Zaś wejście w życie w 2000 r. przepisów tego kodeksu wprowadziło nową jakość na polskim rynku akcji. Z kolei regulacje procesów emisyjnych instrumentów dłużnych podlegały dłuższej ewolucji. Dla przykładu ustawa o obligacjach dopiero w 2015 r. doczekała się kształtu, który zyskał powszechną akceptację uczestników rynku.

Monografia składa się ze wstępu, ośmiu rozdziałów oraz zakończenia.

Rozdział pierwszy ma charakter teoretyczny – ukazano w nim charakter prawny instrumentów finansowych i papierów wartościowych oraz miejsce tych walorów na rynku finansowym. Dokonano również przeglądu myśli znanych prawników i ekonomistów w zakresie potrzeby wprowadzenia zmian legislacyjnych. Rozdział ten pokazuje też klasyfikacje instrumentów finansowych.

W rozdziale drugim przedstawiono ewolucję regulacji prawnych obrotu instrumentami finansowymi – poczynając od ustawy dotyczącej publicznego obrotu papierami wartościowymi z 1991 r. aż po wielokrotnie nowelizowane trzy ustawy w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, które wręcz można określić jako „konstytucję rynku kapitałowego”.

Rozdział trzeci zawiera analizę infrastruktury organizacyjnej polskiego rynku instrumentów finansowych. Szczególną uwagę zwrócono w nim na rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, od jej utworzenia w 1991 r. jako spółki Skarbu Państwa, aż do 2025 r., kiedy to inwestorzy posiadają 65% akcji spółki, które dają im ok. 49% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, zaś sama instytucja wciąż stoi przed koniecznością doprecyzowania swojej strategii rozwoju.

Czwarty rozdział monografii jest badaniem procesu emisyjnego akcji. Przedstawiono w nim najważniejsze zapisy kodeksu spółek handlowych, a także omówiono sposoby podwyższania kapitału w spółce akcyjnej, zasady pokrycia akcji nowej emisji i subskrypcji walorów.

Przedmiotem rozważań w rozdziale piątym są z kolei emisje obligacji. Ukazano w nim ewolucję regulacji ustawowych w zakresie emisji tych instrumentów finansowych, z uwzględnieniem nowelizacji wprowadzonych w 1995 i 2000 r., a także kompleksowych zmian będących rezultatem uchwalenia nowej ustawy o obligacjach w 2015 r. Nacisk położono na analizę procesów emisyjnych oraz dopuszczalności kreowania szczególnych typów obligacji.

W rozdziale szóstym omówiono regulacje dotyczące obligacji zamienialnych na akcje, często nawiązując do treści dwóch poprzednich rozdziałów. Emisja obligacji przez przedsiębiorstwo, jednak takich, które po pewnym

czasie i spełnieniu określonych warunków prawnych zostaną zamienione na akcje spółki, należy do szczególnie skomplikowanych zagadnień. W trakcie funkcjonowania obligacji zamiennej nie ma bowiem pewności, czy zamiana na akcje nastąpi. W rozdziale tym przedstawiono takie instytucje prawne, jak warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego, prawo konwersji czy prawo poboru akcji nowej emisji.

W najobszerniejszym rozdziale siódmym zbadano regulacje szczegółowe dotyczące emisji dłużnych instrumentów finansowych. W pierwszej kolejności analizie poddano regulacje obligacji emitowanych przez samorządy terytorialne, w drugiej – obligacji skarbowych, zarówno tych oferowanych klientom detalicznym, jak i walorów hurtowych dostępnych na przetargach, zaś w trzeciej – akty prawne dotyczące emisji bonów skarbowych. Dalsza część rozdziału siódmego stanowi analizę infrastruktury prawnej w zakresie emisji bonów pieniężnych, listów zastawnych i depozytów międzybankowych. W końcowej części rozdziału poruszono temat przepisów prawnych odnoszących się do krótkoterminowych papierów dłużnych. Ukazano, jak wprowadzenie nowoczesnych regulacji może doprowadzić do zmiany podstawy prawnej wykorzystywanej przy emisji (zamiast emisji weksli upowszechniły się emisje obligacji krótkoterminowych).

W ósmym rozdziale zbadano ewolucję regulacji pochodnych instrumentów finansowych. Wprowadzanie poszczególnych nowelizacji było jednym z niezbędnych czynników, aby powstał dojrzały rynek derywatów kapitałowych i pieniężnych. W konsekwencji obecnie w Polsce funkcjonuje już rozwinięty rynek kontraktów terminowych na indeksy akcji, w tym przede wszystkim kontraktów futures na WIG20. Ponadto sprawnie działa rynek kontraktów terminowych na akcje pojedynczych spółek, opcji na indeks WIG20 oraz walutowych kontraktów terminowych. Uzupełnieniem jest gama derywatów pozagiełdowych (walutowych i procentowych).

W monografii wykorzystano metodę dokumentacyjną i metodę obserwacji faktów. Metodyka badania opierała się na obserwacji wcześniejszego stanu ustawodawstwa, dostrzeżeniu niedoskonałości tych regulacji

i zaobserwowaniu potrzeby wprowadzenia zmian prawnych. Opierano się również na analizie dokumentacyjnej; analizowano uzasadnienia wprowadzenia poszczególnych aktów prawnych, ocenę ich skutków, a przede wszystkich poszczególne przepisy uchwalanych regulacji.

Wykorzystano literaturę z zakresu prawa rynku instrumentów finansowych oraz akty prawne zawarte w oficjalnych publikatorach. Obok opracowań zwartych istotną pozycję w bibliografii zajmują artykuły z czasopism oraz źródła internetowe. Konieczne było również skorzystanie z systemów informacji prawnej, takich jak np. Internetowy System Aktów Prawnych czy system Lex.