

Niedawno na półki księgarskie trafiła wartościowa monografia prawnicza poświęcona instrumentom finansowym. Obszerne dzieło M. Lemonnier jest bardzo ciekawe, chociaż przy wstępnym zapoznawaniu się sprawia pewne trudności percepcyjne. Lektura spisu treści jednoznacznie nasuwa skojarzenia niejurystyczne i tradycyjnie wykształconemu prawnikowi z pewnym kłopotem przychodzi przebrnięcie przez pojętową siatkę konstrukcyjną monografii. Przeważające i silnie wyeksponowane ujęcie teoretyczne ma bowiem charakter interdyscyplinarny, o czym świadczy aktywnie wykorzystywana terminologia z zakresu nauk ekonomicznych i zarządzania. Modele zostały postawione na pierwszym miejscu. To oryginalne podejście do tematyki instrumentów finansowych nie miało pierwowzoru w polskiej literaturze prawniczej. Próżno szukać opracowań równo rozkładających akcenty na kwestie *stricte* prawnicze oraz na rynkowe konteksty i mechanizmy biznesowe. Wśród znawców tematyki papierów wartościowych, instrumentów finansowych i dematerializacji na ogół dominuje podejście konstrukcyjno-prawne. Autorka przełamuje ten paradygmat i czyni to w sposób godny wzmoczonej uwagi z kilku powodów.

Po pierwsze, takiego opracowania brakowało dotychczas w polskim piśmiennictwie. Pionierski wkład Autorki polega przede wszystkim na trafnym zdiagnozowaniu nie dość wszechstronnie opracowanej tematyki i wynikających stąd niedostatków na rodzimym gruncie. Wywód reprezentuje świeże spojrzenie i jest skomponowany klarownie, dzięki starannej selekcji poruszanych zagadnień, chociaż sama praca została podzielona głęboko i niekonwencjonalnie – na dwie części, części zaś na tytuły, a tytuły na rozdziały. Pierwsza część monografii odnosi się do instrumentów finansowych w ujęciu modelowym, natomiast druga część przybli-

ża rynek instrumentów finansowych. Ten jasny porządek został nieco zakłócony pod koniec, ponieważ Autorka powróciła do problematyki instrumentów finansowych. Praca nie traci jednak przez to na spójności. Wznowiony wywód na temat instrumentów finansowych (s. 357 i n.) został wpleciony w aktualną refleksję postkryzysową, a jak wiadomo – kryzys zapoczątkowało w 2008 r. przesilenie na rynku derywatów kredytowych.

Po drugie, w polskiej literaturze dotkliwe daje się odczuć niedostatek opracowań szeroko nawiązujących do osiągnięć nauki prawa francuskiego. Praca ten obszar doskonale wypełnia. Nauka prawa papierów wartościowych szeroko czerpie przede wszystkim z dorobku porządków germańskich. Rozwiązania funkcjonujące na gruncie *common law*, pod wieloma względami panujące w skali światowej, przystają przede wszystkim do praktycznej sfery korzystania z instrumentów finansowych jako sposobu pozyskania kapitału oraz wprawienia w ruch aktywów majątkowych (ułożenia nadwyżek), czyli z akcentem na funkcje. Nie mieszczą się jednak bez reszty na siatce konstrukcyjnej abstrahującej od współrzędnej funkcji (zob. definicję *securities* w sekcji 3(a)(10) amerykańskiego *Securities Exchange Act* z 1934 r.), chociaż w dzisiejszej dobie sposób rozumienia istoty instrumentów finansowych różnych rodzajów przestaje mieć decydujące znaczenie, o ile z ich wykorzystaniem nie wiążą się perturbacje w wymiarze praktycznym, przede wszystkim w zakresie kolizyjnoprawnym (przy emisji i egzekucji świadczenia czy też w zakresie instytucji prawa upadłościowego). Skondensowanie wiedzy na temat instrumentów finansowych z perspektywy prawa francuskiego przypadło w udziale właśnie M. Lemonnier. Autorka nie ogranicza się jednak do egzegezy unormowań francuskich, ponieważ doskonale opanowała metodę prawnoporównawczą w czterech wymiarach, sprawnie poruszając się na gruncie prawa polskiego, francuskiego, niemieckiego oraz *common law*, omawiając nawet istotne z punktu widzenia tematyki pracy nowelizacje kodeksu handlowego Napoleona w XIX w. (s. 269).

Po trzecie, monografia jest niewątpliwie pouczająca. Oryginalne podejście metodologiczne wzbudza zainteresowanie i utrzymuje je w miarę lektury. Czytelnik jest zaciekawiony punktem widzenia oraz treścią skrywającą się pod wiele znaczącymi tytułami poszczególnych jednostek redakcyjnych (zob. np. sekwencję na s. 75). Wyrywkowe przeglądanie wybranych fragmentów na ogół jest dopiero początkiem głębszej lektury, co świadczy zresztą o stylistycznym zsynchronizowaniu wywodu i przekazywanej treści. Sam wywód jest koherentny, a warsztatowa strona pracy – bez zarzutu. Wartość monografii tylko nieznacznie deprecjonują usterki treściowe i redakcyjne. Przykładowo: pierwszym aktem prawa giełdowego w Polsce była ustawa z 20 I 1921 o organizacji giełd (nie zaś rozporządzenie Prezydenta RP z 28 XII 1924 o organizacji giełd – zob. s. 52 i 347); udzielenie przekazu jest źródłem upoważnień (nie zaś uprawnień – s. 55); dłużnik stosunku rachunku dokonuje wpisu na rachunek (nie zaś zapisów na koncie – np. s. 111); jedno z odesłań w tekście zawiera błąd i jest sprzeczne z innym, również nieprawidłowym (por. przypis 176 na s. 96 oraz przypis 297 na s. 155).

Monografia zachowuje proporcje właściwe pracom teoretyczno-naukowym i jest raczej źródłem wszechstronnych argumentów na uzasadnienie różnych zapatrywań niż próbą rozwiązania wyselekcjonowanych problemów jednostkowych. Dotyczy to przede wszystkim głównego nurtu wywodu w części pierwszej pracy. Autorka wiele uwagi poświęca pojęciowym i konstrukcyjnym relacjom między instrumentem finansowym a papierem wartościowym. Nawiazania do tej kwestii przewijają się często (np. s. 14, 76 i n., 207, 261 i n.). Można chyba nawet powiedzieć, że jest to integralna część monografii, ponieważ zagadnienie kwalifikacji czynności prawnej leżącej u podstaw kreacji (emisji) instrumentu finansowego i jej skutków należy do bardziej znaczących, co ma również doniosły wymiar praktyczny (np. pytanie, czy tzw. walutowa transakcja opcyjna jest instrumentem finansowym lub papierem wartościowym). Choć sprawa kwalifikacji jest w sumie dość oczywista

z perspektywy nauki o elementach stosunku zobowiązaniowego, to jednak szeroko udokumentowane stanowiska referowane przez Autorkę dostarczają świeżych argumentów przydatnych do ugruntowania zajmowanych pozycji (np. instrument pochodny to kontrakt – s. 186, na dodatek adhezyjny – s. 187).

Instrument pochodny w obrocie zorganizowanym nie jest kontraktem (umową). Przeciwnie podejście burzyłoby utrwalaony porządek instytucji znanych w teorii prawa cywilnego. Nie chodzi tu wcale o indywidualne pryncypia i przekonania. Czynność prawna ma skutek w postaci powstania stosunku prawnego, z którego wynikają prawa podmiotowe. W przypadku czynności zobowiązującej do rozporządzenia przedmiotem sukcesji jest prawo podmiotowe, a nie czynność prawna, z której ono wynika. Dlatego mówi się o przeniesieniu własności albo wierzytelności (art. 155 § 1, art. 510 § 1 k.c.) jako o podstawowym sposobie podmiotowej modyfikacji stosunku prawnego, a nie o wstąpieniu w sytuację prawną wynikającą ze zobowiązania (jest to bowiem domena sukcesji uniwersalnej). Kontraktu jako takiego zbyć nie można, ale prawa podmiotowe zeń wynikające – owszem. Sfera pojęciowa i żargon praktyczny nie determinują konstrukcji prawnych.

Nie tylko humorystycznie brzmi więc fraza przytoczona przez Autorkę, że regulacja instrumentów finansowych w prawie francuskim (z 1996 r.) zdaniem niektórych autorów przypomina „graciarnię” (s. 263). Ze względu na wspólny fundament europejski tak skrajna refleksja może również w pewnej mierze towarzyszyć analizie prawa polskiego (zob. art. 2 ustawy z 29 VII 2005 o obrocie instrumentami finansowymi¹) oraz obserwacjom legislacyjnych prób modyfikacji pojęcia instrumentu finansowego. Przykładem takich modyfikacji jest kategoria maklerskich instrumentów finansowych, przewidziana w art. 2 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w jej pierwotnym

¹ Tekst jedn. Dz.U. nr 211/2010, poz. 1384 ze zm.

brzmieniu², a derogowana – jako w zupełności nieoperatywna – w 2009 r.³

Polemika z tezami referowanymi oraz stawianymi przez Autorkę należy z pewnością do zadań przyjemnych, ze względu na wyrazisty styl i nienaganny warsztat, i dlatego niektórych zapatrywań oraz punktów widzenia nie sposób pozostawić bez krótkiego komentarza. Dotyczy to m.in. wywodu na temat relacji pomiędzy papierem wartościowym a znakiem legitymacyjnym (s. 95). Autorka pisze: „Papier wartościowy jest specyficznym dokumentem, czyli więcej niż znakiem legitymacyjnym, szczególnie ze względu na powiązanie między dokumentem a prawem w nim zawartym. W klasycznej koncepcji papieru wartościowego (...) jest on dokumentem bardziej ucieleśniającym niż zawierającym prawa majątkowe”.

Nad tymi zdaniem nie sposób przejść do porządku bez krótkiego chociażby ustosunkowania się do nich. Różnica między papierem wartościowym a znakiem legitymacyjnym (o ile chodzi o znak legitymacyjny stwierdzający obowiązek świadczenia, ponieważ znane są także inne kategorie znaków legitymacyjnych) jest w prawie polskim właściwie nieuchwytna. Każdy papier wartościowy jest znakiem legitymacyjnym stwierdzającym obowiązek świadczenia, a znaki legitymacyjne tego typu mają dokładnie te same prawne cechy wyróżniające, które przypisywane są papierom wartościowym. Za pomocą znaku legitymacyjnego można wykonać prawo podmiotowe, a za pomocą znaku legitymacyjnego stwierdzającego obowiązek świadczenia – uzyskać świadczenie. Ta podstawowa cecha konstrukcyjna każdego rodzaju środków symbolizujących prawo podmiotowe utrudnia jednoznaczną kwalifikację *in concreto*, tym bardziej wówczas, gdy sprawy nie ułatwia ustawodawca, jeżeli kwalifikacji nie przesądza normatywnie.

Warto w związku z tym przypomnieć, że obowiązujące prawo wekslowe nie zawiera słów „weksel jest papierem wartościowym”, co podważa najgłębszy sens

zasady *numerus clausus* papierów wartościowych w prawie polskim w jej krajnie ortodoksyjnym rozumieniu. Nie mamy tu więc do czynienia z tzw. normatywnym typem papieru wartościowego. Przyzwyczajenie skłania do przypisywania atrybutu papieru wartościowego tylko w sytuacjach przewidzianych przez ustawę, ale – jak wiadać – decydujące znaczenie mają uwarunkowania konstrukcyjne. Skutek czynności prawnej kreacyjnej, w niektórych przypadkach określony przez ustawę za pomocą *ius cogens* w zakresie treści praw podmiotowych związanych z nośnikiem dokumentowym, trybu cyrkulacji oraz przesłanek egzekucji świadczenia, jest utożsamiany z wykreowaniem papieru wartościowego. Tymczasem znak legitymacyjny stwierdzający obowiązek świadczenia też jest przecieź „wartościowy”, jeżeli po prezentacji można uzyskać świadczenie, chociaż podstawa jego kreacji oraz posługiwania się ma charakter umowny w zakresie rodzaju świadczenia, cyrkulacji oraz dochodzenia roszczeń (np. bilet do kina). Jeżeli różnica pomiędzy papierem wartościowym a znakiem legitymacyjnym stwierdzającym obowiązek świadczenia polega tylko na różnicowaniu podstawy prawnej kreacji (*ex lege – ex contractu*), to z pewnością jest to różnica tylko formalna. Na bazie konsensu można przecież opracować formułę znaku legitymacyjnego stwierdzającego obowiązek świadczenia bardziej złożonego niż weksel i nic nie stanie temu na przeszkodzie (art. 353¹ k.c.).

Jeżeli natomiast chodzi o wyeksponowaną przez Autorkę różnicę między „ucieleśnieniem” a „zawieraniem się” praw majątkowych w papierze wartościowym, to – jak wolno sądzić – żadnej różnicy tu nie ma. Prawo podmiotowe związane z nośnikiem jest skutkiem czynności prawnej, zgodnie z ogólnymi założeniami dotyczącymi skutków czynności prawnych, i nazywanie efektu czynności prawnej kreacyjnej słowami „ucieleśnić”, „zawierać”, „inkorporować”, czy też „reprezentować” jest tylko sposobem określenia skutku czynności prawnej, ale coraz to innymi słowami. Akt kreacji oraz jego następstwa można sprowadzić do słów: „wraz z wystawieniem papieru wartościowego powsta-

² Dz.U. nr 183, poz. 1538.

³ Dz.U. nr 165, poz. 1316.

je prawo podmiotowe” albo „skutkiem czynności prawnej jest związanie prawa podmiotowego z nośnikiem określonego rodzaju”. Ten sam skutek towarzyszy zresztą wystawieniu znaku legitymacyjnego – ale tylko stwierdzającego obowiązek świadczenia (art. 921¹⁵ k.c.). Podobnie można wytłumaczyć fenomen dematerializacji.

Autorka porusza w monografii bardzo wiele innych interesujących kwestii szczegółowych, m.in.: przybliża pojęcie tzw. kredytów nieetycznych (udzielanych osobom niewypłacalnym – s. 295); nawiązuje do segmentu OTC (s. 188); wspomina o *central counterparty* (s. 297); omawia pojęcie generacji papierów wartościowych (s. 171) oraz różnice między zdematerializowanym papierem wartościowym imiennym i na okaziciela (s. 112); charakteryzuje nowatorskie podejście do zbywalności papierów wartościowych (s. 126 i n.); tytułowe europejskie modele instrumentów

finansowych zostały ponadto umiejętnie wplecione w kontekst aktualnych procesów ogólnoświatowych (s. 238 i n.).

Wszystko to składa się na bardzo wysoką ocenę pracy. Można chyba zresztą powiedzieć, że tytuł monografii jest skromniejszy niż jej zawartość treściowa, ponieważ chodzi właściwie o modele światowe, a nie europejskie. Unormowania i koncepcje doktrynalne Starego Kontynentu stały się dla Autorki pretekstem do opracowania zagadnienia instrumentów finansowych w wymiarze globalnym. M. Lemonnier podjęła temat trudny i aktualny. Rzetelnie wywiązała się z obowiązków autora opracowania naukowego pod względem wszechstronnej znajomości instytucji prawnych oraz w zakresie operowania metodą komparatystyczną na poziomie, który z pewnością może służyć za najlepszy wzór do naśladowania.

Konrad Zacharzewski