

PAWEŁ JURCZYŃSKI

## *Sed quis custodiet ipsos custodes?* O potrzebie modyfikacji modelu kontroli decyzji Komisji Nadzoru Finansowego w prawie rynku kapitałowego

**Sed quis custodiet ipsos custodes? On the Need to Modify  
the Model of Decision-Control of the Polish Financial Supervision  
Authority in Capital Market Law**

### **Abstract**

This paper aims to analyze the role and competencies of the Polish Financial Supervision Authority in the supervision of the capital market, including the nature and type of sanctions applied by it, as well as to examine whether the model of judicial administrative control of the Polish Financial Supervision Authority's decisions regarding the application of sanctions adopted by the legislator guarantees the supervised entities an appropriate standard of protection of their rights. The considerations carried out will constitute a basis for the *de lege ferenda* postulates on the discussed topic.

**SŁOWA KLUCZOWE:** Komisja Nadzoru  
Finansowego, nadzór nad rynkiem  
kapitałowym, sankcje, model  
kontroli sądownoadministracyjnej

**KEYWORDS:** the Polish Financial  
Supervision Authority, supervision  
of the capital market, sanctions, the  
model of judicial administrative  
control

**PAWEŁ JURCZYŃSKI** – magister prawa, Uniwersytet Pomorski w Słupsku,  
ORCID – 0000-0002-6705-0454, e-mail: pawel.jurczynski@apsl.edu.pl

# 1 | Wstęp

Juwenalis, autor tytułowego pytania, starożytny twórca satyr, zwrócił w jednej z nich uwagę<sup>[1]</sup> na dość oczywisty, acz trudny do rozwiązania problem, zauważony częściowo także przez Platona<sup>[2]</sup>, związany ze wskazaniem kto ma kontrolować strażników, czyli kontrolujących. Juwenalis dostrzegł powyższe zagadnienie w nieprawniczym, obyczajowym kontekście, ma ono jednak uniwersalny wymiar, w szczególności w prawie administracyjnym, czy też – wężej – w prawie gospodarczym publicznym.

Problematyka ta przedstawia się interesująco w odniesieniu do działalności Komisji Nadzoru Finansowego w charakterze organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym<sup>[3]</sup>. Prawodawca wyposażył ten organ administracji publicznej w szeroki wachlarz kompetencji w zakresie regulacji działalności gospodarczej podmiotów operujących na rynku kapitałowym oraz, co równie ważne, w zakresie kontroli (nadzoru *sensu stricto*) nad funkcjonowaniem tego rynku. Jednocześnie ustawodawca powierzył sprawowanie kontroli nad legalnością rozstrzygnięć Komisji sądom administracyjnym w ramach procedury sądownoadministracyjnej, która posiada specyficzne właściwości względem pozostałych procedur: cywilnej lub karnej.

---

<sup>1</sup> Zob. Juwenalis, „Satyra VI”, [w:] *Juvenal and Persius*, tłum. G.G. Ramsay (Londyn: William Heinemann 1928; reprint 1924), 110.

<sup>2</sup> Zob. Platon, *Państwo*, tłum. Władysław Witwicki (Warszawa: PWN, 1958), 165, cyt.: „Więc może o duszę naprzód dbajmy jak należy, i potem jej zostawmy szczegół troski o ciało, a sami może tylko zarysujmy pewne wzory, aby się zbyt długo nie rozwodzić; będzie najlepiej, jeżeli tak zrobimy. – Tak jest. – Więc mówiliśmy, że powinni unikać opilstwa, to każdemu innemu raczej ujdzie niż strażnikowi, żeby się upił i nie wiedział, co się z nim dzieje. To by było śmieszne – powiada – żeby strażnik potrzebował strażnika”.

<sup>3</sup> W literaturze ekonomicznej podkreśla się, że rola „strażników” („gatekeeper”) występujących na rynku kapitałowym, choć niekoniecznie identyfikowana z organem nadzoru, jest kluczowa dla prawidłowego funkcjonowania tego rynku, ponieważ pomaga zniwelować problem asymetrii informacyjnej pomiędzy sprzedawcami i kupującymi instrumenty finansowe – zob. Sugata Roychowdhury, Suraj Srinivasan, „The Role of Gatekeepers in Capital Markets” *Journal of Accounting Research*, nr 2 (2019): 317. Por. Jennifer Payne, „The Role of Gatekeepers”, [w:] *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, red. Niamh Moloney, Eilis Ferran, Jennifer Payne (Oxford: Oxford University Press, 2015), która wskazuje, że strażnicy pełnią ważną rolę polegającą na użyczeniu ich reputacji emitentom w związku z realizacją przez nich swoich obowiązków informacyjnych, zapewniając tym samym inwestorom rodzaj weryfikacji i certyfikacji. Por. Leonid Hurwicz, „But Who Will Guard the Guardians?” *American Economic Review*, nr 3 (2008): 582, który analizuje ekonomiczne aspekty problemu kontroli strażników.

Celem niniejszego artykułu jest analiza roli i kompetencji przysługujących Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym, w tym charakteru i rodzaju sankcji przez nią stosowanych, a także zbadanie, czy przyjęty przez ustawodawcę model sądowniczoadministracyjnej kontroli decyzji Komisji w przedmiocie stosowania sankcji gwarantuje podmiotom nadzorowanym odpowiedni standard ochrony ich praw. Na podstawie przeprowadzonych rozważań zostaną następnie sformułowane postulaty *de lege ferenda* w omawianej tematyce.

## 2 | Rola i zakres kompetencji Komisji w sprawowaniu nadzoru nad rynkiem kapitałowym

Komisja nie wydaje się być „typowym” organem administracji publicznej, który posiada kompetencje w obszarze regulacji i kontroli przedsiębiorców prowadzących działalność gospodarczą na określonym rynku, jak ma to miejsce w przypadku organów administracji rządowej, samorządowej czy nawet centralnych organów administracji rządowej, w szczególności Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów<sup>[4]</sup>, Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki<sup>[5]</sup> czy Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej<sup>[6]</sup>. Wydaje się, że zakres działania Komisji jest wielokrotnie szerszy niż w przypadku pozostałych organów regulacyjnych i kontroli.

Komisja nie jest centralnym organem administracji rządowej, lecz jako organ Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (zob. art. 3 ust. 4 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym<sup>[7]</sup>), będącego państwową osobą prawną, posiada ustawową kompetencję do sprawowania

<sup>4</sup> Zob. zakres działań określony w art. 31 ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (t.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 594, zwanej dalej: u.o.k.k.).

<sup>5</sup> Zob. zakres działań określony w art. 23 ust. 2 ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 r. – Prawo energetyczne (t.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 266 z późn. zm., zwanej dalej: pr. energ.).

<sup>6</sup> Zob. zakres działań określony w art. 192 ust. 1 ustawy z dnia 16 lipca 2004 r. Prawo telekomunikacyjne (t.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 34 z późn. zm., zwanej dalej: pr. telek.).

<sup>7</sup> T.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 135, zwanej dalej: u.n.r.f.

nadzoru<sup>[8]</sup> nad rynkiem kapitałowym, rynkiem instrumentów finansowych, będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku (art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym<sup>[9]</sup>), a także jest organem właściwym, o którym mowa w szeregu kluczowych aktów prawa unijnego związanych z rynkiem kapitałowym<sup>[10]</sup>. Kompetencje Komisji wykraczają poza rynek kapitałowy i obejmują szerszy zakresowo nadzór nad rynkiem finansowym, którego elementem jest m.in. nadzór bankowy, emerytalny, ubezpieczeniowy oraz nad instytucjami płatniczymi (zob. art. 1 ust. 2 u.n.r.f.).

Ustawodawca zdefiniował cel nadzoru nad rynkiem kapitałowym jako zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników,

---

<sup>8</sup> Zob. Jan Zimmerman, *Prawo administracyjne* (Warszawa: Wolters Kluwer, 2022), 227, który wskazuje, że istotą nadzoru jest wyciąganie konsekwencji z zachowania organu podporządkowanego lub jednostki gospodarującej czy obywateli, z punktu widzenia określonego, wybranego kryterium nadzoru, czyli wzorca, z którym porównuje się dane zachowanie. Kryterium tym jest najczęściej legalność (zgodność z prawem), a także celowość, gospodarność, rzetelność, słuszność, itd.

<sup>9</sup> T.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 1161, zwanej dalej: u.n.r.f.

<sup>10</sup> Por. m.in. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. U. UE.L. z 2017 r. Nr 168, str. 12 z późn. zm.); rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. U. UE.L. z 2014 r. Nr 173, str. 84 z późn. zm.); rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. U. UE.L. z 2014 r. Nr 173, str. 1 z późn. zm.); rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. U. UE.L. z 2012 r. Nr 201, str. 1 z późn. zm.); rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz. U. UE.L. z 2012 r. Nr 86, str. 1 z późn. zm.); rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. U. UE.L. z 2014 r. Nr 257, str. 1 z późn. zm.).

a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu (art. 4 ust. 1 u.n.r.k.)<sup>[11]</sup>. Skorelowany z nim jest ustawowy katalog zadań Komisji w prawie rynku kapitałowego, który również jest wielopłaszczyznowy i obejmuje między innymi podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku kapitałowego oraz sprawowanie nadzoru nad działalnością podmiotów nadzorowanych oraz wykonywaniem przez te podmioty obowiązków związanych z ich uczestnictwem w obrocie na rynku kapitałowym, w zakresie określonym przepisami prawa (zob. art. 7 ust. 1 u.n.r.k.)<sup>[12]</sup>.

Ustrój Komisji wykazuje specyficzne właściwości również z perspektywy aspektów podmiotowych, albowiem organ ten nie tylko sprawuje nadzór nad kluczowymi podmiotami tworzącymi „architekturę” rynku kapitałowego, w tym zapewniającymi jego sprawne i prawidłowe funkcjonowanie, takimi, jak spółki prowadzące rynek regulowany, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., kontrahent finansowy, itp., lecz również nad podmiotami, które uczestniczą w obrocie instrumentami finansowymi, nierzadko na zasadzie równej pozycji prawnej, oferując, nabywając lub zbywając je na tym rynku, a zatem w szczególności – nad emitentami, firmami inwestycyjnymi, funduszami inwestycyjnymi czy bankami prowadzącymi działalność maklerską (zob. art. 5 u.n.r.k.). Nie jest to rozwiązanie często spotykane w prawie gospodarczym publicznym, gdyż zwykle to jedynie strona „silniejsza” stosunku prawnego występującego na danym rynku – przedsiębiorca (energetyczny, telekomunikacyjny itp.) podlega regulacji<sup>[13]</sup>.

<sup>11</sup> Powyższy cel koresponduje z celem nadzoru nad szerszym zakresem rynkiem finansowym, który również sprawuje Komisja, a którym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku również poprzez rzetelną informację dotyczącą funkcjonowania rynku, przez realizację celów określonych w szczególności w u.n.r.k. (zob. art. 2 u.n.r.f.). Szerzej na temat celów nadzoru – zob. Marek Wędrychowski w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. Marek Wierzbowski, Ludwik Sobolewski, Paweł Wajda (Warszawa: C.H. Beck, 2014), 1471.

<sup>12</sup> Pozostałe zadania to: 3) podejmowanie działań edukacyjnych i informacyjnych w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego; 4) wykonywanie innych zadań określonych przepisami prawa; 5) przygotowywanie projektów aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego; 6) możliwość występowania do właściwych organów z wnioskami o wydanie lub zmianę przepisów wykonawczych przewidzianych przepisami ustaw – zob. art. 7 ust. 1 u.n.r.k. Por. katalog zadań Komisji w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym – zob. art. 4 ust. 1 u.n.r.f.

<sup>13</sup> Por. art. 1 ust. 1 pr. energ.; art. 1 ust. 1 pkt 1 pr. telek.

Komisja dysponuje w ramach swoich kompetencji szerokim wachlarzem środków nadzoru, o różnym charakterze prawnym, rodzaju i zakresie ingerencji w wolność działalności gospodarczej i wolność osobistą, której emanacją wydaje się być zasada swobody umów. Można wyróżnić w tym zakresie dwie główne kategorie tych instrumentów.

Pierwsza, dotycząca aspektów podmiotowych, obejmuje klasyczne narzędzia, którymi dysponują organy regulacyjne w obrębie prawa gospodarczego publicznego, wśród których wymienić należy kompetencje: do udzielania zezwoleń na rozpoczęcie prowadzenia działalności (zob. art. 25 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>[14]</sup>, art. 69 ust. 1 u.o.i.f.), do prowadzenia rejestrów (art. 78g ust. 1 u.o.i.f., art. 79 ust. 8 u.o.i.f., art. 13a ust. 1 oraz ust. 2 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi<sup>[15]</sup>), do kontroli działalności gospodarczej lub sytuacji finansowej (zob. art. 26 ust. 1 i nast. u.n.r.k., art. 38a u.n.r.k.) oraz te, które są związane z przymusowym zakończeniem prowadzenia działalności gospodarczej, tj. do cofania zezwoleń (zob. art. 89 ust. 1a, art. 165 ust.1, art. 167 ust. 1, art. 170b ust. 1 u.o.i.f.) lub ich zawieszenia (zob. art. 176j ust. 1 u.o.i.f.).

Druga kategoria dotyczy złożonego zagadnienia, jakim jest nadzór nad prawidłowym funkcjonowaniem rynku kapitałowego. W tym obszarze można wyróżnić szeroką gamę instrumentów prawnych, które korespondują z celami nadzoru i aksjologią systemu prawa rynku kapitałowego. Przykładowo wśród tych kompetencji można wymienić te, które związane są z: żądaniem wstrzymania dopuszczenia do obrotu lub rozpoczęciem notowań wskazanymi przez Komisję instrumentami finansowymi (art. 20 ust. 1 u.o.i.f.), zawieszenia obrotu instrumentami finansowymi na rynku regulowanym (art. 20 ust. 2 u.o.i.f.) lub wykluczenia z obrotu instrumentów finansowych (art. 20 ust. 3 u.o.i.f.), wstrzymywaniem rozpoczęcia oferty publicznej (art. 16 ust. 1 pkt 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>[16]</sup>), zakazem jej rozpoczynania albo dalszego jej prowadzenia (zob. art. 16 ust. 1 pkt 2 u.o.p.), publikacją informacji o niezgodnym z prawem działaniu w związku z ofertą publiczną (art. 16 ust. 1 pkt 3 u.o.p.), żądaniem w powyższym zakresie wyjaśnień (zob. art. 19c u.o.p.), zatwierdzeniem prospektu (zob. art. 20 ust. 1

<sup>14</sup> T.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 722 z późn. zm., zwanej dalej: u.o.i.f.

<sup>15</sup> T.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 1034, zwaną dalej: u.f.i.

<sup>16</sup> T.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 620, zwanej dalej: u.o.p.

rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE<sup>[17]</sup>, wykluczeniem papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym (zob. art. 96 ust. 1 u.o.p.), nakładaniem kar pieniężnych (zob. art. 11 u.n.r.k., art. 96 ust. 1i u.o.p., art. 167 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f.), zakazywaniem prowadzenia rynku regulowanego (zob. 165b ust. 1 u.o.i.f.), czy też zakazywaniem, na czas określony zawierania na rynku regulowanym transakcji mających za przedmiot określony instrument finansowy (zob. art. 96 ust. 18 u.o.p.), itp.

Podkreślić należy, że kompetencje Komisji w zakresie nakładania sankcji nie tylko silnie ingerują w wolność prowadzenia działalności gospodarczej i zasadę swobody umów, w szczególności w swobodę kontraktowania, ale również, na skutek specyficznego ukształtowania ich przez ustawodawcę, podlegają kumulacji w skali, którą trudno zaobserwować w przypadku innych organów nadzoru i rynków. Przykładem niech będzie stan faktyczny, w którym emitent wbrew obowiązкови, o którym mowa w art. 17 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE<sup>[18]</sup>, nie podał niezwłocznie do wiadomości publicznej informacji poufnych<sup>[19]</sup>. W takim stanie rzeczy Komisja może:

- a. wydać decyzję o wykluczeniu papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym (art. 96 ust. 1i u.o.p.);

---

<sup>17</sup> Dz. U. UE.L. z 2017 r. Nr 168, str. 12 z późn. zm., zwanego dalej: rozporządzeniem prospektowym.

<sup>18</sup> Dz. U. UE.L. z 2014 r. Nr 173, str. 1 z późn. zm., zwanego dalej: MAR.

<sup>19</sup> Zob. definicję informacji poufnej w art. 7 ust. 1 MAR. Szerzej na temat informacji poufnej w literaturze zagranicznej – zob. Marco Ventoruzzo, „The Concept of Insider Dealing”, [w:] *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, red. Marco Ventoruzzo, Sebastian Mock (Oxford: Oxford University Press, 2017), 13-33; Alain Pietrancosta, „Public Disclosure of Inside Information and Market Abuse”, [w:] *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, red. Marco Ventoruzzo, Sebastian Mock (Oxford: Oxford University Press, 2017), 47-62; Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Market Regulation* (Oxford: Oxford University Press, 2014), 127 i nast. Z polskich opracowań systemowych – zob. Krzysztof Oplustil w: *System Prawa Handlowego*, t. IV, *Prawo instrumentów finansowych*, red. Mirosław Stec (Warszawa: C.H. Beck, 2016), 905 i nast.

- b. nałożyć na emitenta karę pieniężną do wysokości 10 364 000 lub do kwoty stanowiącej równowartość 2% całkowitego rocznego przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy, jeżeli przekracza ona 10 364 000 zł (art. 96 ust. 1i u.o.p.);
- c. zastosować kary z lit. a) i b) łącznie (art. 96 ust. 1i u.o.p.);
- d. nałożyć zamiast kary, o której mowa w lit. b) – karę pieniężną do wysokości trzykrotnej kwoty osiągniętej korzyści lub unikniętej straty – jeżeli jest możliwe ustalenie tych kwot (art. 96 ust. 1k u.o.p.);
- e. nałożyć na osobę, która w okresie naruszenia przedmiotowych obowiązków pełniła funkcję członka zarządu emitenta, karę pieniężną do wysokości 4 145 600 zł (art. 96 ust. 6 pkt 3 u.o.p.);
- f. w przypadku rażącego naruszenia przedmiotowych obowiązków – nałożyć na osobę, która pełniła w okresie naruszenia przedmiotowych obowiązków funkcję członka rady nadzorczej lub członka innego organu nadzorującego emitenta, karę pieniężną do wysokości 100 000 zł (art. 96 ust. 6a pkt 2 u.o.p.);
- g. przekazać do wiadomości publicznej informację o wydaniu decyzji nakładającej karę za naruszenie przepisów MAR (art. 24a ust. 1 u.n.r.k.), a także przekazuje informację o treści rozstrzygnięcia oraz o rodzaju i charakterze naruszenia, imię i nazwisko osoby fizycznej lub firmę (nazwę) innego podmiotu, na który została nałożona sankcja, o której mowa lit. e) i f) powyżej; informacje te są dostępne na stronie internetowej Komisji przez 5 lat od dnia ich udostępnienia, a w przypadku i mienia i nazwiska osoby, na którą została nałożona sankcja, przez rok (art. 96 ust. 10a u.o.p.);
- h. nakazać podmiotowi, który dopuścił się naruszenia przedmiotowych obowiązków, zaprzestania ich naruszenia, a także zobowiązać go do podjęcia we wskazanym terminie działań, które mają zapobiec naruszenia tych przepisów w przyszłości; środek może być stosowany niezależnie od tych, o których mowa w lit. a) – d) powyżej (art. 96 ust. 17 u.o.p.);
- i. zakazać osobie fizycznej, do której obowiązków należy zapewnienie przestrzegania przez tę osobę prawną lub jednostkę organizacyjną przepisów MAR, zawierania, na rachunek własny lub osoby trzeciej, transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, na czas określony, nie dłuższy niż 5 lat; środek ten może zastosować niezależnie od tych z lit a) – c) powyżej (art. 96 ust. 18 u.o.p.).



Szeroki katalog środków nadzoru przysługujących Komisji w obrębie jednego stanu faktycznego nie zamyka się na powyższym. Przewodniczący Komisji może bowiem dodatkowo zarządzić przeprowadzenie postępowania wyjaśniającego, o którym mowa w art. 18a ust. 1 i nast. u.n.r.f., w celu ustalenia, czy istnieją podstawy do złożenia zawiadomienia o popełnieniu przestępstwa określonego w u.o.p.<sup>[20]</sup>. Komisja posiada w postępowaniu karnym status pokrzywdzonego (zob. art. 6 ust. 2 pkt 1 u.n.r.f.). Nie można pominąć faktu, że podmiot, który naruszył przedmiotowe obowiązki, musi liczyć się z ryzykiem poniesienia odpowiedzialności odszkodowawczej na gruncie prawa cywilnego, a Komisja może posiadać status prokuratora w postępowaniu cywilnym mającym na celu dochodzenie tychże roszczeń (zob. 6 ust. 1 u.n.r.f.<sup>[21]</sup>).

Komisja, sprawując nadzór, w tym wydając decyzje administracyjne w przedmiocie stosowania środków nadzoru, dysponuje znaczną dyskrejonalnością w ich stosowaniu. Jest tak nie tylko dlatego, że decyzję w przedmiocie nałożenia sankcji mają zasadniczo charakter uznaniowy, co jest prawidłowym zabiegiem, ale rodzi problemy w zakresie ich weryfikacji; lecz również dlatego, że w treści norm prawa rynku kapitałowego nierzadko występują klauzule generalne czy też zwroty niedookreślone<sup>[22]</sup>, co tyczy się nie tylko przepisów *stricte* związanych z sankcjami administracyjnymi,

---

<sup>20</sup> Stosownie z kolei do art. 100 ust. 1 u.o.p., kto, będąc odpowiedzialnym za informację, o których mowa w art. 17 ust. 1 lub ust. 2 MAR podaje nieprawdziwe dane lub zataja prawdziwe dane, w istotny sposób wpływające na treść informacji, podlega grzywnie do 5 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie; a tej samej karze podlega, kto dopuszcza się powyższego czynu, działając w imieniu lub w interesie m.in. osoby prawnej.

<sup>21</sup> Por. art. 7 i art. 55 i 56 ustawy z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (t.j. Dz. U. z 2023 r., poz. 1550 z późn. zm., zwanej dalej: k.p.c.), które statuuje uprawnienia prokuratora w postępowaniu cywilnym, m.in. do wszczęcia postępowań i wstępowania do spraw w ich toku.

<sup>22</sup> Przykładowo: „rażące naruszenie przepisów” (art. 18 ust. 1 pkt 3 u.o.p.), „uzasadnione podejrzenie naruszenia przepisów” (art. 17a ust. 1 u.o.p.), „uzasadnione podejrzenie, że takie naruszenie może nastąpić” (art. 17 ust. 1 u.o.p.), „w znaczący sposób naruszałyby...” (art. 18 ust. 1 u.o.p.), „z istotnym naruszeniem przepisów prawa”, „zasady uczciwego obrotu”, „naruszenie interesów uczestników obrotu” (art. 165b ust. 1 u.o.i.f.), itp. Zob. Ewa Łętowska, „Interpretacja a subsumpcja zwrotów niedookreślonych i nieostrych” *Państwo i Prawo*, nr 7-8 (2011): 18, która podkreśla, że ustawodawca powinien unikać operowania takimi zwrotami, gdy kompetencję do ich dookreślenia w procesie stosowania prawa będą miały organy administracji, albowiem sądy są ku temu bardziej odpowiednie, gdyż posiadają cechę bezstronności i niezawisłości, a także są wyposażone w lepsze gwarancje proceduralne, chroniące przed arbitralnością.

ale także przepisów prawa materialnego, które statuują obowiązki podmiotów nadzorowanych. Jednocześnie konstrukcja środków nadzoru jest tego rodzaju, że Komisja w przypadku stwierdzenia naruszenia prawa dopiero na etapie wymierzania kary bierze pod uwagę okoliczności mające znaczenie dla jej rozmiaru<sup>[23]</sup>.

Podsumowując, Komisja w ramach nadzoru nad rynkiem kapitałowym posiada kompetencje do stosowania środków nadzoru, które w swej skali, rodzaju i surowości wydają się być ewenementem w systemie prawa. Komisja została ukształtowana przez ustawodawcę jako swoisty „superorgan”, należący do sfery prawa publicznego, w którym skoncentrowano niemal całość władztwa obejmującego kontrolę nad rynkiem finansowym. Komisja pełni funkcję tytułowego „strażnika”, niemniej kompetencje o takiej skali prowokują pytanie o skuteczną kontrolę działalności samej Komisji.

### 3 | Postępowania administracyjne przez Komisją w przedmiocie nadzoru nad rynkiem kapitałowym

Komisja jako organ administracji publicznej stosuje prawo, a zatem to na niej spoczywa obowiązek ustalenia faktów prawnie relewantnych dla zastosowania sankcji, wykładnia przepisów prawa, stanowiących podstawę do powyższego, a następnie dokonanie zabiegu określanego mianem „subsumpcji”, czyli podstawienia faktów pod normę prawną, prowadzącego do modyfikacji normy abstrakcyjnej i generalnej w normę konkretną i indywidualną. Komisja w szczególności w toku postępowania administracyjnego jest obowiązana zebrać zasadniczo całość materiału dowodowego w sprawie (zob. art. 11 ust. 5 u.n.r.f. w zw. z art. 7, 77 § 1 ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego<sup>[24]</sup>), ocenić jego wiarygodność (art. 80 k.p.a.), a następnie dokonać na jego podstawie

<sup>23</sup> Komisja rozważa wówczas: 1) wagę naruszenia i czas jego trwania; 2) przyczyny naruszenia; 3) sytuację finansową podmiotu, na który nakładana jest kara; 4) skalę korzyści uzyskanych lub strat unikniętych przez podmiot, który dopuścił się naruszenia; 5) straty poniesione przez osoby trzecie; 6) gotowość do współpracy z Komisją; 7) uprzednie naruszenia przepisów ustawy lub prawa Unii Europejskiej (zob. przykładowo art. 96 ust. 1h u.o.p.).

<sup>24</sup> T.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 572, zwanej dalej: k.p.a.

ustaleń faktycznych (zob. art. 8o k.p.a.). W postępowaniu administracyjnym obowiązuje zasada prawdy obiektywnej (zob. art. 7 k.p.a.).

Komisja w zakresie swojej właściwości podejmuje uchwały, w tym wydaje decyzje administracyjne i postanowienia określone w przepisach odrębnych (zob. art. 11 ust. 1 u.n.r.f.). Z przepisów odrębnych wynika, że Komisja stosuje środki nadzoru, wydając w tym celu decyzje administracyjne. Od decyzji Komisji nie przysługuje odwołanie do organu wyższego stopnia, a jedynie wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy (zob. art. 11 ust. 6 w zw. z art. 127 § 3 k.p.a.). Nie jest to rozwiązanie niespotykane w systemie prawa gospodarczego publicznego.

W skład Komisji wchodzi przede wszystkim przedstawiciele egzekutywy (zob. art. 5 ust. 2 u.n.r.f.). Komisja może upoważnić Przewodniczącego Komisji, Zastępców Przewodniczącego oraz pracowników Urzędu Komisji do podejmowania działań w zakresie właściwości Komisji, w tym do wydawania postanowień i decyzji administracyjnych (zob. art. 12 ust. 1 u.n.r.f.). Kluczowe jest to, iż w postępowaniach z wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy oraz w postępowaniach w sprawie wznowienia postępowania administracyjnego, stwierdzenia nieważności decyzji, a także zmiany lub uchylecia decyzji ostatecznej do Przewodniczącego Komisji, Zastępców Przewodniczącego oraz członków Komisji, nie stosuje się przepisu art. 24 § 1 pkt 5 k.p.a., a zatem osoby pełniące te funkcje nie podlegają wyłączeniu od udziału w postępowaniu w sprawie, w której brali udział w wydaniu zaskarżonej decyzji (zob. art. 11 ust. 6a u.n.r.f.).

## 4 | Model sądowoadministracyjnej kontroli legalności decyzji Komisji w ramach sprawowanego nadzoru nad rynkiem kapitałowym

W tym miejscu warto powrócić do tytułowego pytania o to, kto kontroluje kontrolujących. Komisja jako „strażnik” między innymi prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego ma do swojej dyspozycji szeroką gamę sankcji, które są surowe i zróżnicowane, a nadto mocno ingerują w wolność działalności gospodarczej lub zasadę swobody umów podmiotów nadzorowanych. Model przyjęty przez ustawodawcę zakłada, że podmiotowi nadzoranemu przysługuje skarga do wojewódzkiego sądu administracyjnego

na decyzję Komisji w przedmiocie zastosowania środka nadzoru, która inicjuje dwuinstancyjne postępowanie sadowoadministracyjne (zob. art. 3 § 2 pkt 1 ustawy z dnia 30 sierpnia 2002 r. Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi<sup>[25]</sup>). Jednocześnie warto odnotować, że procedura ta wykazuje specyficzne cechy na tle pozostałych postępowań: cywilnych lub karnych.

Sądy administracyjne sprawują wymiar sprawiedliwości przez kontrolę działalności administracji publicznej (art. 1 § 1 ustawy z dnia 25 lipca 2002 r. Prawo o ustroju sądów administracyjnych<sup>[26]</sup>, art. 3 ust. 1 p.p.s.a.), a kontrola ta sprawowana jest pod względem zgodności z prawem, jeżeli ustawy nie stanowią inaczej (art. 1 § 2 p.u.s.a.). Bogate orzecznictwo wojewódzkich sądów administracyjnych oraz Naczelnego Sądu Administracyjnego ukazuje w pełni zakres kognicji i rolę sądów administracyjnych w postępowaniu sadowoadministracyjnym. Warto przedstawić kilka wniosków płynących z orzecznictwa na ten temat.

Po pierwsze, sądy administracyjne dokonują kontroli zgodności zaskarżonego aktu z przepisami postępowania administracyjnego, a także prawidłowości zastosowania i wykładni norm prawa materialnego. Przy rozpatrywaniu sprawy nie badają zatem ani celowości, ani słuszności zaskarżonego rozstrzygnięcia, a ograniczają się do stwierdzenia, czy w świetle ustalonego stanu faktycznego oraz obowiązującego stanu prawnego dopuszczalne było wydanie decyzji będącej przedmiotem sprawy<sup>[27]</sup>.

Po drugie, sądy administracyjne nie orzekają merytorycznie, tj. nie wydają orzeczeń, co do istoty sprawy. „Sprawowanie kontroli” oznacza pewnego rodzaju wtórność działań sądu administracyjnego wobec działań organów administracji. Sąd administracyjny nie może zastępować ich w załatwianiu spraw, gdyż stanowiłoby to wykroczenie poza konstytucyjnie określone granice kontroli działalności administracji publicznej<sup>[28]</sup>.

<sup>25</sup> T.j. Dz. U. z 2024 r., poz. 935, zwanej dalej: p.p.s.a.

<sup>26</sup> T.j. Dz. U. z 2022 r., poz. 2492 z późn. zm., zwanej dalej: p.u.s.a.

<sup>27</sup> Zob. wyrok WSA w Rzeszowie z 26.03.2019 r., II SA/Rz 1373/18, LEX nr 2675426, wyrok WSA w Warszawie z 14.01.2020 r., II SA/Wa 879/19, LEX nr 3010742, wyrok WSA w Warszawie z 14.01.2020 r., II SA/Wa 879/19, LEX nr 3010742, wyrok WSA w Szczecinie z 26.10.2017 r., II SA/Sz 892/17, LEX nr 2406310, wyrok WSA w Opolu z 28.09.2017 r., II SA/Op 446/17, LEX nr 2369938, wyrok WSA w Olsztynie z 22.06.2017 r., II SA/Ol 435/17, LEX nr 2313713, wyrok NSA z 22.02.2018 r., II FSK 322/16, LEX nr 2480785.

<sup>28</sup> Zob. wyrok WSA w Warszawie z 13.06.2017 r., VII SA/Wa 803/17, LEX nr 2313941, wyrok WSA w Gliwicach z 19.07.2023 r., II SA/Gl 623/23, LEX nr 3593955,

Po trzecie, co do zasady ustalanie stanu faktycznego sprawy należy do organów administracji publicznej prowadzących postępowanie, a do sądu administracyjnego należy kontrola czy ustalenia te są prawidłowe. Sąd administracyjny nie może przyjąć odmiennego stanu faktycznego niż wynika to z postępowania administracyjnego i bez żadnego szczegółowego uzasadnienia rozstrzygnąć sprawę uzasadniając ją w oparciu o własne ustalenia stanu faktycznego<sup>[29]</sup>.

Po czwarte, rzeczą sądu administracyjnego jest kontrola, czy organ w sposób wystarczający zebrał materiał dowodowy, przeprowadzona ocena dowodów jest swobodna, a ustalony stan faktyczny jednoznaczny, oparty na dowodach, które organ obdarzył zaufaniem, nie sprzeczny z tymi dowodami, a dokonana subsumpcja prawidłowa, poprzedzona akceptowalną wykładnią przepisów prawa materialnego. Oznacza to, że sąd, który orzeka (co do zasady) na podstawie akt sprawy, jest zobowiązany do zapoznania się z materiałem dowodowym zgromadzonym przez organ, nawet do dokonywania symulacji oceny dowodów, ale tylko w kontekście i tylko w celu kontroli, czy ocena dokonana przez organ nie wykracza poza ocenę swobodną. Te same uwagi dotyczą kwestii ustalenia stanu faktycznego w sprawie<sup>[30]</sup>.

Po piąte, przed sądami administracyjnymi dowód uzupełniający może być przeprowadzony tylko z dokumentu, jeżeli jest to niezbędne do wyjaśnienia istotnych wątpliwości i nie spowoduje nadmiernego przedłużenia postępowania. Przeprowadzanie jakichkolwiek innych dowodów jest niedopuszczalne<sup>[31]</sup>. Dopuszczenie dowodu z dokumentu jest uprawnieniem, a nie obowiązkiem sądu. Przepis art. 106 § 3 p.p.s.a. stanowi odstępstwo od zasady wynikającej z art. 133 § 1 p.p.s.a. i nie może być interpretowany rozszerzająco<sup>[32]</sup>.

Po szóste, w przypadku sądowej weryfikacji decyzji o charakterze uznaniowym sąd kontroluje, czy w toku postępowania administracyjnego podjęto wszelkie niezbędne kroki dla dokładnego wyjaśnienia stanu

---

wyrok WSA w Gliwicach z 10.01.2018 r., II SA/GI 741/17, LEX nr 2430308, wyrok WSA w Białymstoku z 27.05.2020 r., I SA/Bk 409/20, LEX nr 3014895.

<sup>29</sup> Zob. wyrok NSA z 26.01.2018 r., II OSK 880/16, LEX nr 2452803, wyrok WSA w Olsztynie z 16.01.2018 r., II SA/Ol 980/17, LEX nr 2435451.

<sup>30</sup> Zob. wyrok WSA w Rzeszowie z 4.07.2019 r., I SA/Rz 312/19, LEX nr 2697661, wyrok NSA z 28.04.2022 r., II OSK 1334/19, LEX nr 3360401, wyrok WSA w Warszawie z 17.01.2022 r., I SA/Wa 1596/21, LEX nr 3352604, wyrok NSA z 22.01.2020 r., I GSK 1690/18, LEX nr 2825354.

<sup>31</sup> Zob. wyrok WSA w Krakowie z 19.07.2017 r., III SA/Kr 575/17, LEX nr 2337485.

<sup>32</sup> Zob. wyrok WSA w Bydgoszczy z 8.11.2017 r., I SA/Bd 778/17, LEX nr 2412608.

faktycznego, czy zebrano wszystkie dowody w celu ustalenia istnienia bądź nieistnienia ustawowych przesłanek decyzji uznaniowej oraz czy podjęta na ich podstawie decyzja nie wykracza poza granice uznania administracyjnego<sup>[33]</sup>.

Z przedstawionej powyżej charakterystyki procedury sądowoadministracyjnej oraz kognicji sądu administracyjnego płynnie wniosek, iż jej kształt stawia pod znakiem zapytania realizację przez ten model potrzeb podmiotów nadzorowanych związanych z efektywną, a przez to sprawiedliwą weryfikacją środków nadzorczych stosowanych przez Komisję.

Podstawowa trudność, jaka wiąże się z wyborem przez ustawodawcę modelu sądowoadministracyjnej kontroli decyzji Komisji w sprawach związanych z nadzorem nad rynkiem kapitałowym, dotyczy kwestii dokonywania ustaleń faktycznych w toku procesu stosowania prawa. Sąd administracyjny nie rozpoznaje merytorycznie sprawy i jest obowiązany polegać na ustaleniach faktycznych poczynionych przez Komisję, co sprawia, że posiada ona *de facto* monopol na gromadzenie i ocenę wiarygodności dowodów, a następnie ustalenie stanu faktycznego, nawet jeśli te kwestie podlegają weryfikacji w toku kontroli.

Nie sposób pominąć również niezwykle istotnej kwestii, a mianowicie tego, że w aktualnych uwarunkowaniach przeprowadzenie pełnej procedury sądowoadministracyjnej z uwzględnieniem skargi kasacyjnej do Naczelnego Sądu Administracyjnego, trwa obecnie około czterech lat. Podkreślenia jednak wymaga, że jej zakończenie, z uwagi na fakt, iż wyroki mają charakter kasatoryjny, oznaczać może często powrót sprawy do organu administracji publicznej, a zatem do Komisji<sup>[34]</sup>.

<sup>33</sup> Zob. wyrok WSA w Warszawie z 27.09.2017 r., II SA/Wa 806/17, LEX nr 2375397, wyrok WSA w Warszawie z 5.09.2017 r., VI SA/Wa 1332/17, LEX nr 2401721, wyrok WSA w Warszawie z 13.07.2017 r., II SA/Wa 8/17, LEX nr 2335127.

<sup>34</sup> Na temat charakteru rozstrzygnięć wojewódzkiego sądu administracyjnego – zob. zamiast wielu: Tadeusz Woś, w: *Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi. Komentarz*, red. Hanna Knysiak-Sudyka, Marta Romańska, Tadeusz Woś (Warszawa: Wolters Kluwer, 2016), 853 i nast.

## 5 | Orzekanie w procesie stosowania prawa jako rezultat procesu decyzyjnego

W toku rozważań nad obowiązującym modelem sądowej kontroli decyzji Komisji nie można pomijać wniosków płynących z literatury *Law and Economics* oraz *Law and Psychology*, która dotyczy problematyki procesów podejmowania decyzji, w potocznym ich rozumieniu, przez sędziów w toku procesu stosowania prawa.

Daniel Kahneman twierdzi, że w procesie podejmowania decyzji, w tym tych, które są związanych z oceną dowodów, jednostki mają tendencję do stosowania schematu myślenia, który ujął we frazę: „what you see all there is”<sup>[35]</sup>. Polega on na tym, iż nasze przekonania („beliefs”) i pewność co do nich formułujemy na podstawie jakości opowieści („story”), którą jesteśmy w stanie stworzyć na temat tego, co dostrzegamy, a nie na ilości informacji, którymi dysponujemy. Koncentrujemy się na dowodach czy też informacjach, które posiadamy, ignorując te, których nie mamy<sup>[36]</sup>. Dzieje się tak dlatego, iż nasz umysł powstrzymuje rodzące się wątpliwości i niejasności. Podkreśla, że to spójność opowieści decyduje o tym, czy jest ona dobra, a nie to czy jest kompletna<sup>[37]</sup>.

Emma Cunliffe skoncentrowała swoje badania nad kwestią podejmowania decyzji przez sędziów w procesie stosowania prawa, w kluczowym jego wycinku, jakim jest dokonywanie ustaleń faktycznych<sup>[38]</sup>. Autorka wyróżnia trzy podstawowe błędy czy też zaburzenia poznawcze („cognitive biases”), które zdarzają się podczas orzekania. Pierwszy dotyczy zabiegu „podstawiania” („substitution”), które polega na tym, że podejmujący decyzje mierząc się z trudnym zadaniem, intuicyjnie i często nieświadomie udziela adekwatnej, choć niedoskonałej odpowiedzi, która stanowi *de facto*

<sup>35</sup> Zob. Daniel Kahneman, *Thinking, Fast and Slow* (London: Penguin, 2011), 87. Por. Erica Beecher-Monas, „Heuristics, Biases, and the Importance of Gatekeeping” *Michigan State Law Review*, 987 (2003): 994.

<sup>36</sup> Zob. Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, 104.

<sup>37</sup> Zob. ibidem, 87. Tego rodzaju podejście rodzi wiele dalszych błędów poznawczych określanym mianem „overconfidence”, „framing effects” czy „base-rate neglect”. Por. Piotr Bystranowski, Bartosz Janik, Maciej Próchnicki and Paulina Skórska, „Anchoring Effect in Legal Decision-Making: A Meta-Analysis” *Law and Human Behavior*, nr 1 (2021): 2.

<sup>38</sup> Zob. Emma Cunliffe, „Judging, Fast and Slow: Using Decision-Making Theory to Explore Judicial Fact Determination” *The International Journal of Evidence & Proof*, nr 2 (2014): 140.

odpowieź na inne pytanie, prostsze. Podejmujący decyzje nie zawsze bowiem uruchamia myślenie krytyczne, pomimo tego, że powinien. Zabieg podstawienia często stosowany jest w toku postępowania dowodowego, przez prawników podczas wyciągania wniosków z przeprowadzonych dowodów<sup>[39]</sup>. Drugim jest „myślenie stereotypowe”, które sprowadza się do tego, że prawnego rodzaju wypowiedzi ocenne na temat grupy, są traktowane tak, jakby były prawdą na temat każdego z jej członków. Tego rodzaju podejście stanowi ryzyko, iż jednostkom nie zostanie udzielone prawo do ochrony na podstawie ich cech indywidualnych<sup>[40]</sup>. Trzeci dotyczy problemu eksperckości, na gruncie którego autorka wskazuje, że pewność przekonań nie jest drogą do rzeczowości, a podejmowanie decyzji o wysokiej jakości często wiąże się ze świadomym poszukiwaniem argumentów przeciwnych dla stawianych przez siebie hipotez<sup>[41]</sup>.

Jeffrey Rachlinski dostrzega, iż w procesie stosowania prawa sędziowie zasadniczo podejmują decyzje i dokonują ocen zdarzeń *ex post*, co może prowadzić do zaburzeń poznawczych określanym mianem „hindsight bias”. Autor czyni interesujące konkluzje w tym zakresie w odniesieniu do kwestii odpowiedzialności cywilnej i standardu należytej staranności. Badania dowiodły, że oceniając zdarzenia *ex post* mamy tendencje do obwiniania innych za to, że nie przewidzieli negatywnych skutków zdarzeń, których tak naprawdę nie byli w stanie przewidzieć<sup>[42]</sup>. Błąd ten prowadzi niekiedy do zastępowania odpowiedzialności na zasadzie winy odpowiedzialnością na zasadzie ryzyka<sup>[43]</sup>.

Chris Guthrie, Jeffrey Rachlinski i Andrew Wistrich przeprowadzili badania wśród sędziów, które dowiodły, że wykorzystują oni te same procesy kognitywne i heurystyki do podejmowania decyzji, co osoby niewykonyjące tej profesji, a przez to są oni podatni na zaburzenia i błędy

---

<sup>39</sup> Autorka jako przykład zabiegu podstawienia podaje częste w procesach amerykańskich badanie historii aktywności seksualnej ofiar przestępstwa zgwałcenia, zob. *ibidem*, 146.

<sup>40</sup> Zob. *ibidem*, 152. Autorka podaje przykład spraw sądowych dotyczących zabójstwa dziecka przez rodzica, w których przeprowadza się dowód na temat jakości opieki tego rodzica nad dzieckiem czy też pozbawienia snu w toku opieki.

<sup>41</sup> Zob. *ibidem*, 164.

<sup>42</sup> Zob. Jeffrey Rachlinski, „A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight” *Cornell Law Faculty Publications*, nr 801 (1998): 590, gdzie autor wskazuje, że „hindsight bias” dotyczy zarówno ocen obiektywnych, jak i subiektywnych standardów staranności, a także przewidywań.

<sup>43</sup> Zob. *ibidem*, 622.



w takim samym stopniu<sup>[44]</sup>. Autorzy proponują jako rozwiązanie powyższego problemu, oprócz edukacji i szerszego wykorzystania łań przysięgłych, również takie ukształtowanie przepisów prawa, które zminimalizuje negatywne rezultaty złudzeń poznawczych, a środkiem do tego może być szersze wykorzystanie instancyjnej weryfikacji orzeczeń<sup>[45]</sup>.

John Iriwn i Daniel Real wskazują, że sędziowie podlegają często błędom poznawczym określanym mianem „implicit bias”, które zasadzają się na założeniu, że sędziowie nie zawsze świadomie kontrolują proces postrzegania rzeczywistości społecznej, odbierają wrażenia i dokonują ocen, które motywują ich następnie do działania. Według autorów sędziowie mają tendencje do orzekania na podstawie intuicji, niekiedy tylko zastępując ją pogłębionymi rozważaniami<sup>[46]</sup>.

Podsumowując, zaprezentowane powyżej poglądy i rezultaty badań wyrażone w literaturze pozaprawniczej, psychologicznej i ekonomicznej, związanej z obszarem stosowania prawa, wydają się przemawiać za stanowiskiem, iż na prawidłowość orzeczeń sędziów czy też organów administracyjnych wpływają nierzadko nieuświadomiane zaburzenia procesów kognitywnych. Remedium na powyższy problem, jak się wskazuje, może być szersze wykorzystanie z dewolutywnych środków zaskarżenia orzeczeń.

## 6 | Standard gwarancji proceduralnych w modelu sądowniczoadministracyjnej kontroli decyzji Komisji

Ewa Łętowska wskazuje, że prawo do sądu jako prawo podmiotowe o konstytucyjnej randze (art. 45 ust. 1 Konstytucji), może podlegać ocenie nie tylko z perspektywy tego, czy dana procedura (cywilna, karna, sądowniczoadministracyjna) jest rzetelna lub sprawiedliwa, lecz również podług zdolności pełnienia przez to prawo gwarancyjnej funkcji wobec innych wolności

<sup>44</sup> Zob. Chris Guthrie, Jeffrey J. Rachlinski, Andrew J. Wistrich, „Inside Judicial Mind” *Cornell Law Faculty Publications*, nr 814 (2001): 829.

<sup>45</sup> Zob. *ibidem*, 828.

<sup>46</sup> Zob. John F. Irwin, Daniel L. Real, „Unconscious Influences on Judicial Decision-Making: The Illusion of Objectivity” *McGeorge Law Review*, nr 1 (2016): 5.

lub praw konstytucyjnych<sup>[47]</sup>. Innymi słowy, uprawnione jest stwierdzenie, że dana procedura powinna również zapewniać należytą ochronę innych wartości o randze konstytucyjnej; nie wystarczy jej istnienie *per se*<sup>[48]</sup>.

Powyższa perspektywa może okazać się przydatna dla analizowanych w niniejszym artykule kwestii modelu sądowej kontroli. Niewątpliwie bowiem kompetencja Komisji do stosowania sankcji względem podmiotów nadzorowanych stanowi, co wielokrotnie podkreślano powyżej, jednocześnie ingerencję w wolność działalności gospodarczej tych podmiotów czy zasadę swobody umów. W orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego podkreśla się, że z art. 20 i art. 22 Konstytucji RP można wywodzić, że wolność działalności gospodarczej stanowi prawo podmiotowe o randze konstytucyjnej, a nie tylko i wyłącznie normę prawa w znaczeniu przedmiotowym i zasadę ustroju państwa. Może ono stanowić podstawę uprawnień jednostek wobec państwa i organów władzy publicznej, które mogą być chronione w trybie skargi konstytucyjnej<sup>[49]</sup>. Jednocześnie, jak wskazuje Trybunał Konstytucyjny, w ścisłym związku z wolnością działalności gospodarczej pozostaje zasada swobody umów, gdyż wolność gospodarcza obejmuje wolność wyboru działalności gospodarczej i wolność jej

---

<sup>47</sup> Zob. Ewa Łętowska, „Z zagadnień wymiaru sprawiedliwości. Prawo do sądu – różnice perspektywy”, [w:] *Aurea praxis. Aurea theoria. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Tadeusza Erecińskiego*, t. II (Warszawa: Lexis Nexis, 2011, Lex). Por. Monika Florczak-Wątor, „Prawo do sądu jako prawo jednostki i jako gwarancja horyzontalnego działania praw i wolności” *Przegląd Prawa Konstytucyjnego*, nr 3 (2016): 51 i n.

<sup>48</sup> Zob. Paweł Grzegorzczak, Karol Weitz w: *Konstytucja RP*, t. I, *Komentarz do art. 1-86*, red. Marek Safjan, Leszek Bosek (Warszawa: C.H. Beck, 2016), nb 91, *Legalis*. Zob. wyrok TK z 28.07.2004 r., P 2/04, OTK-A 2004/7/72, w którym stwierdzono, iż, cyt. „Odrębność proceduralna może jednak być potraktowana w pewnych sytuacjach jako ograniczenie prawa do sądu. Swoboda ustawodawcy w kształtowaniu odpowiednich procedur nie oznacza bowiem dopuszczalności wprowadzania rozwiązań arbitralnych, które ponad miarę, a więc bez wystąpienia istotnych racji, ograniczają prawa procesowe strony, których realizacja stanowi przesłankę do prawidłowego i sprawiedliwego rozstrzygnięcia sprawy. Jeżeli więc ograniczenie uprawnień procesowych strony jest zbędne, z punktu widzenia zamierzonych przez ustawodawcę celów, takich jak zapewnienie większej efektywności postępowania i jego szybkości, a jednocześnie wypacza pozycję stron, uniemożliwia właściwe zrównoważenie ich pozycji procesowej, a tym samym łamie podstawowy postulat sprawiedliwości proceduralnej, czy wreszcie prowadzi do arbitralnego rozstrzygnięcia „sprawy” – to w tego rodzaju wypadkach dochodziłoby do naruszenia gwarancji konstytucyjnych związanych z prawem do sądu”.

<sup>49</sup> Zob. wyrok TK z 29.04.2003 r., SK 24/02, OTK-A 2003, nr 4, poz. 33.

wykonywania<sup>[50]</sup>. Zasadę swobody umów należy postrzegać przez pryzmat wolności jednostki i ogólne założenie, w myśl którego „wolność człowieka podlega ochronie prawnej”, a „nikogo nie wolno zmuszać do czynienia tego, czego prawo mu nie nakazuje” (art. 31 ust. 1 i ust. 2 zd. 2 Konstytucji RP). Tak pojmowana wolność człowieka, stanowiąca oczywiście tylko pewną „częstkę” całej sfery wolności człowieka, podlega ochronie konstytucyjnej<sup>[51]</sup>.

Uznając zatem, że zarówno wolność działalności gospodarczej, jak i zasada swobody umów mają charakter praw podmiotowych o randze konstytucyjnej, które podlegają ochronie, można skonstatować, że jest dopuszczalne badanie na gruncie konkretnej procedury (prawo do sądu), czy gwarantuje ona na właściwym (proporcjonalnym) poziomie ochronę wolności działalności gospodarczej i zasady swobody umów<sup>[52]</sup>. Wydaje się zatem, iż uprawnione jest przyjęcie do oceny, czy model sądowniczo-administracyjnej kontroli nad decyzjami Komisji w przedmiocie zastosowania środków nadzoru gwarantuje właściwą ochronę podmiotowych praw konstytucyjnych podwyższonego, a nie typowego standardu ochrony.

Zestawiając z jednej strony przedstawioną powyżej charakterystykę i zakres środków nadzoru stosowanych przez Komisję względem podmiotów nadzorowanych, a z drugiej strony właściwości samej procedury sądowniczo-administracyjnej, wydaje się, że procedura ta nie może być uznana za taką, która będzie gwarantować odpowiedni poziomu ochrony konstytucyjnych praw podmiotowych, tj. wolności działalności gospodarczej i zasady swobody umów podmiotów nadzorowanych.

<sup>50</sup> Zob. wyroki TK z 10.04.2001 r., U 7/00, OTK ZU nr 3/2001, poz. 56; wyrok TK z 29.04.2003, SK 24/02, OTK ZU nr 4/A/2003, poz. 33; z 21.04.2004, K 33/03, OTK ZU nr 4/A/2004, poz. 31.

<sup>51</sup> Zob. wyrok TK z 29.04.2003 r., SK 24/02, OTK-A 2003, nr 4, poz. 33.

<sup>52</sup> Por. Łętowska, „Z zagadnień wymiaru sprawiedliwości. Prawo do sądu – różnice perspektywy”, Lex.

## 7 | O potrzebie modyfikacji modelu kontroli decyzji Komisji w sprawach nadzoru nad rynkiem kapitałowym

Andrzej Szumański i Jacek Dybiński wyrazili pogląd mówiący, że istnieje potrzeba utworzenia w Polsce specjalistycznego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego, na wzór Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Autorzy krytycznie oceniają istniejący stan rzeczy; argumentują, iż sprawy dotyczące obrotu instrumentami finansowymi odznaczają się szczególną charakterystyką, wobec czego jest pożądane, aby orzekali w nich sędziowie, którzy posiadają specjalistyczną wiedzę i doświadczenie w stosowaniu prawa rynku kapitałowego<sup>[53]</sup>. Rozwiązanie powyższe może, w ich ocenie, doprowadzić do aktywizacji sędziów i w konsekwencji przyczynić się do rozwoju rynku kapitałowego<sup>[54]</sup>. Należy w pełni zgodzić się z powyżej zakreśloną tezą.

Wydaje się również, że można pójść krok dalej i ją rozwinąć. W ramach wniosków *de lege ferenda*, stanowiących wyłącznie przyczynek do dyskusji, warto rozważyć zmianę modelu sądowniczoadministracyjnej kontroli nad decyzjami Komisji w przedmiocie środków nadzoru i przekazać przynajmniej część tych spraw do rozpoznania sądom powszechnym w ramach procedury cywilnej. Choć jest to dyskusyjne, wydaje się, że powinny być to co najmniej te sprawy, których przedmiotem jest stosowanie przez Komisję sankcji w postaci administracyjnych kar pieniężnych oraz ingerencja przez Komisję w zasadę swobody umów (np. sprawy dotyczące zakazu

---

<sup>53</sup> Zob. Jacek Dybiński, Andrzej Szumański, „O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawnoporównawcza (część 1)” *Studia Prawa Prywatnego*, nr 1 (2019): 53-55. Jak wskazują, po pierwsze, rynek kapitałowy stanowi jedną z najbardziej złożonych gałęzi rynku finansowego i skomplikowanych działów gospodarki. Po drugie, prawo rynku kapitałowego stanowi jedną z najobszerniejszych i najtrudniejszych regulacji prawnych, które ciągle się zmieniają, a w których obok siebie występują instytucje prawa prywatnego oraz instytucje prawa publicznego. Po trzecie, sprawne i rzetelne rozstrzygnięcie sposób ma znaczenie dla całego rynku, wpływając na jego integralność oraz zaufania uczestników do obrotu. Po czwarte, szkody na takim rynku mają charakter kolektywny czy też niekiedy masowy, dlatego też ich skuteczne naprawienie jest w interesie publicznym.

<sup>54</sup> Zob. Jacek Dybiński, Andrzej Szumański, „O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawnoporównawcza (część 2)” *Studia Prawa Prywatnego*, nr 2 (2019): 10.

dokonywania transakcji, prowadzenia rynku regulowanego czy też dokonywania oferty publicznej).

Przykładowo dostarczają postępowania odrębne uregulowane w k.p.c. w sprawach z zakresu ochrony konkurencji i konsumentów oraz w sprawie praktyk nieuczciwie wykorzystujących przewagę kontraktową, regulacji energetyki, regulacji telekomunikacji i poczty, regulacji transportu kolejowego czy regulacji rynku wodno-kanalizacyjnego (zob. art. 479<sup>28</sup> § 1 i nast. k.p.c.). Sprawy te wydają się być zbliżone do tych stanowiących przedmiot analiz w niniejszym artykule, gdyż podobnie jak one dotyczą materii prawa gospodarczego publicznego, obejmują relację przedsiębiorca – organ regulacyjny lub organ nadzoru. Ponadto, powyższe postępowania są stosunkowo dobrze przebadane, na przestrzeni lat wykształciła się praktyka sądowa stosowania tych przepisów i pomimo pewnych mankamentów model ten wciąż utrzymuje się<sup>[55]</sup>.

Wydaje się, iż za proponowanym rozwiązaniem przemawia kilka silnych argumentów. Po pierwsze, w procedurze cywilnej, zainicjowanej odwołaniem od decyzji organu administracyjnego, odwołujący się uzyskaliby możliwość rozstrzygnięcia jego sprawy co do istoty przez sąd<sup>[56]</sup> w dwóch merytorycznych instancjach<sup>[57]</sup>, w których sąd każdorazowo samodzielnie będzie ustalał stan faktyczny, po uprzedniej swobodnej ocenie materiału

---

<sup>55</sup> Zob. Bartosz Turno, „Model sądowej kontroli decyzji Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów” *Państwo i Prawo*, nr 10 (2012): 34 i nast.; Tadeusz Ereciński w: *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, t. III, *Postępowanie rozpoznawcze*, wyd. 5, red. Jacek Gudowski, Karol Weitz, Tadeusz Ereciński (Warszawa: Wolters Kluwer, 2016), 699 i nast.; Marek Szydło, „Sądowa kontrola decyzji Prezesa UOKiK w świetle prawa unijnego i prawa polskiego” *Europejski Przegląd Sądowy*, nr 7 (2015): 18; Magdalena Niziołek, Sabina Famirska, „Procedura hybrydowa w sprawach ochrony konkurencji a ostateczność i wykonalność decyzji Prezesa UOKiK” *Przegląd Prawa Handlowego*, nr 4 (2008): 39.

<sup>56</sup> W orzecznictwie wskazuje się, że przepisy zezwalają także na to, by SOKiK wydał nową decyzję, wchodząc niejako w miejsce Prezesa UOKiK, a ponadto SOKiK nie powinien ograniczać się do wskazywania na wadliwość decyzji, lecz władny jest, jeżeli tylko znajdzie to uzasadnienie w okolicznościach sprawy i zebranych materiale faktycznym i dowodowym, usunąć wady tej decyzji (zob. wyrok SN z 29.05.1991 r., III CRN 120/91, OSNC 1992/5, poz. 87).

<sup>57</sup> Zob. Tadeusz Ereciński w: *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, t. III, *Postępowanie rozpoznawcze*, wyd. 5, 707, który stwierdza, iż postępowanie sądowe nie zmierza bezpośrednio do kontroli postępowania administracyjnego, lecz do merytorycznego rozstrzygnięcia sprawy, a przedmiotem postępowania sądowego jest spór powstający po wydaniu decyzji przez Prezesa UOKiK. Postępowanie przed sądem antymonopolowym jest postępowaniem pierwszoinstancyjnym.

dowodowego zgromadzonego przez strony w ramach kontradiktoryjnej procedury. Racji przemawiających za tym rozwiązaniem dostarczyły powyższe rozważania nad procesem decyzyjnym sędziów. Po drugie, sądy powszechne w procedurze cywilnej, w tym na gruncie wymienionych postępowań odrębnych, mają przede wszystkim uprawnienia reformatoryjne<sup>[58]</sup>, wobec czego postępowanie, przynajmniej potencjalnie, może zakończyć się rozstrzygnięciem, bez konieczności powrotu sprawy przed organ, czyli Komisję. Po trzecie, nie bez znaczenia jest fakt, iż w procedurze cywilnej obowiązują jasne zasady co do rozkładu ciężaru dowodu faktów mających istotne znaczenie dla sprawy (zob. art. 6 k.c. i art. 232 k.p.c.). Powyższe należy uznać za zaletę, mając na uwadze kompetencję Komisji do nakładania surowych administracyjnych kar pieniężnych<sup>[59]</sup>. Po czwarte, na gruncie wskazanych postępowań odrębnych istnieje od kilku lat możliwość zawarcia ugody z organem regulacyjnym, co stanowiłoby istotne *novum* w relacjach pomiędzy Komisją a podmiotami nadzorowanymi. Po piąte, takie ukształtowanie modelu sądowej weryfikacji pozwoliłoby na stworzenie sądu czy też wydziału, na wzór Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, w którym orzekaliby wyłącznie sędziowie wyspecjalizowani i doświadczeni w sprawach z zakresu prawa rynku kapitałowego, a sąd taki swoją kognicją obejmowałby jeśli nie całość, to znaczącą część stosunków prawnych występujących w prawie rynku kapitałowego, zatem

<sup>58</sup> Zob. art. 479<sup>31a</sup> § 3 k.p.c. Por. wyrok z 20.09.2005 r., III SZP 2/05, OSNP 2006/19–20, poz. 312, w którym SN zauważył, że postępowanie sądowe (przed Sądem Ochrony Konkurencji i Konsumentów) jest postępowaniem kontradiktoryjnym, w którym uwzględnia się materiał dowodowy zebrany w postępowaniu administracyjnym, co nie pozbawia stron możliwości zgłoszenia nowych twierdzeń faktycznych i nowych dowodów, według zasad obowiązujących w postępowaniu odrębnym w sprawach gospodarczych.

<sup>59</sup> Zob. wyrok SN z dnia 19 sierpnia 2009 r., III SK 5/09, OSNP 2011, nr 9–10, poz. 144, w którym stwierdzono, że ciężar dowodu w zakresie naruszenia ustawy o ochronie konkurencji spoczywa na Prezesie UOKiK, na powódzie zaś spoczywa ciężar dowodu w zakresie przesłanek wyłączających zastosowanie zakazów wynikających z ustawy. Por. wyrok NSA z dnia 1 czerwca 1999 r., III SA 5688/98, LEX nr 38711, i z dnia 6.06.2000 r., III SA 1252/99, LEX nr 43953, w którym stwierdzono, że faktem jest, iż zgodnie z art. 122 Ordynacji podatkowej, a do dnia 31 grudnia 1997 r. – art. 77 § 1 kpa, w toku postępowania organy podatkowe podejmują wszelkie niezbędne działania w celu dokładnego wyjaśnienia stanu faktycznego oraz załatwiania sprawy. Jednakże nie można nakładać na organy podatkowe nieograniczonego obowiązku poszukiwania faktów potwierdzających związek przyczynowy pomiędzy wydatkami a uzyskanym przychodem, jeżeli argumentów tych nie dostarczył sam podatnik.

zarówno sprawy cywilne, przede wszystkim w zakresie odszkodowań, jak również odwołania od decyzji administracyjnych wydanych przez Komisję.

Oczywiście nie jest tak, że powyższe rozwiązanie charakteryzuje się wyłącznie zaletami. Przykładem niech będzie pogląd, iż w postępowaniu z odwołania od decyzji Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów nie obowiązuje zakaz *reformationis in peius*<sup>[60]</sup>. Sama hybrydowość procedury również wywołuje niekiedy wątpliwości co do charakteru prawnego poszczególnych czynności procesowych, w tym kluczowej w postaci odwołania. Wydaje się jednak, że pozytywnych aspektów modyfikacji modelu sądowej kontroli jest znacznie więcej<sup>[61]</sup>.

## 8 | Konkluzje

Analiza przedmiotu i zakresu kompetencji Komisji w odniesieniu do sprawowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym prowadzi do wniosku, że rola i pozycja Komisji jako „strażnika” prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego jest niezwykle silna. Komisja posiada szerokie uprawnienia ingerujące w prawa podmiotowe o randze konstytucyjnej, tj. wolność działalności gospodarczej podmiotów nadzorowanych i zasadę swobody umów. Powyższe sprawia, że istnieje potrzeba stworzenia odpowiedniej

<sup>60</sup> Zob. Tadeusz Ereciński w: *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, t. III, *Postępowanie rozpoznawcze*, wyd. 5, 722.

<sup>61</sup> Zob. Turno, „Model sądowej kontroli decyzji Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów”, 41, który twierdzi, iż to sądy administracyjne powinny mieć kognicję w sprawach kontroli decyzji Prezesa UOKiK i mogą być gwarantem ochrony praw stron postępowania administracyjnego. Por. Maciej Bernatt, „W sprawie kontroli sądowej postępowania przed Prezesem UOKiK” *Państwo i Prawo*, nr 3 (2013): 93, który trafnie wskazuje, że: „W praktyce jest wątpliwe, czy sądy administracyjne, przez kontrolę ewentualnych naruszeń prawa materialnego, które miały wpływ na wynik sprawy, byłyby w stanie sprawować kontrolę w skomplikowanych, także ekonomicznie, sprawach ochrony konkurencji. Problemy w tym ostatnim aspekcie ma zresztą obecnie również SOKiK, który w swoich rozstrzygnięciach bardzo często w całości podziela ustalenia Prezesa UOKiK zawarte w decyzji. Wydaje się jednak, że w pełni merytoryczny charakter postępowania przed SOKiK oraz specjalistyczny charakter tego sądu stwarzają lepsze warunki do kontroli decyzji Prezesa UOKiK co do meritum. Potrzebna jest natomiast większa specjalizacja sędziów orzekających w SOKiK i Sądzie Apelacyjnym w Warszawie oraz zapewnienie im szerszego dostępu do eksperckiej wiedzy ekonomicznej”.

przeciwwagi, gwarancji proceduralnych, które zapewnią podmiotom nadzorowanym właściwy standard ochrony przed działaniami tytułowego „strażnika”. Istnieją argumenty przemawiające za tym, iż model sądowo-administracyjnej kontroli decyzji Komisji w sprawie nadzoru nad rynkiem kapitałowym nie zapewnia takiego standardu. Przyczyną powyższego zapatrywania jest, jak się wydaje, ograniczona kognicją sądów administracyjnych. Rozważania w tym zakresie potęgują wnioski płynące z nauk behawioralnych, psychologii czy ekonomii. *De lege ferenda* warto rozważyć przekazanie części spraw obejmujących weryfikację środków nadzoru Komisji do rozstrzygania sądom powszechnym w ramach procedury cywilnej, co powinno przyczynić się do sprawniejszego załatwiania tych spraw, dokładniejszej kontroli, a także lepszych jakościowo orzeczeń.

## Bibliografia

- Beecher-Monas Erica, „Heuristics, Biases, and the Importance of Gatekeeping” *Michigan State Law Review*, 987 (2003): 987-1022.
- Bystranowski Piotr, Janik Bartosz, Maciej Próchnicki, Paulina Skórska, „Anchoring Effect in Legal Decision-Making: A Meta-Analysis” *Law and Human Behavior*, nr 1 (2021): 1-23.
- Cunliffe Emma, „Judging, fast and slow: using decision-making theory to explore judicial fact determination” *The International Journal of Evidence & Proof*, nr 18 (2014): 139-180.
- Dybiński Jacek, Andrzej Szumański, „O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawoporównawcza (część 1)” *Studia Prawa Prywatnego*, nr 1 (2019): 52-69.
- Dybiński Jacek, Andrzej Szumański, „O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego – analiza teoretyczna i prawoporównawcza (część 2)” *Studia Prawa Prywatnego*, nr 2 (2019): 6-27.
- Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, t. III, *Postępowanie rozpoznawcze*, wyd. 5, red. Jacek Gudowski, Karol Weitz, Tadeusz Ereciński. Warszawa: Wolters Kluwer, 2016.
- Florczak-Wątor Monika, „Prawo do sądu jako prawo jednostki i jako gwarancja horyzontalnego działania praw i wolności” *Przegląd Prawa Konstytucyjnego*, nr 3 (2016): 48-66.



- Guthrie Chris, Jeffrey J. Rachlinski, Andrew J. Wistrich. „Inside Judicial Mind” *Cornell Law Faculty Publications*, nr 814 (2001): 777-830.
- Hurwicz Leonid, „But Who Will Guard the Guardians?” *American Economic Review*, nr 3 (2008): 577-585.
- Irwin John F., Daniel L. Real, „Unconscious Influences on Judicial Decision-Making: The Illusion of Objectivity” *McGeorge Law Review*, nr 1 (2016): 1-17.
- Juvenalis, „Satyra VI”, [w:] *Juvenal and Persius*, tłum. G.G. Ramsay. Londyn: William Heinemann 1928; reprint 1924.
- Kahneman Daniel, *Thinking, Fast and Slow*. London: Penguin, 2011.
- Konstytucja RP*, t. I, *Komentarz do art. 1-86*, red. Marek Safjan, Leszek Bosek. Warszawa: C.H. Beck, 2016, Legalis.
- Łętowska Ewa, „Interpretacja a subsumpcja zwrotów niedookreślonych i nieostrych” *Państwo i Prawo*, nr 7-8 (2011): 17-29.
- Łętowska Ewa, „Z zagadnień wymiaru sprawiedliwości. Prawo do sądu – różnice perspektywy”, [w:] *Aurea praxis. Aurea theoria. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Tadeusza Erecińskiego*, t. II. Warszawa: Lexis Nexis, 2011, Lex.
- Moloney Niamh, *EU Securities and Financial Market Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2014.
- Niziołek Magdalena, Sabina Famirska, „Procedura hybrydowa w sprawach ochrony konkurencji a ostateczność i wykonalność decyzji Prezesa UOKiK” *Przegląd Prawa Handlowego*, nr 4 (2008): 34-39.
- Payne Jennifer, „The Role of Gatekeepers”, [w:] *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, red. Niamh Moloney, Eilis Ferran, Jennifer Payne. Oxford: Oxford University Press, 2015.
- Pietrancosta Alain, „Public Disclosure of Inside Information and Market Abuse”, [w:] *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, red. Marco Ventoruzzo, Sebastian Mock. 47-62. Oxford: Oxford University Press, 2017.
- Platon, *Państwo*, tłum. Władysław Witwicki. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Naukowe, 1958.
- Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi. Komentarz*, red. Hanna Knyśiak-Sudyka, Marta Romańska, Tadeusz Woś. Warszawa: Wolters Kluwer, 2016.
- Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. Marek Wierzbowski, Ludwik Sobolewski, Paweł Wajda. Warszawa: C. H. Beck, 2014.
- Rachlinski, Jeffrey. „A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight” *Cornell Law Faculty Publications*, nr 801 (1998): 571-625.
- Roychowdhury Sugata, Suraj Srinivasan, „The Role of Gatekeepers in Capital Markets” *Journal of Accounting Research*, nr 2 (2019): 295-322. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12266>.

- Szydło Marek, „Sądowa kontrola decyzji Prezesa UOKiK w świetle prawa unijnego i prawa polskiego” *Europejski Przegląd Sądowy*, nr 7 (2015): 13-19.
- Turno, Bartosz. „Model sądowej kontroli decyzji Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów”. *Państwo i Prawo*, nr 10 (2012): 33-47.
- Ventoruzzo Marco, „The Concept of Insider Dealing”, [w:] *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, red. Marco Ventoruzzo, Sebastian Mock. 13-33. Oxford: Oxford University Press, 2017.
- Zimmerman Jan, *Prawo administracyjne*. Warszawa: Wolters Kluwer, 2022.

