

## Przedmowa

Oddajemy do rąk Czytelnika trzecie wydanie Komentarza do prawa rynku kapitałowego. Komentarzem objęto wszystkie podstawowe przepisy regulujące rynek kapitałowy – zarówno polskie ustawy, jak i rozporządzenia Unii Europejskiej. Od czasu poprzedniego wydania zaistniały istotne zmiany w regulacji prawnej rynku kapitałowego. Implementując dyrektywy UE znowelizowano ustawy, których treść wyjaśniamy w zbiorze. Część przepisów polskich została zastąpiona rozporządzeniami wydanymi przez organy UE. I tak rozporządzenie Nr 596/2014 Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku (zwane MAR) zastąpiło szereg przepisów ustawowych dotyczących m.in. obowiązków informacyjnych i manipulacji. Podobnie rozporządzenie unijne Nr 2017/1129 zastąpiło liczne polskie przepisy dotyczące prospektu. Komentarz do tych rozporządzeń został włączony do niniejszego Komentarza.

Nasz Komentarz do prawa rynku kapitałowego jest prawdopodobnie jednym z najobszerniejszych jednotomowych dzieł na rynku polskich komentarzy. Pokazuje on zmiany, jakie zaszły w przepisach od poprzedniego wydania, zmiany, które często są inspirowane troską o inwestora i przyniosły zaostreżenie odpowiedzialności spółek publicznych, członków ich organów i akcjonariuszy, gdzie kwoty kar administracyjnych stały się niebywale wysokie, szczególnie dla polskich podmiotów.

Jest to rezultat coraz szerszego regulowania kwestii rynku kapitałowego przez Unię Europejską i przyjmowanie jednolitych rozwiązań w skali całej Unii, które dla podmiotów polskich mogą być bardziej dolegliwe niż podmiotów działających na rozwiniętych rynkach kapitałowych w innych państwach członkowskich UE. Pewne kompetencje zaczynają być przesuwane na poziom Unii. Towarzyszyć temu muszą zmiany w zakresie kompetencji organów krajowych, szczególnie KNF. Ujednolicanie rozwiązań ma nawet wymiar szerszy, widać dążenie do ujednolicania rozwiązań w skali światowej. Generalnie jest to zjawisko korzystne, ułatwia ono bowiem przepływ kapitału i inwestycje zagraniczne międzynarodowych instytucji finansowych.

Taka sytuacja wymusza na nas tak w zakresie ustawodawstwa, jak i praktyki jego stosowania przyjmowanie rozwiązań stosowanych na innych rynkach. Przepisy unijne odzwierciedlają reguły przyjęte na rozwiniętych rynkach, ujednolicaniu przepisów powinna towarzyszyć ich jednakowa praktyka ich stosowania. Nie zawsze tak jest – przykładowo przy manipulacji rozszerzono zakres czynów objętych tych pojęciem w stosunku do dyrektywy sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (zwanej MAD II).

Odzwierciedla to naszą tradycję rygorystycznego traktowania wszelkich naruszeń przepisów obowiązujących na rynku kapitałowym, z czym wiąże się traktowanie obowiązków ustawowych w sposób formalny, nie zawsze uwzględniający zaistnienie negatywnych skutków naruszenia. W początkowym okresie rozwoju naszego rynku to rygorystyczne podejście pozwoliło na szybką budowę zaufania do polskiego rynku kapitałowego. Surowość karania nie jest jednak w stanie uchronić nas zupełnie od afer, czego przykładem może być sprawa GetBack. Podobne sprawy mają miejsce zresztą na innych rynkach.

Karanie naruszeń prawa nie powinno prowadzić jednak do powstania obaw ze strony osób działających na rynku, a takowe mogą się pojawiać w wyniku zaostreżenia odpowiedzialności. Niewątpliwie potrzebny jest tu pewien umiar i wzorowanie się na rynkach rozwiniętych. Niepokoi również obciążanie przez polityków organu nadzorującego rynek finansowy – Komisji Nadzoru Finansowego – odpowiedzialnością za wszystkie negatywne zjawiska na rynkach finansowych, nawet jeżeli leżały one całkowicie poza zakresem kompetencji KNF. Niepokoi też niedostateczna dbałość o własne interesy niektórych inwestorów, których traktujemy przecież nie jak konsumentów, tylko racjonalnych inwestorów, z czym wiąże się mniejsza opieka państwa.

W takiej sytuacji Komentarz ma za zadanie odpowiedzieć na wiele pytań, jakie muszą nurtować osoby działające na rynku. Aby odpowiedź ta była jak najpełniejsza Komentarz przygotował liczny zespół autorów obejmujący praktyków, aktualnych i byłych pracowników organów nadzoru i instytucji infrastrukturalnych oraz naukowców o uznanym dorobku. Dążono, aby autorzy wypowiadali się w kwestiach odzwierciedlających ich specjalizację. Szczególnie cenny może być tu wkład dyrektorów i pracowników Urzędu KNF o długoletnim doświadczeniu.

Tam, gdzie pojawiają się rozbieżności w opiniach niejednokrotnie prosiliśmy o stanowisko więcej niż jedną osobę. Redaktorzy nie próbowali ujednolicić poglądów autorów czy naginać wypowiedzi autorów do jednego standardu, uważając, że Czytelnik powinien mieć maksymalnie szeroki dostęp do informacji o praktyce i poglądów doktryny. Przy tym poglądy autorów nie muszą odzwierciedlać

## Przedmowa

poglądów ich pracodawców. Są to osobiste wypowiedzi każdego z autorów. Z tych względów przyjęto, że to autorzy wyrażając swoje poglądy, przyjmują za nie odpowiedzialność.

Oddając do rąk Czytelników niniejszy Komentarz mamy nadzieję, że będzie on dobrze służył wszystkim grupom osób zainteresowanych rynkiem kapitałowym.

Będziemy wdzięczni za wszelkiego rodzaju uwagi i sugestie.

prof. dr hab. *Marek Wierzbowski*,  
prof. UW dr hab. *Paweł Wajda*

Warszawa, październik 2018 r.