

W dość krótkim odstępie czasu, właściwie prawie równocześnie, ogłoszono w Polsce dwie monografie naukowe na ten sam temat<sup>1</sup>. Obie prace poruszają analogiczne zagadnienie, związane z fundamentalnymi problemami teorii prawa cywilnego, o znakomitej wadze dla praktyki rynku kapitałowego, co bezpośrednio zachęca do zgłoszenia kilku uwag recenzenckich do obu monografii<sup>2</sup>.

Tematyka związana z obrotem giełdowym zasługuje na nieustanne zabiegi popularyzatorskie, nawet gdy chodzi o zagadnienia szczegółowe. Każde opracowanie dogmatyczne o zasięgu praktycznym jest potrzebne, ponieważ w polskiej doktrynie prawa giełdowego obszary dotąd nieopracowane wciąż są stosunkowo rozległe. Koncepcja omówienia problematyki odpowiedzialności odszkodowawczej emitentów walorów giełdowych w związku z obiegiem informacji zasługuje niewątpliwie na pełną aprobatę. W perspektywie historycznej bardzo często dochodziło do przesileni (kryzysów) giełdowych właśnie ze względu na praktykę funkcjonowania w obiegu nieprawdziwych informacji, czasem nawet rozpowszechnianych przez samych emitentów (np. Kampania Zachodnia Johna Lawa - 1718 r., Bańki Mydlane - 1720 r.). Nawet współcześnie nie można wykluczyć nadużyć, incydentalnych oraz na większą skalę, mimo rozbudowanych regulacji oraz efektywnego nadzoru. Emitentowi naturalnie zależy na uplasowaniu emisji i utrzymaniu wysokiego kursu walorów w obiegu, a zatem na przedstawieniu swej sytuacji w korzystnym świetle. Ustawodawca wymaga jednak, aby emitent prezentował o sobie informacje prawdziwe i rzetelne (zob. np. art. 22 ust. 1 oraz art. 68 ust. 3 ustawy

<sup>1</sup> Oprócz recenzowanej pracy, zob. T. Sójka: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008.

<sup>2</sup> Recenzja pracy T. Sójki zostanie opublikowana w jednym z najbliższych zeszytów „Państwa i Prawa” [przyj. red.].

z 29 VII 2005 o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>3</sup>). W praktyce zdarzają się przypadki funkcjonowania w obiegu informacji niepokrywających się z rzeczywistością. Rozbieżności te wiążą się z przemilczeniem, zmianą treści informacji, z poinformowaniem o fakcie, który miał miejsca, albo z zaniechaniem sprostowania informacji; taki stan rzeczy może być zawiniony albo nie.

Uchybienia informacyjne wpływają na kurs wyemitowanych walorów w świetle koncepcji efektywności informacyjnej (rynek wykorzystuje informacje), zasługują więc na ujemną ocenę - jako działanie nieuczciwe. Płaszczyzna cywilnoprawnej oceny zakłóceń przepływu informacji między emitentem a jego otoczeniem zewnętrznym nasuwa do rozstrzygnięcia liczne problemy szczegółowe. Siłą rzeczy pojawiają się tu kwestie: oceny uchybienia informacyjnego jako zdarzenia bezprawnego; podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej; oceny wysokości szkody (jeżeli uda się wykazać, że szkoda w ogóle powstała); związku przyczynowego. Tych wszystkich aspektów dotyka monografia K. Haładyja.

Układ treściowy książki jest raczej niekonwencjonalny, ponieważ dość obszerna praca składa się tylko z trzech rozdziałów. Można, oczywiście, bronić takiego podziału, choć atomizowanie problematyki w fazie kompozycyjnej zazwyczaj spotyka się z uznaniem czytelnika. Jak się wydaje, właśnie dlatego akcenty treściowe leżą w punktach, do których konserwatywnie wykształcony prawnik nie jest raczej przyzwyczajony.

Pierwszy rozdział omawia obowiązki informacyjne oraz odpowiedzialność odszkodowawczą emitenta w prawie USA. Należy przyznać, że jest to mocna strona monografii. Popularyzowanie systemu prawnego Stanów Zjednoczonych Ameryki może przynosić - obok niewątpliwych korzyści poznawczych - także pewien dysonans i dezorientację dogmatyczną. Z pewnością Autor dobrze poznał funkcjonowanie instytucji prawa amerykańskiego, a korzyść

<sup>3</sup> Dz.U. nr 184, poz. 1539 ze zm.

płynąca stąd dla czytelnika wiąże się głównie z tym, że zagraniczne instytucje prawne zostały scharakteryzowane adekwatnie do polskich realiów jurystycznych przez wysoce kompetentnego prawnika.

Dotyczy to w szczególności instytucji *class actions*. Pozwy zbiorowe, z powodzeniem stosowane w praktyce amerykańskiego rynku kapitałowego, nie są jeszcze znane w prawie polskim. Tymczasem idea uregulowania tej instytucji zdobyła spore grono zwolenników i jest to instytucja oczekiwana. Cenne uwagi komparatystyczne, zgłoszone na płaszczyźnie *common law* oraz prawa niemieckiego, z pewnością mogą być wskazówką dla polskiego ustawodawcy *de lege ferenda*. *Class actions* oraz niemiecka instytucja procesowa postępowania wzorcowego (*Musterverfahren*) sprawdzają się w praktyce, co Autor przekonująco udokumentował, wzbogacając wywód zestawieniami statystycznymi. Taka metoda zasługuje na pozytywną ocenę - mamy bowiem do czynienia z instytucją nie dość jeszcze poznaną w nauce prawa polskiego, a wszechstronna prezentacja problemów metodą naukową wychodzi pracy tylko na korzyść. Ograniczenia związane z praktycznym dochodzeniem roszczeń w związku z naruszeniem przez emitenta obowiązków informacyjnych są chyba najpoważniejszą przeszkodą w stosowaniu rozwiązań prawa materialnego. Sekwencja domniemań materialnych na korzyść poszkodowanych oraz ułatwień procesowych są instrumentami w dzisiejszych czasach niezbędnymi, z czym słusznie zgadza się Autor. Zestawienie instytucji zagranicznych z polską praktyką wymiaru sprawiedliwości oraz wskazanie rozwiązań prawnych *de lege lata* korzystnych dla osób poszkodowanych przez emitenta stanowią naturalne rozwinięcie części teoretycznej. Szkoda jednak, że Autor wprowadza nowe pojęcie (*securities litigation*), ale nie wyjaśnia jego istoty prawnej, lecz przechodzi od razu do szczegółów (s. 104 i n.).

Drugi rozdział pracy został poświęcony obowiązkowi informacyjnym emitentów w Polsce. Należało się tu spodziewać klarownego układu według prostego schematu narzuconego przez ustawodawcę: prospekt emisyjny - informacje okresowe - informa-

cje bieżące - informacje poufne. Zaprezentowany układ został uzupełniony o obszernie uwagi na temat zjawiska *insider trading*.

Zjawisko to jest związane z asymetrią informacyjną. Osoba lepiej poinformowana czyni użytek z posiadanych informacji w ten sposób, że dokonuje czynności prawnej na podstawie aktualnego stanu swej wiedzy, co jest przez ustawodawcę traktowane jako działanie bezprawne. Dość powszechnie w doktrynie reprezentowane jest stanowisko, które głosi, że samo posiadanie informacji relewantnych dla kursu waleń giełdowych (informacji poufnych) nie upoważnia jeszcze do zastosowania sankcji przewidzianych dla *insider trading*. Dopiero wykorzystanie takiej informacji spotyka się z reakcją usprawiedliwioną normatywnie (w pierwszej linii sankcją administracyjną). Zagadnienia informacji poufnych oraz bezprawnego ich wykorzystania zostały opracowane w wyodrębnionych jednostkach redakcyjnych i w monografii poświęcono im dużo miejsca, chociaż z pewnością zasługiwałyby nawet na samodzielne opracowanie.

Kompozycja trzeciego rozdziału pracy wzbudza pewne zastrzeżenia. Nie chodzi jedynie o proporcje. W rozdziale tym znajdziemy praktycznie wszystkie wątki merytorycznie nawiązujące do tytułu monografii. Pod hasłem odpowiedzialności odszkodowawczej emitenta za naruszenie obowiązków informacyjnych w prawie polskim ukrywa się właściwie lustrzane odbicie tytułu opracowania. Przydałaby się tu skrupulatna selekcja materiału. Rozdział trzeci obfituje w liczne odesłania międzyrozdziałowe (np. s. 326) i nawiązania do wcześniejszych wywodów. Taki styl zasługuje na ocenę negatywną. Wywód rozwija się zresztą w nieoczekiwanych kierunkach (np. zdublowanie fragmentu na temat zasad odpowiedzialności - s. 239 i n. oraz 271 i n. czy też usytuowanie uwag w kwestii naprawienia szkody przed omówieniem związku przyczynowego, który jest przecież przesłanką powstania obowiązku odszkodowawczego). Aspekty formalne mają jednak znaczenie drugorzędne w przypadku opracowania poświęconego ważkim zagadnieniom dogmatycznym o znakomitej roli dla praktyki.

Na rozwińnięcie i polemikę zasługiwałoby z pewnością wiele wątków. Wskazanie najważniejszego zagadnienia nie jest łatwe, ponieważ poruszana problematyka jest ogólnie niezwykle ciekawa i godna zaprezentowania.

Z pewnością takie znaczenie ma kwestia szkody giełdowej. Autor zasadnie podkreśla podatność szkody giełdowej na wpływ czynnika czasu. Szkada giełdowa ewoluje w czasie z niespotykaną w innych sferach intensywnością i nie należy do rzadkości sytuacja, gdy uszczerbek majątkowy (*damnum*) po pewnym, nawet krótkim czasie przetrada się w korzyść (*lucrum*). Trafnie K. Haładaj wiąże główne problemy związane z obliczeniem wysokości szkody z potrzebą oparcia się na ustaleniach hipotetycznych, przy czym należy podkreślić - jest to podejście adekwatne jedynie do obliczenia *lucrum cessans*. Wysokość *damnum emergens* zawsze można obliczyć z zadowalającą dokładnością, nawet w obrocie giełdowym (o ile jednak poszkodowany wykaże pierwszoplanową przesłankę odpowiedzialności, tj. zdarzenie bezprawne, które wywarło konsekwencje bezpośrednio w jego sferze prawnej). Z pewnością nie można utożsamiać hipotetycznego rozmiaru szkody z hipotetycznym wpływem naruszenia obowiązków informacyjnych przez emitenta na sferę prawną rzekomo poszkodowanego. W przypadku szkody giełdowej aspekt hipotetyczny pojawia się w związku z dwiema samodzielnymi przesłankami odpowiedzialności odszkodowawczej, ponieważ wpływa na ocenę zdarzenia bezprawnego oraz wysokości szkody. Jak się wydaje, Autor niekiedy utożsamia te sfery zastosowania rozumowania hipotetycznego. Zdarzenie bezprawne zawsze wpływa na sferę prawną innych osób.

Na uwagę zasługują rozważania na temat subiektywnych uwarunkowań związanych z obliczeniami ewentualnie utraconego zysku. Z pewnością zapewnienie rzekomo poszkodowanego o utracie szansy lukratywnej inwestycji, ze względu na nietrafne zainwestowanie środków pod wpływem niewiedzy wywołanej przez emitenta, nie wystarcza jeszcze dla sformułowania

konkluzji, że rzekomo poszkodowany utracił zysk. Sfera dowodowa (art. 6 k.c.) jest niejako naturalną barierą dla dochodzenia od emitenta roszczeń odszkodowawczych obejmujących utracone rzekomo zyski. Autor trafnie relatywizuje więc sytuację prawną różnych osób z perspektywy uwarunkowań i predyspozycji osobistych. Z pewnością podmiot profesjonalnie uczestniczący w obrocie giełdowym ma większe możliwości wykazania w procesie *lucrum cessans* niż podmiot okazjonalnie zawierający umowy giełdowe bądź osiągnący jedynie przeciętne zyski. Nieprofesjonalista nie udowodni utraconego zysku, lecz jedynie szansę jego osiągnięcia, która przecież nie podlega ochronie. Jeżeli dodamy do tego, że „w trakcie (...) okresu naruszenia na rynek może oddziaływać szereg różnego rodzaju czynników, mogących wpływać na kształtowanie się kursów papierów wartościowych”, co trafnie zauważa Autor (s. 327), to okazuje się, że obliczenie szkody związanej z naruszeniem obowiązków informacyjnych przez emitenta wywołuje nie lada problemy praktyczne. Dowód wysokości szkody obciąża - bez wyjątków - poszkodowanego, a stosuje się tu art. 322 k.p.c.

Jednoznacznie pozytywna ocena monografii K. Haładajja nie jest dziełem przypadku, chociaż cieniem na całość kładzie się kilka niedociągnięć, głównie o charakterze formalnym. Autor postawił przed sobą dość trudne zadanie opracowania zagadnień szerzej nieznanych w polskiej praktyce. Właśnie jej przedstawiciele powinni sięgnąć po ogłoszoną monografię, m.in. przedstawiciele praktyki nadzorczej. Organ nadzoru giełdowego (Komisja Nadzoru Finansowego) dba bowiem o funkcjonowanie emitentów w realiach symetrycznego (równego) dostępu do informacji i stoi na straży sprawiedliwej giełdy. Monografia zasługuje z pewnością na uwagę jako cenne źródło wszechstronnie dobranych argumentów oraz materiału empirycznego z bogatej praktyki zagranicznej na temat, który ma w Polsce obiecujące perspektywy rozwoju.

Konrad Zacharzewski