

Rozstrzyganie przez sąd arbitrażowy sporów z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi

I. Wprowadzenie

Rozstrzyganie przez sądy arbitrażowe sporów z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi budziło poważne kontrowersje nawet w krajach cechujących się rozwiniętym rynkiem kapitałowym. Warto w tym kontekście zwrócić uwagę przede wszystkim na system prawny Stanów Zjednoczonych i Republiki Federalnej Niemiec. Kontrowersje te dotyczyły m.in. zdatności arbitrażowej tych sporów, ochrony konsumentów usług finansowych przed „narzucaniem” im klauzul arbitrażowych ze strony domów maklerskich, a także należytego nadzoru nad systemem sądownictwa arbitrażowego ze strony organów nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Na gruncie prawa polskiego skłania to do głębszej refleksji nad zdatnością arbitrażową sporów z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi.

II. Rys prawnoporównawczy

1. Republika Federalna Niemiec

Prawo niemieckie istotnie ogranicza zdatność arbitrażową sporów z zakresu obrotu instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym. Zgodnie z § 37h *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG) umowy o arbitraż dotyczące przyszłych sporów z zakresu świadczenia usług związanych z obrotem papierami wartościowymi (*Wertpapierdienstleistungen*), usług dodatkowych związanych z obrotem papierami wartościowymi (*Wertpapiernebenleistungen*), a także finansowych transakcji terminowych (*Finanztermingeschäfte*) wiążą wyłącznie, gdy obie strony tej umowy są przedsiębiorcami lub osobami prawnymi¹.

W założeniu przepis ten służyć ma ochronie drobnych inwestorów, którzy nie zajmują się profesjonalnie obrotem instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym. Podkreśla się, że w przypadku tej grupy inwestorów, która niejednokrotnie nie do końca

¹ Przy czym w przypadku tej drugiej grupy podmiotów chodzi np. o stowarzyszenia lub fundacje; R. Sethe [w:] *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, red. H.D. Assmann, U. Schneider, Köln 2006, s. 1594.

rozumie sens wielu instrumentów finansowych lub elementów „infrastruktury” rynku kapitałowego, tym bardziej nie powinno się dopuszczać do sytuacji, w której z góry zrzekają się dopuszczalności skierowania przyszłego sporu na drogę postępowania przed sądami powszechnymi².

Warto w tym miejscu wskazać, że do usług związanych z obrotem papierami wartościowymi (*Wertpapierdienstleistungen*) § 2 ust. 3 WpHG zalicza m.in. umowy o nabycie i zbycie instrumentów finansowych (*Finanzinstrumenten*) we własnym imieniu i na rachunek osoby trzeciej, pośredniczenie lub przekazywanie zleceń dotyczących nabycia lub zbycia instrumentów finansowych czy też zarządzanie portfelem instrumentów finansowych, natomiast do usług dodatkowych związanych z obrotem papierami wartościowymi (*Wertpapiernebenleistungen*) § 2 ust. 3a WpHG zalicza np. doradztwo inwestycyjne.

W literaturze przedmiotu rozwiązanie przyjęte przez niemieckiego ustawodawcę jest jednak krytykowane³. Podnosi się, że przyjęte rozwiązanie nadmiernie ogranicza autonomię woli stron, mając na uwadze fakt, że tzw. drobni, nieprofesjonalni inwestorzy w dostatecznym stopniu chronieni są przez obowiązujący system prawny. Dotyczy to w szczególności znowelizowanych w 1998 r. przepisów dotyczących postępowania przed sądami polubownymi⁴ oraz regulacji chroniących konsumentów przed niedozwolonymi klauzulami umownymi⁵.

2. Stany Zjednoczone Ameryki

Amerykański system prawny przeszedł dość znaczącą ewolucję w zakresie rozstrzygania przez sąd arbitrażowy sporów dotyczących obrotu papierami wartościowymi – od głębokiej nieufności wobec arbitrażu do pełnej akceptacji tego typu metody rozwiązywania sporów.

Większość kluczowych dla tego zagadnienia orzeczeń zapadło w odniesieniu do sporów powstałych na gruncie wykonywania umów pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami. Dotyczyły one dokonywania przez maklerów transakcji, do których nie byli uprawnieni, udzielania nieprawidłowego doradztwa inwestycyjnego, generowania niepotrzebnych transakcji na rachunek klienta celem uzyskania nienależnych prowizji⁶.

Powództwa zbiorowe (*class actions*) inwestorów poszkodowanych na skutek naruszenia obowiązków informacyjnych przez emitentów w praktyce rozstrzygane są przez sądy powszechne. Regulaminy sądów polubownych zajmujących się sprawami z zakresu rynku kapitałowego z reguły wyłączają możliwość rozstrzygania tego rodzaju spraw⁷. Z czysto

² T.M.J. Möllers [w:] H. Hirte, T.M.J. Möllers (red.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, Köln–Berlin–München 2007, s. 2247.

³ *Ibidem*, s. 2247; R. Sethe, *op. cit.*, s. 1583 i n.

⁴ R. Sethe, *op. cit.*, s. 1580.

⁵ *Ibidem*, s. 1601 i n.

⁶ R.W. Painter, M.V. Sachs, *Securities Litigation and Enforcement*, West Group 2003, s. 945.

⁷ C.N. Katsoris, *Roadmap to securities ADR*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 2006, vol. 11, s. 427.

prawnego punktu widzenia co do zasady nie ma przeszkód, aby pewne elementy postępowania z zakresu powództw zbiorowych rozstrzygał sąd polubowny, ale sąd powszechny i tak pozostałby kompetentny w zakresie zatwierdzenia grupy powodów oraz wyboru arbitrów. Dlatego też ze względu na specyfikę proceduralną powództw zbiorowych pozostają one domeną sądów powszechnych⁸.

Zgodnie z orzeczeniem Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych w sprawie *Wilko* przeciwko *Swan* (1953 r.)⁹ zapis na sąd polubowny w zakresie umowy pomiędzy domem maklerskim a jego klientem, sporządzony przed powstaniem sporu, jest bezskuteczny. Orzeczenie to odnosiło się do roszczeń podnoszonych na gruncie *Securities Act* z 1933 r., jednak kontynuując tę linię orzecznictwa, Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych rozszerzył swoje stanowisko także na roszczenia oparte na *Securities and Exchange Act* z 1934 r. Sąd Najwyższy stanął na stanowisku, że wspomniane wyżej regulacje rynku kapitałowego w USA przyznają inwestorom specjalne uprawnienia mające na celu ochronę ich interesów. Dlatego też wszystkie umowy, które zmierzałyby do ograniczenia tych uprawnień, uznawane były za nieważne. Do takich zabronionych postanowień umownych zaliczony został zapis na sąd polubowny dotyczący przyszłych ewentualnych sporów, które mogą powstać między domami maklerskimi a ich klientami. W omawianym orzeczeniu (*Wilko*) sąd jednoznacznie stanął na stanowisku, że arbitraż oferuje inwestorom mniejszy zakres ochrony niż system sądownictwa powszechnego – choćby ze względu na fakt, że arbitrzy rozstrzygający sprawę mogą być bardziej przychylni profesjonalnym uczestnikom obrotu, np. domom maklerskim¹⁰. Wskazano przy tym, że arbitrzy w tego rodzaju sprawach najczęściej wywodzą się spośród profesjonalistów zajmujących się świadczeniem usług na rzecz „sektora finansowego” – a więc także domów maklerskich. Sąd podkreślał także, że prawo wyboru forum, które miałyby rozstrzygać o zasadności roszczeń inwestorów podnoszonych na gruncie *Securities Act* z 1933 r. oraz *Securities and Exchange Act* z 1934 r., należy do uprawnień inwestorów wynikających z tych aktów prawnych, których nie można wyłączyć lub ograniczyć z góry¹¹.

Asumptem do zmian opisanego wyżej stanu prawnego stała się po pierwsze nowelizacja § 19 *Securities and Exchange Act* (weszła w życie w 1975 r.), zgodnie z którą *Securities and Exchange Commission* sprawuje nadzór nad (pozarządowymi) instytucjami infrastruktury rynku kapitałowego (SRO – *Self Regulatory Organisations*) organizującymi sądy polubowne dla rozstrzygania spraw z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi na rynku kapitałowym¹². Po drugie od 1977 r. specjalna komisja powołana przez te instytucje – *Securities Industry Conference on Arbitration* (SICA) – podjęła się opracowania regulaminu (*Uniform Code of Arbitration*), który miałyby być stosowany przez sądy arbitrażowe prowadzone przez te instytucje. *Uniform Code of Arbitration*

⁸ J. Kerr, Arbitrability of Securities Law Claims in Common Law Nations, *Arbitration International* 1996, vol. 12, No. 2, s. 172 i n.

⁹ 346, U.S. 427 (1953).

¹⁰ J.D.M. Lew, L.A. Mistelis, S.M. Kröl, *Comparative International Commercial Arbitration*, Warszawa 2003, s. 194.

¹¹ E.C. Okeke, *Arbitration of Federal Securities Claims*, *Arbitration International* 1999, vol. 15, No. 3, s. 269.

¹² R.W. Painter, M.V.Sachs, *op. cit.*, s. 945.

został ostatecznie, po konsultacjach z *Securities and Exchange Commission*, przyjęty przez partycypujące *Self-Regulatory Organizations* (SRO) na przełomie 1979 r. oraz 1980 r.¹³

Zaowocowało to w drugiej połowie lat 80. istotną zmianą nastawienia Sądu Najwyższego do zdatowności arbitrażowej sporów z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi. W orzeczeniach *Shearson/American Express, Inc. przeciwko McMahon (McMahon)*¹⁴ i *Rodriguez De Quijas przeciwko Shearson/American Express, Inc. (Rodriguez)*¹⁵ sąd uznał, że dopuszczalny jest zapis na sąd polubowny w odniesieniu do mogących powstać w przyszłości sporów pomiędzy maklerami a ich klientami na gruncie *Rule 10b-5 (McMahon)*¹⁶. Ponadto w *Rodriguez* sąd jednoznacznie rozstrzygnął, że prawo wyboru forum nie stanowi szczególnie chronionego uprawnienia na gruncie *Securities Act* z 1933 r. lub *Securities and Exchange Act* z 1934 r.¹⁷ Uzasadniając takie stanowisko, Sąd Najwyższy podkreślał, że **arbitraż nie zagraża interesom inwestorów, gdyż poszerza dopuszczalne sposoby dochodzenia praw przez inwestorów, a sądy arbitrażowe w tym zakresie podlegają nadzorowi Securities And Exchange Commission**¹⁸.

Dziś większość spraw z zakresu obrotu instrumentami finansowymi rozstrzygana jest przez sądy arbitrażowe przy SRO¹⁹. Aktualnie liczba spraw rozpatrywanych przez sądy arbitrażowe sięga kilku tysięcy rocznie i przejawia tendencję rosnącą. Większość spraw rozpatrywanych jest przez sądy arbitrażowe przy *New York Stock Exchange* oraz *National Association of Securities Dealers* (NASD). Co więcej, nawet gdy umowa pomiędzy maklerem i jego klientem nie zawiera zapisu na sąd polubowny, to regulamin NASD nakłada na swoich członków (domy maklerskie) obowiązek poddania sporu pod arbitraż, jeżeli żąda tego klient domu maklerskiego²⁰.

Współcześnie prawie wszystkie spory pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami rozstrzygane są przez sądy arbitrażowe. W literaturze co jakiś czas pojawiają się głosy, że klienci domów maklerskich w praktyce nie mają szczególnego wyboru i mogą dochodzić swoich praw wyłącznie przed sądami arbitrażowymi przy SRO, które z kolei oskarżane są o sprzyjanie domom maklerskim²¹. Należy jednak podkreślić, że oskarżenia te nie zostały dostatecznie potwierdzone przez badania empiryczne prowadzone przez organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym (SEC) ani też niezależnych ekspertów²².

¹³ C.N. Katsoris, *op. cit.*, s. 419 n.

¹⁴ 482 U.S. 220 (1987).

¹⁵ 490 U.S. 477 (1989).

¹⁶ R.D. Rotunda, *Cautionary Lessons from American Securities arbitration: Litigation v. Arbitration*, *Arbitration International* 1989, vol. 5, No. 2, s. 199 i n.

¹⁷ E.C. Okeke, *op. cit.*, s. 273.

¹⁸ J.D.M. Lew, L.A. Mistelis, S.M. Kröl, *op. cit.*, s. 194 i n.

¹⁹ C.N. Katsoris, *op. cit.*, s. 419 n.

²⁰ J.D.M. Lew, L.A. Mistelis, S.M. Kröl, *op. cit.*, s. 194 i n.

²¹ E.C. Okeke, *op. cit.*, s. 275.

²² Oversight of self-regulatory organization Arbitration (Audit 289), www.sec.gov, s. 1.

III. Zdadność arbitrażowa sporów z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi w prawie polskim – uwagi ogólne

Zgodnie z art. 1157 KPC, jeżeli przepis szczególny nie stanowi inaczej, strony mogą poddać pod rozstrzygnięcie sądu polubownego spory o prawa majątkowe lub spory o prawa niemajątkowe, mogące być przedmiotem ugody sądowej, z wyjątkiem spraw o alimenty²³. Nie powinno ulegać wątpliwości, że spory z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi mogą być przedmiotem ugody sądowej (art. 223 w zw. z art. 203 § 4 KPC). Z reguły są to spory o prawa majątkowe wynikające z umów zawieranych w zorganizowanym obrocie papierami wartościowymi.

Powstaje jednak pytanie, czy na tle konkretnych umów nie istnieją przepisy szczególne, które ograniczałyby lub wyłączały zdadność arbitrażową sporów powstałych w związku z wykonywaniem tych umów. Wymaga to jednak przeanalizowania najbardziej typowych rodzajów umów zawieranych w zorganizowanym obrocie papierami wartościowymi.

IV. Spory z zakresu transakcji pomiędzy maklerami w zorganizowanym obrocie papierami wartościowymi

Stronami transakcji giełdowych mogą być wyłącznie członkowie giełdy – podmioty dopuszczone do działania na giełdzie²⁴, którymi z reguły są osoby prawne posiadające zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej i odpowiednie środki organizacyjno-techniczne wymagane do obsługi obrotu instrumentami finansowymi notowanymi na giełdzie²⁵. Aby doszło do wykonania umów zawartych w obrocie na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych (GPW) S.A., względnie w alternatywnym systemie obrotu (*NewConnect*), muszą one zostać rozliczone przez izbę rozrachunkowo-rozliczeniową, której funkcję w Polsce pełni co do zasady Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW) S.A. Uczestnikami systemu depozytowo-rozliczeniowego prowadzonego przez KDPW S.A. mogą być tylko podmioty profesjonalnie zajmujące się m.in. prowadzeniem rachunków papierów wartościowych lub inną działalnością maklerską albo lokowaniem na własny rachunek środków finansowych na rynku papierów wartościowych²⁶.

Innymi słowy, w obu powyższych przypadkach ewentualne spory powstałe na gruncie zawierania transakcji giełdowych oraz rozliczania transakcji powstawać będą wyłącznie pomiędzy profesjonalnymi uczestnikami obrotu. Będą to spory o prawa majątkowe, które mogą być przedmiotem ugody sądowej (art. 223 w zw. z art. 203 § 4 KPC), a więc będą one

²³ Szerzej na ten temat zob. *T. Ereciński [w:] T. Ereciński, K. Weitz, Sąd arbitrażowy*, Warszawa 2008, s. 47; *K. Piasecki (red.), Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz. Tom III*, Warszawa 2006, s. 246.

²⁴ § 60 ust. 3 Regulaminu Giełdy – tekst ujednolicony na 1.9.2008 r.

²⁵ § 61 Regulaminu Giełdy.

²⁶ § 8 i n. Regulaminu Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych – tekst ujednolicony na 28.3.2008 r.

miały zdolność arbitrażową. Polski system prawny nie przewiduje nadto jakichkolwiek przepisów szczególnych, które by tę zdolność ograniczały. W praktyce polubowny sposób rozstrzygania sporów pomiędzy domami maklerskimi na rynku kapitałowym jest rozwiązaniem preferowanym przez podmioty organizujące obrót giełdowy (GPW SA) oraz system rozliczeniowo-rozrachunkowy (KDPW S.A.).

Przy GPW S.A. w Warszawie działa sąd polubowny utworzony m.in. celem rozstrzygnięcia sporów cywilnych o prawa majątkowe, wynikających z przebiegu transakcji giełdowych pomiędzy ich uczestnikami – podmiotami prowadzącymi działalność maklerską i dopuszczonymi do działania na giełdzie (§ 29 ust. 1 Statutu Giełdy). Co więcej, zgodnie ze Szczegółowymi Zasadami Obrotu Giełdowego podmiot ubiegający się o dopuszczenie do działania na giełdzie zobowiązuje się do poddania właściwości sądu giełdowego sporów cywilnych o prawa majątkowe wynikające z transakcji giełdowych²⁷.

Z kolei zgodnie z § 17 ust. 1 Regulaminu KDPW S.A. spory cywilne o prawa majątkowe między uczestnikami oraz między uczestnikiem a Krajowym Depozytem związane z uczestnictwem w systemie depozytowo-rozliczeniowym poddaje się jurysdykcji sądu polubownego przy Krajowym Depozycie. W świetle § 20 ust. 1 pkt 7 Regulaminu KDPW do składanego wobec KDPW wniosku o zawarcie umowy o uczestnictwo w KDPW należy załączyć oświadczenie w przedmiocie zapisu na sąd polubowny przy Krajowym Depozycie.

V. Spory pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami (inwestorami)

Nieco większe wątpliwości pojawiać się mogą w przypadku sporządzenia zapisu na sąd polubowny w odniesieniu do sporów powstałych pomiędzy domem maklerskim a jego klientami np. na gruncie wykonywania umowy o świadczenie usług brokerskich (art. 73 i n. ObrIFinU²⁸), umowy doradztwa inwestycyjnego (art. 76 ObrIFinU) albo umowy o zarządzanie portfelem maklerskich instrumentów finansowych (art. 75 ObrIFinU). Wprawdzie żaden przepis szczególny nie ogranicza zdolności arbitrażowej tego rodzaju sporów, jednak pewne wątpliwości pojawiają się w kontekście unormowań dotyczących klauzul niedozwolonych w obrocie konsumenckim (art. 385¹–385³ KC).

Nie powinno budzić kontrowersji, że niektórzy spośród inwestorów zawierających umowy z domami maklerskimi są konsumentami w rozumieniu art. 22¹ KC. Większość tzw. inwestorów indywidualnych, angażując się w obrót papierami wartościowymi, dokonuje bowiem czynności prawnych niezwiązanych z ich działalnością gospodarczą lub zawodową. Co więcej, postanowienia umów zawieranych pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami – konsumentami – z reguły trudno będzie uznać za indywidualnie uzgodnione. Tym samym w tym przypadku znajdzie zastosowanie art. 385¹ KC, który uznaje za niewiążące wobec konsumenta nieuzgodnione z nim indywidualnie

²⁷ Pkt VIII (b) Załącznika Nr 1 Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego wydanych przez GPW S.A. w Warszawie – tekst ujednolicony na 27.9.2008 r.

²⁸ Ustawa z 29.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538); dalej jako: ObrIFinU.

postanowienia umowy, które kształtują jego prawa i obowiązki w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, rażąco naruszając jego interesy. Z kolei art. 385³ pkt 23 KC stanowi, że w razie wątpliwości uważa się, że niedozwolonym postanowieniem umownym jest to, które „poddaje sprawę pod rozstrzygnięcie sądu polubownego polskiego lub zagranicznego”.

Tym samym klauzule poddające spory z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi pod rozstrzygnięcie sądu polubownego mogą zostać uznane za klauzule niedozwolone w obrocie z konsumentami²⁹. Nie oznacza to jednak, że każda taka klauzula w każdych okolicznościach powinna zostać uznana za niedozwoloną.

Należy zauważyć, że zgodnie z dominującym poglądem doktryny zaliczenie takiej klauzuli do listy zawartej w art. 385³ KC nie przesądza jeszcze, że jest to klauzula niedozwolona w obrocie konsumenckim³⁰. Unormowania art. 385³ KC ustanawiają jedynie regułę interpretacyjną, która nakazuje określoną klauzulę uznać za niedozwoloną, jeśli powstaną co do tego wątpliwości. Natomiast wątpliwości takie mogą powstać z uwagi na treść ogólnej reguły zawartej w art. 385¹ KC³¹. W szczególności oceny zgodności umowy z dobrymi obyczajami dokonuje się biorąc pod uwagę treść tej umowy, okoliczności jej zawarcia i postanowienia innych umów pozostających w związku z badaną umową (art. 385² KC). Trafny jest także wyrażony w doktrynie pogląd, że powyższe przepisy należy interpretować zgodnie z postanowieniami dyrektywy 93/13 o niedozwolonych klauzulach w umowach konsumenckich (załącznik, lit. q). Dyrektywa ta jednoznacznie wskazuje, że niedozwolonym postanowieniem umownym jest takie postanowienie, na którego mocy do dyspozycji konsumenta pozostałby wyłącznie sąd polubowny niezwiązany przy orzekaniu przepisami prawa³².

Niestety należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że do rejestru postanowień wzorców umowy uznanych za niedozwolone wpisano klauzule wyłączające właściwość sądów powszechnych, a rozpatrywanie sporów poddające pod rozstrzygnięcie Sądu Arbitrażowego przy Krajowej Izbie Gospodarczej w Warszawie³³. Natomiast stosowanie postanowień umów tożsamych z treścią postanowień uznanych za niedozwolone prawomocnym orzeczeniem Sądu Okręgowego w Warszawie – Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz wpisanych do rejestru, o którym mowa w art. 479⁴⁵ § 2 KPC, może być uznane w stosunku do innego przedsiębiorcy za praktykę naruszającą zbiorowe interesy konsumentów w rozumieniu art. 24 ust. 2 pkt 1 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów³⁴.

²⁹ Por. W. Popiołek [w:] Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I, pod red. K. Pietrzykowskiego, Warszawa 2008, s. 1105.

³⁰ *Ibidem*, s. 1105.

³¹ C. Żuławska [w:] Komentarz do Kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Tom 1, Warszawa 2006, s. 160. Por. także: W. Popiołek, *op. cit.*, s. 1105.

³² C. Żuławska, *op. cit.*, s. 160. Zob. także: E. Bednarek [w:] Prawo zobowiązań – część ogólna, pod red. E. Lętowskiej, Warszawa 2006, s. 683; W. Popiołek, *op. cit.*, s. 110.

³³ Wyr. z 11.3.2003 r., XVII Amc 22/01, MSiG 2005, Nr 161, s. 9799; wyr. z 22.1.2003 r., XVII Amc 35/02, MSiG 2006, Nr 21, s. 1248.

³⁴ Uchw. SN z 13.7.2006 r., III SZP 3/06, MoP 2006, Nr 15, s. 791.

VI. Spory pomiędzy inwestorami a emitentem w związku z upublicznieniem fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym

Należy wreszcie zastanowić się, czy pod rozstrzygnięcie sądu arbitrażowego poddać można spory z zakresu odpowiedzialności za wady prospektu emisyjnego przekazanego do publicznej wiadomości w związku z publiczną ofertą papierów wartościowych. Odpowiedzialność tę kształtuje art. 98 ust. 1 OfPublU³⁵, który określa szczególny reżim odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną wskutek udostępnienia do publicznej wiadomości nieprawdziwej informacji lub przemilczenia informacji, która powinna być zawarta w dokumentach sporządzanych i udostępnianych w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych.

Warto na wstępie nadmienić, że i w tym przypadku zapis na sąd polubowny mógłby zostać uznany za klauzulę niedozwoloną w rozumieniu art. 385¹ KC w odniesieniu do tych spośród subskrybentów, którzy są jednocześnie konsumentami. Z reguły byłby on bowiem klauzulą jednostronnie narzucaną przez emitenta³⁶ przy zawieraniu umów subskrypcyjnych w ramach oferty publicznej papierów wartościowych.

Należy jednak wskazać na jeszcze jeden problem, a mianowicie art. 98 ust. 6 zd. 1 OfPublU stanowi jednoznacznie, że odpowiedzialność osób, o których mowa w art. 98 ust. 1–5 OfPublU, jest solidarna i nie można jej ograniczyć lub wyłączyć z góry. Powstaje więc pytanie, czy sporządzenie zapisu na sąd polubowny w zakresie przyszłych roszczeń odszkodowawczych podnoszonych na podstawie art. 98 ust. 1 OfPublU można traktować jako niedopuszczalne ograniczenie odpowiedzialności, o której mowa w tym ostatnim przepisie.

Mając na uwadze językowe dyrektywy wykładni, art. 98 ust. 6 OfPublU wydaje się mieć wyłącznie materialno-prawny charakter. Uniemożliwia on umowne ograniczenie szczególnego reżimu odpowiedzialności odszkodowawczej za wady prospektu emisyjnego, na który to reżim składają się takie elementy, jak domniemanie winy osób odpowiedzialnych czy solidarny charakter odpowiedzialności tych osób. Ustawodawca, posługując się pojęciem „odpowiedzialność”, odwołuje się wprost do pojęcia odpowiedzialności cywilnej, przez którą z reguły rozumie się określony zespół norm prawa materialnego³⁷.

Z drugiej jednak strony unormowania kształtujące odpowiedzialność prospektową mają szczególny charakter – ich celem i funkcją jest ochrona inwestorów. Można argumentować, że ta ochronna funkcja przejawia się nie tylko w niedopuszczalności umownej zmiany przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej określonych w art. 98 ust. 1 OfPublU, ale także w niedopuszczalności wyłączenia z góry możliwości dochodzenia tych roszczeń przed sądami powszechnymi na mocy zapisu na sąd polubowny.

³⁵ Ustawa z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184. poz. 1539 ze zm); dalej jako: OfPublU.

³⁶ Względnie wprowadzającego w przypadku sprzedaży papierów wartościowych w ofercie publicznej.

³⁷ Por. np. T. Siemiątkowski, *Odpowiedzialność cywilnoprawna w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2007, s. 10 i n.

Warto jednak podnieść, że moc przekonująca tego argumentu zasadza się na założeniu, iż wprowadzenie do takiego wyłączenia właściwości sądów powszechnych dochodziłoby na mocy umowy zapisu na sąd polubowny, i z reguły klauzula tego rodzaju byłaby jednostronnie „narzucana” przez emitentów, których oferty cieszyłyby się popularnością wśród inwestorów. Co więcej, zakłada się, że tego typu zapisy na sąd polubowny przewidywałyby właściwość takich sądów arbitrażowych, które mogłyby być podejrzewane o pewną przychylność emitentom (np.: zapis na sąd polubowny przy Stowarzyszeniu Emitentów Giełdowych). W tym założeniu tkwi jednak pewna słabość takiego sposobu rozumowania. Otóż eliminowaniu z obrotu postanowień umownych „krzywdzących” w ten sposób słabszą stroną stosunku kontraktowego służą właśnie przepisy o niedozwolonych klauzulach umownych w obrocie konsumenckim (art. 385¹–385³ KC). Nie ma więc sensu dodatkowo chronić „drobnych inwestorów” za pomocą art. 98 ust. 6 OfPubLU przed „narzucaniem” im zapisów na sąd polubowny, skoro dysponują oni ochroną w postaci przepisów o klauzulach niedozwolonych.

W świetle powyższego wydaje się, że *de lege lata* art. 98 ust. 6 OfPubLU należy nadać raczej materialno-prawne znaczenie. Na marginesie można jednak dodać, że rozwiązanie to nie jest w pełni satysfakcjonujące, gdyż szczególna ochrona, którą prawo rynku kapitałowego stara się rozciągnąć nad inwestorami, nie ogranicza się wyłącznie do tych inwestorów, którzy są konsumentami w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Dzieje się tak m.in. dlatego, że wielu przedsiębiorców w kontakcie ze złożonością i specyfiką instytucji współczesnego świata finansów jest równie bezbronny jak konsument w zderzeniu z przedsiębiorcą w tradycyjnym obrocie gospodarczym.

VII. Podsumowanie

Warto w tym miejscu pokusić się o sformułowanie wniosku *de lege ferenda*. Otóż rola sądownictwa arbitrażowego w kwestii rozstrzygnięcia sporów z zakresu zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi domaga się pewnej interwencji ustawodawcy. Tego rodzaju działanie regulacyjne nie miałyby jednak za zadanie ograniczania roli sądów polubownych, lecz ostrożne zwiększenie ich roli w tym zakresie. Nie ma sensu przypominać zalet sądownictwa arbitrażowego dla rozstrzygnięcia tego typu sporów – profesjonalizm arbitrów czy też poufność postępowania są tutaj najbardziej oczywistymi przykładami.

W aktualnym stanie prawnym przepisy dotyczące klauzul niedozwolonych w obrocie konsumenckim oraz ich interpretacja ukształtowana przez orzecznictwo sądowe w praktyce blokują rozwój sądownictwa arbitrażowego tam, gdzie byłoby ono bardzo wskazane, np. w zakresie sporów pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami.

Ewentualne nowe rozwiązania ustawodawcze powinny zakładać aktywną rolę Komisji Nadzoru Finansowego w organizowaniu lub nadzorze nad systemem sądownictwa polubownego powołanego dla rozstrzygnięcia sporów z zakresu prawa rynku kapitałowego. Chodziłoby tu nie tylko o zagwarantowanie profesjonalizmu ze strony takich sądów polubownych, ale także bezstronności składów orzekających (aby przekonać się, że nie jest to problem iluzoryczny, wystarczy prześledzić debatę, jaka w tej mierze nadal toczy się w Stanach Zjednoczonych).