

# **Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami**

Przejdź do produktu na [www.ksiegarnia.beck.pl](http://www.ksiegarnia.beck.pl)

# Rozdział I. Pojęcie obrotu pierwotnego i wpływ regulacji prawnych na obrót pierwotny akcjami

## § 1. Uwagi wstępne

Osią rozważań niniejszej pracy jest zagadnienie obrotu pierwotnego (ang. *primary market*) akcjami – jednego z procesów, jakie mają miejsce na rynku kapitałowym i sposób sprawowania nad obrotem pierwotnym akcjami nadzoru przez administrację państwową. Z uwagi na to, że poszczególne rozdziały pracy dotyczą wybranych – z uwagi na publicznoprawną metodę regulacji i jej wpływ na sferę stosunków prywatnoprawnych – elementów składających się na proces obrotu pierwotnego akcjami, konieczne jest przedstawienie podstawowych zagadnień związanych z tym procesem. Dotyczy to przede wszystkim regulacji prawnych, które rzutują na przebieg obrotu pierwotnego akcjami i warunkują sposób postępowania podmiotów w nim uczestniczących.

Obrót pierwotny jest pojęciem zdefiniowanym w OfertaPublU, obrazującym jeden z procesów, jakie mają miejsce na rynku regulowanym, będącym zgodnie z MIFiD II rodzajem wielostronnego systemu transakcji umożliwiającego interakcje wielu ofert zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych składanych przez osoby niebędące operatorem systemu (art. 4 ust. 1 pkt 19 MIFiD II). Rynek regulowany, co wynika wprost z art. 14 ObrIFinU, jest systemem obrotu dopuszczonymi do tego obrotu instrumentami finansowymi, działającym w sposób stały, zapewniającym inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowanym i podlegającym nadzorowi właściwego organu, jak również uznanym przez państwo członkowskie za spełniające te warunki i wskazanym Komisji Europejskiej jako rynek regulowany. Przedmiotem obrotu na rynku regulowanym mogą być papiery wartościowe, które zostały dopuszczone do obrotu na tym rynku. Dopuszczenie do

obrotu jest uwarunkowane spełnieniem warunków określonych w przepisach prawa powszechnie obowiązującego oraz regulacjach wewnętrznych giełdy. Związane jest to z dualizmem reglamentacji obrotu giełdowego.

Reglamentacja obrotu pierwotnego opiera się na dwustopniowym nadzorze. W pierwszej kolejności konieczne jest zatwierdzenie prospektu emisyjnego lub dokumentu informacyjnego przez organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym – KNF. W drugiej kolejności w oparciu o m.in. prospekt emisyjny zatwierdzony przez KNF, decyzję w przedmiocie dopuszczenia do obrotu podejmuje GPW, nadzorowana także przez KNF. Tak skonstruowany rynek regulowany tworzy instytucjonalne i infrastrukturalne warunki dla koncentracji obrotów, zaś dzięki regulacjom dotyczącym obowiązków informacyjnych i systemowi ESPI, ułatwia inwestorom dostęp do jednolitej informacji<sup>1</sup>. Z uwagi na to, że największe znaczenie gospodarcze ma rynek giełdowy prowadzony przez GPW, zasadnicza część rozważań będzie dotyczyć właśnie procesu obrotu pierwotnego akcji, które finalnie powinny być notowane właśnie na tym rynku.

Zarówno zasady przeprowadzenia pierwszego etapu obrotu pierwotnego, którego wynikiem ma być wprowadzenie akcji emitenta do obrotu na GPW, jak i sposób sprawowania nadzoru przez KNF nad przebiegiem oferty oraz nadzoru nad działalnością GPW regulowane są przez przepisy składające się na prawo rynku kapitałowego, posługujące się przy tym wypracowaną przez lata siatką pojęciową opisującą poszczególne procesy lub ich elementy. Regulacje te znajdują się przede wszystkim w OfertaPublU i ObrIFinU, które w dużej mierze zawierają przepisy implementujące postanowienia dyrektyw unijnych, a w zakresie obrotu pierwotnego zwłaszcza postanowienia Dyrektywy 2003/71/WE, a także w NadzRynKapU i NadzRynFinU.

Jak wskazano wyżej we Wstępie, w literaturze przyjmuje się niekiedy, że procesy integracyjne doprowadziły do wykształcenia w UE jednolitego pod względem regulacyjnym rynku kapitałowego. Choć teza ta może wydawać się tezą zbyt daleko idącą, nie można nie zauważyć, że obecne regulacje w coraz mniejszym stopniu nawiązują do siatki pojęciowej prawa rynku kapitałowego ukształtowanej po 1990 r., a przed 2004 r. Zrozumienie mechanizmów rządzących przebiegiem oferty publicznej dokonywanej w ramach obrotu pierwotnego musi być zatem związane nie tylko z analizą krajowych regulacji prawnych, ale także z analizą źródłowych regulacji unijnych, zwłaszcza że regulacje unijne w dużej mierze wpływają także na sposób sprawowania nadzoru nad

---

<sup>1</sup> M. Michalski, *Obrót*, s. 1001.

rynkiem kapitałowym przez właściwy organ Państwa Członkowskiego, w tym wypadku przez KNF.

## § 2. Dyrektywa 2003/71/WE jako akt normatywny ustalający zasady przeprowadzania ofert publicznych w Państwach Członkowskich

Dyrektywa 2003/71/WE, zwana niekiedy również Dyrektywą Prospektową, stanowi instrument ujednociający zasady przeprowadzania ofert publicznych w Państwach Członkowskich. Celem Dyrektywy 2003/71/WE jest harmonizacja wymogów dotyczących sporządzania, zatwierdzania i rozpowszechniania prospektów emisyjnych, które mają być publikowane w związku z ofertą publiczną lub dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym<sup>2</sup>. Dyrektywa Prospektowa jest niekiedy uznawana za centralną część architektury regulacyjnej europejskiego rynku kapitałowego<sup>3</sup>. Jest ona również jedną<sup>4</sup> z 8 dyrektyw wchodzących w skład Planu działania w zakresie usług finansowych (*Financial Services Action Plan*, FSAP) opublikowanego przez Komisję Europejską 11.5.1999 r. w Paryżu<sup>5</sup>. Chociaż 21.7.2019 r. Dyrektywa 2003/71/WE zostanie w pełni zastąpiona przez Rozporządzenie 2017/1129, jej główne założenia, w tym zasadnicza rola prospektu w procesie oferowania akcji, pozostaną niezmienione.

Wymóg opublikowania prospektu emisyjnego został wprowadzony po raz pierwszy w europejskiej legislaturze w 1979 r.<sup>6</sup>. Częściowy, ale złożony me-

---

<sup>2</sup> J. Wouters, P. Van Hoogten, M. Bruyneel, *The European Takeover Directive: A Commentary*, [w:] P. Van Hoogten (red.), *The European Takeover Directive And Its Implementation*, Oxford 2009, s. 45.

<sup>3</sup> E.F. Greene, A.L. Beller, E.J. Rosen, L.S. Silverman, D.E. Braverman, S.R. Sperber, N. Grabar, *U.S. Regulations of the International Securities and Derivatives Markets*, Warszawa 2014, s. 50. Podnosi się, że w wypadku Dyrektywy 2003/71/WE można mówić o maksymalnej harmonizacji, chociaż z jej tekstu wprost to nie wynika. Tak E. Ferran, L.C. Ho, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press 2014, s. 379. Nie oznacza to jednak, że jest to stanowisko dominujące – postanowienia Dyrektywy Prospektowej w tym zakresie nie są konsekwentne, o czym dalej.

<sup>4</sup> M. Lemonnier, *Europejskie*, s. 193.

<sup>5</sup> Szerzej zob. T. Nieborak, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w EU*, Warszawa 2008, s. 79.

<sup>6</sup> N. Vokuhl, [w:] R. Veil (red.), *European capital markets law*, Oxford and Portland, Oregon 2013, s. 222.

chanizm wzajemnego uznawania został wprowadzony przez Dyrektywę Rady 80/390/EWG z 17.3.1980 r. koordynującą wymagania dotyczące sporządzania, kontroli i rozpowszechniania szczegółowych danych notowań publikowanych w celu dopuszczenia papierów wartościowych do publicznych notowań giełdowych i Dyrektywę Rady 89/298/EWG z 17.3.1989 r. koordynującą wymagania dotyczące sporządzania, szczegółowej kontroli i rozpowszechniania prospektów emisyjnych publikowanych w związku z publiczną ofertą sprzedaży zbywalnych papierów wartościowych. Niezależnie od reform<sup>7</sup>, system ten okazał się niewystarczający, m.in. nie było ustalonej definicji oferty publicznej, co w konsekwencji powodowało, że ta sama operacja w niektórych Państwach Członkowskich uważana była za sprzedaż pakietu akcji inwestorowi instytucjonalnemu, a w innych nie<sup>8</sup>. Jednocześnie po 2000 r. zaobserwowano wyraźne umiędzynarodowienie rynków finansowych. Bezpośrednio przełożyło się to na zmianę podejścia do prawa wspólnotowego, a następnie UE i przejście w kierunku nie harmonizacji, ale unifikacji regulacji prawnych w tym obszarze<sup>9</sup>. Wciąż jednak europejskie prawo rynku kapitałowego pozostaje strukturą niejedolitą i złożoną<sup>10</sup>.

Celem przygotowania jednolitego aktu prawnego, który sprostałby wymagom rynku, Rada do Spraw Gospodarczych i Finansowych powołała 17.7.2000 r. Komitet Mędrców ds. Regulacji Europejskiego Rynku Papierów Wartościowych, który obradował pod przewodnictwem *Alexandre'a Lamfalussy'ego*, byłego prezydenta Europejskiego Instytutu Walutowego<sup>11</sup>. Na początku 2001 r., Komitet Mędrców zaproponował wprowadzenie nowych technik legislacyjnych opartych na 4 następujących poziomach: zasady ramowe, środki wykonawcze, współpraca i stosowanie, co zostało przyjęte w marcu

---

<sup>7</sup> Dyrektywa 80/390/EWG została włączona do Dyrektywy 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.5.2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznych notowań giełdowych oraz zakresu informacji dotyczących papierów wartościowych podlegających obowiązkowi publikacji.

<sup>8</sup> Motyw 5 preambuły Dyrektywy Prospektowej; G. Spindler, [w:] T. Holzborn (red.), Wertpapierprospektgesetz WpPG: mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften. Kommentar, Berlin 2008, s. 49.

<sup>9</sup> H. de Vauplane, J.P. Bornet, Droits des marches financieres, Paris 2001, s. 1098.

<sup>10</sup> M. Spyra, Prawo, s. 29.

<sup>11</sup> M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, Europäisches Unternehmens – und Kapitalmarktrecht, Berlin 2011, s. 251, Nb 45; C. De Visscher, O. Maiscoq, F. Varone, The Lamfalussy reform in the EU securities markets: fiduciary relationships, policy effectiveness and balance of power, Journal of Public Policy 2008, Nr 28, s. 19.

2001 r. przez szczyt Rady Europejskiej w Sztokholmie<sup>12</sup>. Procedura Lamfalussy'ego (ang. *Lamfalussy process*), bo tak od nazwiska przewodniczącego nazywano techniki legislacyjne przedstawione przez Komitet Mędrców<sup>13</sup>, polegała na przyjmowaniu regulacji unijnych najpierw na poziomie pierwszym, w drodze uchwalania dyrektyw ramowych. Projekt przygotowany przez Komisję był konsultowany, a następnie przedstawiany Radzie i Parlamentowi<sup>14</sup>. W następstwie przyjętego rozwiązania, w ramach poziomu pierwszego procedury, uchwalono Dyrektywę 2003/71/WE<sup>15</sup>.

Jednym z zasadniczych celów Dyrektywy 2003/71/WE jest ochrona inwestorów, uwzględniająca jednak różne kategorie inwestorów wyróżniane w szczególności z uwagi na ich doświadczenie i wiedzę. Założono, że cel ten urzeczywistniony powinien zostać poprzez zagwarantowanie równego dostępu do pełnej informacji o emitencie i oferowanych przez niego papierach wartościowych. Upublicznienie informacji miało także stanowić skuteczny środek dla zwiększenia zaufania do papierów wartościowych i w ten sposób przyczynić się do sprawnego funkcjonowania i rozwoju rynków papierów wartościowych w obrębie UE<sup>16</sup>. Przyjęto, że właściwym sposobem udostępnienia tego rodzaju informacji jest publikacja prospektu emisyjnego, sporządzonego przez emitenta i zatwierdzonego przez właściwy organ nadzoru Państwa Członkowskiego. Dyrektywa 2003/71/WE w odróżnieniu od Dyrektywy 2001/34/WE i Dyrektywy 89/298/EWG wprowadza instytucję prospektu emisyjnego zarówno dla oferty publicznej, jak i dla wprowadzenia instrumentów finansowych do obrotu<sup>17</sup>.

Ramowe rozwiązania wprowadzone przez Dyrektywę 2003/71/WE zakładają przedstawienie w prospekcie emisyjnym informacji dotyczących sytuacji finansowej emitenta i oferowanych papierów wartościowych w sposób

---

<sup>12</sup> V. Wiegel, *Die Prospekttrichlini*, s. 126 i n.

<sup>13</sup> M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches*, Berlin 2011, s. 251; E. Ferran, *Building an UE Securities Market*, Cambridge 2004, s. 99 i n.

<sup>14</sup> H. Gronkiewicz-Waltz, *Europejski system nadzoru finansowego jako skutek kryzysu finansowego?*, [w:] H. Gronkiewicz-Waltz, K. Jaroszyński (red.), *Europeizacja publicznego prawa gospodarczego*, Warszawa 2011, s. 189.

<sup>15</sup> Szerszej na temat pracy nad Dyrektywą Prospektową zob. A. Sotiropolou, *Les obligations*, Bruksela 2012, s. 124–126.

<sup>16</sup> Motyw 18 preambuły Dyrektywy Prospektowej. Tak również TSUE w wyr. z 17.9.2014 r. w sprawie C-441/12 *Almer Beheer BV, Daedalus Holding BV v. Van den Dungen Vastgoed BV, Oosterhout II BVBA*.

<sup>17</sup> T. Sójka, *Wprowadzenie*, [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 44.

jak najbardziej obiektywny, przy uwzględnieniu konieczności umożliwienia inwestorom dokonania odpowiedniej – w tym wypadku z założenia łatwej – analizy. Jednocześnie wprowadzono rozwiązania zmierzające do harmonizacji informacji w ramach prospektu emisyjnego, tak by zapewnić wszystkim inwestorom równoważną ochronę także na poziomie wspólnotowym<sup>18</sup>. Kładąc nacisk na ochronę dostępu do informacji w regulacjach Dyrektywy 2003/71/WE wprowadzono konieczność zatwierdzania i publikowania suplementów do prospektu emisyjnego zawierających nowe zagadnienia mogące wpływać na ocenę inwestycji w dane papiery wartościowe, które powstały po publikacji prospektu emisyjnego, ale przed zamknięciem oferty.

Dyrektywę 2003/71/WE bez wątpienia należy uznać za krok naprzód w budowie wspólnego, europejskiego rynku kapitałowego. Jej autorom przyświecała bowiem idea umożliwienia przeprowadzenia oferty w ramach całej wspólnoty w oparciu o prospekt zatwierdzony w jednym z Państw Członkowskich<sup>19</sup>, bez konieczności dublowania kosztów sporządzenia prospektu, a co za tym idzie minimalizując przeszkody w prowadzeniu oferty<sup>20</sup>. W tym celu wprowadzono tzw. jednolity paszport – świadectwo wydawane przez właściwy organ danego Państwa Członkowskiego potwierdzające, że prospekt emisyjny został sporządzony zgodnie z wymogami Dyrektywy 2003/71/WE i może być podstawą publicznej oferty sprzedaży papierów wartościowych lub ubiegania się o ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, mającym siedzibę lub działającym w innym Państwie Członkowskim. Miał to być kluczowy instrument do urzeczywistnienia rynku wewnętrznego, umożliwiający jak najszerszy dostęp do kapitału inwestycyjnego na podstawie wspólnotowej, w tym także dla małych i średnich przedsiębiorstw i nowo powstałych przedsiębiorstw, obecnie zwanych *start-upami*. Pomimo przyjętych rozwiązań, wciąż jed-

---

<sup>18</sup> A. Sotiropolou, Les obligations, s. 48; H.B.W. Beerlage, J.H. Horsmeier, Primary and Secondary Offerings of Securities, [w:] M.C.A van den Nieuwenhuijzen (red.), Financial Law in the Netherlands, Alphen aan den Rijn 2010, s. 47–48.

<sup>19</sup> D. Van Gerwen (red.), Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe: Volume 1, European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area, Cambridge University Press 2008, s. 5; N. Moloney, How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press 2010, s. 125.

<sup>20</sup> M. Haentjens, P. de Gioia-Carabellese, European Banking and Financial Law, Routledge 2015, s. 36.

nak wątpliwości w literaturze budzi to, czy Dyrektywa 2003/71/WE oparta jest na modelu harmonizacji maksymalnej czy minimalnej<sup>21</sup>.

Jak wskazano wyżej Dyrektywa 2003/71/WE stanowi, zgodnie z procedurą Lamfalussy'ego, założenie ramowe, zawierające ogólne regulacje dotyczące zasad sporządzania, zatwierdzania i publikowania (rozpowszechniania) prospektów emisyjnych. Szczegółowe regulacje wydane zostały w ramach środków wykonawczych uchwalonych w na poziomie drugim procedury Lamfalussy'ego, zakładającym konieczność bieżącej reakcji na nowe rozwiązania rynkowe i nadzorcze. W tym zakresie najistotniejszym aktem prawnym jest Rozporządzenie 809/2004 w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam.

Sama Dyrektywa Prospektowa oceniana jest w literaturze przeważnie pozytywnie. *T. Sójka* uznając ją za krok naprzód w budowie wspólnego, europejskiego rynku kapitałowego wskazuje jednak na jej istotne wady – brak harmonizacji w zakresie zasad odpowiedzialności za zamieszczenie nieprawdziwych danych w prospekcie oraz nieprzeprowadzenie w pełni konsekwentnie maksymalnej harmonizacji regulacji krajowych za pomocą szczegółowych regulacji dyrektywy prospektowej oraz Rozporządzenia 809/2004. Zdaniem Autora błędem jest m.in. nieobjęcie zasadą jednolitego paszportu ofert instrumentów finansowych o łącznej wartości nieprzekraczającej 2 500 000 euro<sup>22</sup>. Podnoszone jest także, że maksymalna harmonizacja regulacji krajowych za pomocą szczegółowych regulacji Dyrektywy Prospektowej oraz ujednoczenie wymogów w zakresie zasad sporządzania i publikacji prospektów emisyjnych nie są w pełni konsekwentne. Pozostawiono bowiem Państwu Członkowskim, a także giełdom możliwość nakładania dodatkowych wymogów związanych z dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. W praktyce dotyczy to m.in. nakładania wymogów dotyczących *corporate governance*<sup>23</sup>.

Nie można zapominać, że Dyrektywa Prospektowa, podobnie jak Rozporządzenie 809/2004, doczekała się już kilku istotnych nowelizacji będących odpowiedzią na konieczność nadążenia nad zmieniającymi się warunkami i pojawiającymi się zagrożeniami. W 2010 r. przeprowadzono przegląd przepisów

---

<sup>21</sup> Por. *B. Haar*, Organizing regional system: The EU example, [w:] *E. Ferran, N. Moloney, J. Payne* (red.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press 2015, s. 167 oraz *F. Walla*, [w:] *R. Veil* (red.), *European*, s. 37 i przywołana tam literatura.

<sup>22</sup> *T. Sójka*, Wprowadzenie, [w:] *T. Sójka* (red.), *Prawo*, s. 41.

<sup>23</sup> *Ibidem*, s. 45.



Dyrektywy Prospektowej, w ramach którego zidentyfikowano szereg uchybień wpływających na przejrzystość prawną niektórych z rozwiązań przyjętych w Dyrektywie, a przez to zmniejszających jej efektywność pod względem zapewnienia odpowiedniej równowagi między efektywnością rynku (obszary z nadmiernymi obciążeniami regulacyjnymi) i ochroną inwestorów (jakość, czytelność i zasadność ujawnianych informacji). W konsekwencji dokonano nowelizacji Dyrektywy Prospektowej w ramach Dyrektywy 2010/73/UE, która wprowadziła największe zmiany. Od wejścia w życie Dyrektywy Prospektowej wprowadzono także kilka ułatwień dla emitentów o obniżonej kapitalizacji rynkowej oraz małych i średnich przedsiębiorstw, nie mówiąc już o samej definicji oferty publicznej, która została zmieniona w 2013 r. Wszystkie te zmiany musiały znaleźć swoje odzwierciedlenie w porządkach prawnych Państw Członkowskich. O ile bowiem Rozporządzenie 809/2004 jest stosowane bezpośrednio, o tyle Dyrektywa 2003/71/WE i jej nowelizacje stanowią jedynie ramy normatywne i wymagają implementacji w prawie krajowym.

Pomimo ogólnie pozytywnej oceny Dyrektywy Prospektowej i jej zmian, po ponad 10 latach obowiązywania przystąpiono do rewizji jej przepisów. Niestety zmiany wprowadzone na mocy dyrektywy 2010/73/UE finalnie nie zaowocowały osiągnięciem celów wyznaczonych przez projektodawców Dyrektywy Prospektowej. W związku z tym przegląd Dyrektywy 2003/71/WE wskazano w planie działania na rzecz Unii Rynków Kapitałowych, jako jedno z jego pierwszych i priorytetowych działań. Dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego z 2003 r., nawet po reformie z 2010 r., doprowadziła do wielu przypadków niejednolitego jej wdrażania w niektórych Państwach Członkowskich, jak również jej regulacje wciąż stanowią istotną barierę w dostępie do kapitału dla małych i średnich przedsiębiorców (MŚP). W konsekwencji przyjęto, że Dyrektywa Prospektowa powinna być zastąpiona przez bezpośrednio obowiązujące i niewymagające implementacji rozporządzenie, którego projekt został opublikowany 30.11.2015 r. Celem Rozporządzenia 2017/1129 jest wyważenie z jednej strony kompromisu między zapewnieniem ochrony inwestorów a ograniczeniem obciążenia administracyjnego emitentów, a z drugiej strony kompromisu między promowaniem wewnętrznego rynku kapitałowego i unii rynków kapitałowych a zachowaniem dostatecznej elastyczności rynków krajowych i lokalnych.

### § 3. Krajowe regulacje w zakresie prawa rynku kapitałowego

Zalążki rozwoju rynku kapitałowego w Polsce po II wojnie światowej datuje się zasadniczo na początek lat 90., kiedy to w ustawie z 13.7.1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych<sup>24</sup> przewidziano, jako jedną z dróg prywatyzacji, prywatyzację polegającą na sprzedaży akcji prywatyzowanych spółek w drodze publicznej oferty<sup>25</sup>. Szczegółowe regulacje dotyczące oferty publicznej (oraz funduszy powierniczych) znalazły się wówczas w PrPapW z 1991 r., które w następnych latach podlegało wielokrotnym nowelizacjom<sup>26</sup>. Ostatecznie ustawodawca zdecydował o wyodrębnieniu problematyki funduszy w ustawie z 21.8.1997 r. o funduszach inwestycyjnych (t.j. Dz.U. z 2002 r. Nr 49, poz. 448 ze zm., akt uchylony) od problematyki obrotu, która została uregulowana w nowym PrPapW z 1997 r. Prawo papierów wartościowych z 1997 r. było następnie nowelizowane, aż w końcu, w związku z koniecznością dostosowania prawa polskiego do regulacji unijnych, zostało zastąpione przez trzy ustawy: OfertaPublU, ObrIFinU i NadzRynFinU<sup>27</sup>. Ustawy te miały stworzyć fundament funkcjonowania w Polsce rynku kapitałowego, zaś celem ustawodawcy było wprowadzenie przejrzystej regulacji poprzez usunięcie wątpliwości interpretacyjnych i harmonizację z innymi regulacjami<sup>28</sup>. Ujednoclenie przepisów i dostosowanie ich do wymogów prawa wspólnotowego miało także prowadzić do uwolnienia rynku, a przez to do zwiększenia jego konkurencyj-

---

<sup>24</sup> Dz.U. Nr 51, poz. 298 ze zm., uchylona 8.1.1997 r.

<sup>25</sup> P. Bielski, Uwagi na tle regulacji spółek akcyjnych prowadzących giełdę papierów wartościowych oraz krajowych depozyt papierów wartościowych, GPS 1999, Tom 5, s. 21; A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Prawo, s. 5.

<sup>26</sup> Szerzej na temat wpływu procesu prywatyzacji na rozwój instytucji rynku kapitałowego w Polsce: M. Michalski, Spółki Skarbu Państwa na rynku kapitałowym, [w:] A. Kidyba (red.), Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa, Warszawa 2015, s. 129.

<sup>27</sup> Jednocześnie wcześniej, przy kolejnych nowelizacjach PrPapW z 1991 r. i PrPapW z 1997 r. zwracano uwagę na to, że *de facto* dokonywane nowelizacje zbliżają polskie uregulowania do standardów obowiązujących w UE, co miało ułatwić funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego w skali międzynarodowej – zob. R. Zakrzewski, W. Jasiński, Ustawowe gwarancje bezpieczeństwa w publicznym obrocie papierami wartościowymi, PS 1997, Nr 6, s. 73; K. Bende, A. Werner, Zasada wzajemnego uznawania prospektów w Unii Europejskiej a polski tryb zawiadomienia, PPW 2001, Nr 9, s. 9; J. Ostrowski, A. Werner, Nowe przepisy regulujące treść i termin ważności prospektu emisyjnego, PPW 2001, Nr 12, s. 20 i n.

<sup>28</sup> R. Blicharz, Nadzór, s. 20 i n.

ności. W literaturze OfertaPublU, ObrIFinU i NadzRynFinU określa się nawet niekiedy mianem konstytucji współczesnego rynku kapitałowego w Polsce<sup>29</sup>.

O ile w odniesieniu do pierwszej z regulacji dotyczących obrotu podkreślano, że wadą tej regulacji jest – w warunkach rodzącego się kapitalizmu – przesunięcie środka ciężkości w kierunku maksymalizacji bezpieczeństwa, ze szkodą dla swobody rynku<sup>30</sup>, o tyle w odniesieniu do obecnych regulacji w doktrynie wielokrotnie wskazywano przede wszystkim na problem zbyt pośpiesznej implementacji Dyrektywy 2003/71/WE i towarzyszących jej aktów normatywnych, który przełożył się na brak czytelności nowych regulacji, a co za tym idzie spowodował wątpliwości interpretacyjne<sup>31</sup>. OfertaPublU, ObrIFinU i NadzRynKapU zostały uchwalone jednego dnia, natomiast NadzRynFinU niespełna rok później. Nie sposób odmówić tej krytyce słuszności. Dotychczas obowiązującą regulację PrPapW z 1997 r. zastąpiono trzema odrębnymi ustawami implementującymi postanowienia różnych aktów unijnych – OfertaPublU, ObrIFinU oraz NadzRKapU. O ile pewnie uzasadnienie znaleźć można dla uregulowania zasad nadzoru nad rynkiem kapitałowym w odrębnym akcie prawnym, o tyle zupełnie niezrozumiałe jest rozdzielenie norm zawartych uprzednio w PrPapW z 1997 r. w 2 ustawach, tym bardziej, że podział wydaje się być nieprzemyślny i niekonsekwentny<sup>32</sup>.

Odnosząc się zaś do samej materii zawartej w przywołanych w poprzednim akapicie aktach, to zdaniem A. Chłopeckiego można przyjąć 2 kryteria podziału zagadnień związanych z regulacją rynku kapitałowego w Polsce pomiędzy wskazane ustawy. Według pierwszego OfertaPublU zawiera przede wszystkim normy związane z dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, kwestie obowiązków informacyjnych i przepisy dotyczące wezwań, zaś ObrIFinU pozostałe regulacje. Ewentualnie podział może zostać przeprowadzony w oparciu o to, jaki akt został implementowany w danej ustawie. I tak zdaniem A. Chłopeckiego OfertaPublU implementuje zasadniczo Dyrektywę 2003/71/WE oraz Dyrektywę 2004/25/WE, zaś ObrIFinU Dyrektywę 2003/6/WE, Dyrektywę 2003/124/WE, Dyrektywę

---

<sup>29</sup> K. Haładyj, Ustawa, s. 97.

<sup>30</sup> A. Minkiewicz, Publiczny obrót papierami wartościowymi w świetle ustawy z 22.3.1991 r., PUG 1991, Nr 8–9, s. 137.

<sup>31</sup> A. Chłopecki, Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego, PPH 2005, Nr 11, s. 44; A. Nadolska, O efektywności, s. 342; A. Błachnio-Parzych, Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi, Warszawa 2011, s. 56.

<sup>32</sup> A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, Prawo, s. 6–7.

2003/125/WE oraz Dyrektywę 2004/72/WE<sup>33</sup>. Jednocześnie w ocenie *T. Sójki* podział ten nie wynika z norm prawa unijnego czy struktury europejskiego prawa rynków kapitałowych, gdyż część jednolitej materii została podzielona pomiędzy OfertaPublU i ObrIFinU. Autor jako przykład podaje tutaj zagadnienia uregulowane przez Dyrektywę 2003/6/WE, które częściowo znalazły się w OfertaPublU (art. 56–57), zaś druga ich część została implementowana w przepisach ObrIFinU (art. 154 i n.)<sup>34</sup>.

W rzeczywistości, faktycznie trudno mówić o przemyślanym podziale materii podlegającej regulacji prawa europejskiego pomiędzy poszczególne akty rangi ustawowej<sup>35</sup>. Podział na 2 ustawy spowodował, że aby wyprowadzić normę prawną z poszczególnych przepisów, konieczne jest niekiedy sięgnięcie do jednostek redakcyjnych znajdujących się w 2 aktach<sup>36</sup>. Dotyczyło to w szczególności regulacji odnoszących się do obowiązków informacyjnych, czyli wskazanych wyżej jako przykład podziału zagadnień regulowanych przez Dyrektywę 2003/6/WE pomiędzy 2 akty przepisów art. 56–57 OfertaPublU oraz art. 154 i n. ObrIFinU<sup>37</sup>. Zasadniczo, oczywiście nie powoduje to wielkich trudności w stosowaniu tych przepisów, jednak czyni dokonywanie wykładni znacznie utrudnionym. Odnosząc wskazane uwagi do materii, której w głównym zrebie dotyczą rozważania zawarte w niniejszej pracy, wskazać można przykładem na art. 7 ObrIFinU, który traktuje o dematerializacji, a zatem wydaje się, że powinien znajdować się w OfertaPublU. Mamy bowiem do czynienia w tym wypadku z sytuacją, w której OfertaPublU (art. 1) reguluje zasady przeprowadzania oferty publicznej oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu, a także skutki uzyskania statusu spółki publicznej, zaś przepis, który dotyczy samego momentu uzyskania tego statusu (czyli zdematerializowania choćby jednej akcji) znajduje się w innym akcie prawnym. Ta-

---

<sup>33</sup> *Tenże*, Obrót, s. 753.

<sup>34</sup> *T. Sójka*, Wprowadzenie, s. 23.

<sup>35</sup> *K. Grabowski*, Walne zgromadzenie spółki publicznej, [w:] *Prawo Rynku Kapitałowego w perspektywie 21 lat funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie* (koordynator prac nad publ. *Marta Burgiel*), Kraków 2012, s. 11.

<sup>36</sup> *A. Chłopecki* podaje jako przykład definicję spółki publicznej, która zawarta jest w art. 4 § 1 pkt 6 KSH, który odsyła do OfertaPublU, której przepisy odsyłają w tym zakresie do pojęcia dematerializacji zawartego w ObrIFinU, zaś znów ObrIFinU odsyła w zakresie definicji spółki publicznej do OfertaPublU. Zob. *A. Chłopecki*, *Regulacja*, s. 55.

<sup>37</sup> Obecnie kwestie te regulują przede wszystkim przepisy art. 7 i 17 MAR, niemniej jednak przykład art. 56 OfertaPublU i art. 154 ObrIFinU jest dość jaskrawy i do niedawna, tj. do czasu wejścia w życie nowelizacji dostosowującej OfertaPublU i ObrIFinU do MAD, stanowił przykład niepoprawnej legislacji.

kich przykładów można znaleźć wiele. Wątpliwości z punktu widzenia zasad poprawnej legislacji<sup>38</sup> budzi także zawarcie w art. 4 OfertaPublU, stanowiącym niejako „słownik” ustawy, licznych odesłań do ObrIFinU. Tam, gdzie przykładem powinna znajdować się definicja pojęcia „papier wartościowy” znajduje się odesłanie do ObrIFinU. Regulacje te uzupełniają również normy wynikające z NadzRynKapU<sup>39</sup> i NadzRynFinU, przy czym z uwagi na to, że ta ostatnia została uchwalona rok później, niekiedy występują istotne niespójności pomiędzy poszczególnymi przepisami, które tak naprawdę dotyczą tej samej materii. Obecnie OfertaPublU i ObrIFinU w licznych odwołaniach odnoszą się także do MAR.

OfertaPublU, która zawiera przede wszystkim przepisy dotyczące zasad przeprowadzenia oferty publicznej oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu, jest elementem systemu kompleksowych uregulowań prawnych w zakresie rynku kapitałowego. Buduje ona również siatkę pojęciową, używaną dla opisu procesów przebiegających w ramach obrotu na rynku regulowanym. Zasady nadzoru nad przebiegiem oferty wynikają natomiast zarówno z przepisów OfertaPublU, jak i z przepisów NadzRynFinU i NadzRynKapU.

NadzRynFinU jest regulacją bardzo ważną dla prawidłowego funkcjonowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Posłużyła jako instrument integracji organów nadzoru nad rynkiem finansowym wprowadzając w Polsce zintegrowany model nadzoru nad rynkiem finansowym<sup>40</sup>. Internacjonalizacja, potrzeba usuwania barier na rynku, zwiększania jego dostępności, a także przez to konkurencyjności, spowodowały, że w Polsce przyjęto jeden z 3 wyróżnianych modeli nadzoru nad rynkiem finansowym<sup>41</sup>. Model ten zakłada skupienie nadzoru nad wszystkimi sektorami rynku finansowego w jednym niezależnym organie. Uzasadnieniem dla wprowadzenia takiego rozwiązania było

---

<sup>38</sup> Podany przykład stanowi naruszenie m.in. § 146 ust. 1 załącznika do Rozporządzenia Prezesa Rady Ministrów z 20.6.2002 r. w sprawie „Zasad techniki prawodawczej” (t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 283); szerzej S. Wronkowska-Jaskiewicz, *Zasada przyzwoitej legislacji w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego*, Księga orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego, Warszawa 2006, *passim*.

<sup>39</sup> Przepisy OfertaPublU i ObrIFinU wielokrotnie odwołują się do regulacji NadzRynKapU. Zob. T. Nieborak, *Komentarz do art. 1 NadzRynKapU*, [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, Warszawa 2011, s. 15.

<sup>40</sup> A. Nadolska, *Podjęcie sektorowe w strukturach europejskiego nadzoru finansowego*, [w:] H. Gronkiewicz-Waltz, K. Jaroszyński, *Europeizacja*, s. 427; T. Nieborak, *Komentarz do art. 1 NadzRynKapU*, [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa*, s. 16.

<sup>41</sup> Wskazuje się, że model ten funkcjonuje dość powszechnie na świecie, por. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012, s. 100.

przekonanie o tym, że dotychczasowe rozwiązanie, które opierało się na funkcjonowaniu trzech odrębnych organów – Komisji Papierów Wartościowych i Giełd<sup>42</sup>, Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych<sup>43</sup> oraz Komisji Nadzoru Bankowego<sup>44</sup>, stwarza ryzyko mniej efektywnego i skutecznego sprawowania nadzoru<sup>45</sup>. Powstał więc jeden podmiot nadzorujący cały rynek finansowy<sup>46</sup>, w którym zawiera się również rynek kapitałowy. Zasady nadzoru nad tym segmentem rynku finansowego ujęto głównie w NadzRynKapU.

NadzRynKapU nie tylko zawiera zasady ogólne wykonywania nadzoru przez KNF oraz doprecyzowuje szczególne, bo wyłamujące się z modelu postę-

---

<sup>42</sup> Komisja Papierów Wartościowych została utworzona na mocy art. 6 § 1 PrPapW z 1991 r. jako centralny organ administracji rządowej w sprawach publicznego obrotu papierami wartościowymi. Wraz z wejściem w życie PrPapW z 1997 r. jej nazwę zmieniono na Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, rozszerzając również zakres działania na nadzór nad giełdami towarowymi. Zob. G. Kuca, Komisja Nadzoru Finansowego, [w:] B. Szmulik, K. Miaskowska-Daszkievicz, Administracja publiczna. T. 1. Ustrój administracji państwowej centralnej, Warszawa 2012, s. 508.

<sup>43</sup> Początkowo nadzór ubezpieczeniowy, ustanowiony na podstawie przepisów ustawy z 28.7.1990 r. o działalności ubezpieczeniowej (t.j. Dz.U. z 1996 r. Nr 11, poz. 62 ze zm., akt uchylony) sprawowany był przez Ministra Finansów (art. 82 tej ustawy w pierwotnym brzmieniu). Następnie w 1996 r. sprawowanie nadzoru powierzono Państwowemu Urzędowi Nadzoru Ubezpieczeń, działającemu jako centralny organ administracji rządowej. Wraz z wejściem w życie ustawy z 28.8.1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (t.j. Dz.U. z 2017 r. poz. 870 ze zm.) utworzono również Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi – centralny organ administracji rządowej, nad którym nadzór sprawował Prezes Rady Ministrów. Kolejnym krokiem w ewolucji organów nadzoru ubezpieczeniowego było zlikwidowanie Państwowego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi i powołanie w ich miejsce na mocy ustawy z 1.3.2002 r. o zmianach w organizacji i funkcjonowaniu centralnych organów administracji rządowej i jednostek im podporządkowanych oraz o zmianie niektórych ustaw (Dz.U. Nr 25, poz. 253 ze zm.) Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

<sup>44</sup> Nadzór bankowy został wprowadzony w 2 ustawach z 31.1.1989 r. – Prawie bankowym (t.j. Dz.U. z 1992 r. Nr 72, poz. 359 ze zm.) i ustawie z 31.1.1989 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz.U. Nr 4, poz. 22 ze zm.), przy czym nadzór sprawowany był przez NBR, w którym funkcjonował Departament Nadzoru Bankowego. Rok później Departament Nadzoru Bankowego został przemianowany na Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego. Zarówno ustawa – Prawo bankowe, jak i ustawa o NBP z 1989 r. zostały zastąpione przez ustawę – Prawo bankowe i NBPU, uchwalone 29.8.1997 r., na podstawie których od 1.1.1998 r. rozpoczęła działalność Komisja Nadzoru Bankowego. Zob. M. Olszak, Nadzór bankowy w Polsce, [w:] C. Kosikowski, E. Ruśkowski (red.), Finanse publiczne i prawo finansowe, Warszawa 2008, s. 231.

<sup>45</sup> T. Nieborak, Komentarz do art. 1 NadzRynKapU, [w:] T. Sójka (red.), Ustawa, s. 17.

<sup>46</sup> Wskazać przy tym należy, że zakres nadzoru KNF nad podmiotami funkcjonującymi na rynku finansowym ulega stalemu poszerzaniu. Od dnia powstania KNF jej nadzorem objęto m.in. społeczne kasy oszczędnościowo-kredytowe, instytucje płatnicze i biura usług płatniczych oraz agencje ratingowe. W przyszłości nadzorem KNF mają zostać objęci także pośrednicy kredytu hipotecznego i ich agencji.

powania administracyjnego, postępowania kontrolne i wyjaśniające<sup>47</sup>, ale także definiuje na własne potrzeby pojęcie rynku kapitałowego. Zgodnie z art. 2 pkt 6 NadzRynKapU ilekroć w ustawie mowa jest o rynku kapitałowym, rozumie się przez to:

- a) rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych – w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ustaw, o których mowa w pkt 1 i 2, oraz Rozporządzenia 236/2012 i Rozporządzenia 648/2012, oraz
- b) rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania – w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy ustawy, o której mowa w pkt 3 i przepisy rozporządzeń, o których mowa w art. 3 ust. 5, oraz
- c) rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy, o której mowa w pkt 4, oraz
- d) rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 Rozporządzenia 1031/2010 – w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosuje się przepisy tego rozporządzenia.

Jest to jednak tylko definicja sformułowana poprzez odwołanie się do poszczególnych rynków. Sam rynek kapitałowy w literaturze definiowany jest z jednej strony poprzez wskazanie, iż stanowi obok rynku pieniężnego element rynku finansowego<sup>48</sup>, z drugiej poprzez określenie jego aspektów podmiotowych i przedmiotowych. Jest to jednak pojęcie rozumiane niejednolicie, co ma istotne znaczenie, w szczególności biorąc pod uwagę to, że dotyczy ono tak ekonomii, jak i prawa<sup>49</sup>. Niezależnie od rozbieżności, jakie występują w poszczególnych definicjach prezentowanych w literaturze, zwraca się uwagę, że podkreślana jest przede wszystkim jego funkcja, wyrażająca się jak to ujął *P. Wajda* „w umożliwieniu podmiotom gospodarczym pozyskania kapitału średnio i długoterminowego, potrzebnego i wykorzystywanego w ich działalności operacyjnej i strategicznej”<sup>50</sup>.

---

<sup>47</sup> Bazową regulację postępowania wyjaśniającego i kontrolnego stanowią przepisy NadzRynFinU, NadzRynKapU zawiera dodatkowe przepisy odnoszące się do postępowania wyjaśniającego i kontrolnego.

<sup>48</sup> Tak m.in. *T. Nieborak*, Komentarz do art. 1 NadzRynKapU, [w:] *T. Sójka* (red.), Ustawa, s. 20; *K. Oplustil, M. Pokrzycki, P.M. Woroniecki*, Rynek finansowy i kapitałowy, [w:] *T. Włudyka, M. Smaga* (red.), Instytucje gospodarki rynkowej, Warszawa 2015, s. 329 i n.

<sup>49</sup> Szerzej: *M. Spyra*, Prawo, s. 10 i n.

<sup>50</sup> *P. Wajda*, Efektywność informacyjna rynku giełdowego, Warszawa 2011, s. 35.

## § 4. Obrót pierwotny a oferta publiczna

Pojęcie oferty publicznej stanowi obecnie oś zagadnień wokół której koncentrują się regulacje zwarte w OfertaPublU – stanowi jedno z najważniejszych pojęć prawa rynku kapitałowego<sup>51</sup>. Jest to niewątpliwa zmiana względem regulacji PrPapW z 1991 r. i PrPapW z 1997 r., gdzie mowa była przede wszystkim o „publicznym obrocie”. Publiczny obrót stanowił centralne pojęcie regulacji ówczesnie obowiązujących przepisów. Wskazywał na to z resztą wprost przepis art. 1 ust. 1 PrPapW z 1997 r., zgodnie z którym rzeczona ustawa miała normować „publiczny obrót papierami wartościowymi, w tym również zasady tworzenia, organizacji i nadzoru nad podmiotami prowadzącymi działalność w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi”.

Wróćmy jednak do pierwszych po 1989 r. regulacji odnoszących się do jednego z najważniejszych zagadnień prawa rynku kapitałowego. W pierwotnym brzmieniu przepisu art. 1 § 1 PrPapW z 1991 r. przez publiczny obrót rozumiano proponowanie nabycia, nabywanie lub przenoszenie praw z emitowanych w serii papierów wartościowych w drodze oferty lub zaproszenia do rokowań przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli oferta lub zaproszenie do rokowań skierowane były do więcej niż 300 osób albo do nieoznaczonego adresata. Przepis ten był następnie zmieniany kilkakrotnie, głównie w związku z koniecznością dostosowania jego treści do regulacji odnoszących się do prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> Tak *M. Wierzbowski, P. Wajda*, Komentarz do art. 3 OfertaPublU, [w:] *M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda* (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 7.

<sup>52</sup> Pierwsza zmiana, dokonana została 29.11.1991 r. przez art. 1 pkt 1 ustawy z 9.10.1991 r. (Dz.U. Nr 103, poz. 447) o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych i dotyczyła skreślenia sformułowania „w drodze oferty lub zaproszenia do rokowań” i przesunięcia środka ciężkości na proponowanie nabycia. Druga zmiana została wprowadzona w związku z ustawą z 30.4.1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz.U. Nr 44, poz. 202 ze zm.) i dotyczyła wyłączenia spod publicznego obrotu udostępniania akcji pracownikom na podstawie tej ustawy. Trzecia, ostatnia już zmiana została wprowadzona w drodze ustawy z 29.12.1993 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz.U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17) i weszła w życie 14.2.1994 r. Spod zakresu obrotu pierwotnego wyłączono wówczas m.in. proponowanie nabycia akcji dotychczasowym akcjonariuszom (prawo poboru). Zob. *M. Wierzbowski*, Nowelizacja prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, PS 1994, Nr 9; *A. Szumański*, Unieważnienie akcji nie w pełni opłaconych a publiczny obrót papierami wartościowymi, PPH 1996, Nr 10, s. 7–9. *Idem*, Publiczny obrót papierami wartościowymi a prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, PPH 1996, Nr 11, s. 13 i n.



W okresie obowiązywania PrPapW z 1991 r. (oraz PrPapW z 1997 r.) określenie, czy mamy do czynienia z publicznym obrotem papierami wartościowymi było podstawowym zadaniem przy dokonywaniu kwalifikacji oznaczonego stanu faktycznego jako podlegającego regulacji PrPapW (oraz obowiązkowi uzyskania decyzji KPWiG<sup>53</sup>). Z tego też względu przyjmuje się, że kategoria publicznego obrotu<sup>54</sup>, jako pojęcie normatywne, stanowiła wówczas kategorię centralną dla rynku kapitałowego<sup>55</sup>, utrzymującą się aż do 2005 r.<sup>56</sup>.

W 1994 r. w drodze nowelizacji<sup>57</sup> PrPapW z 1991 r. wprowadzono w art. 2 pkt 3a pojęcie pierwszej oferty publicznej (ang. *Initial Public Offering*, IPO), przez którą rozumiano oferowanie przez wprowadzającego nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych, jeżeli oferta ma charakter publiczny. Wprowadzenie pojęcia pierwszej oferty publicznej stanowiło „szczególny zabieg logiczny” z uwagi na to, że dualistyczny i symetryczny podział rynku regulowanego przełamano wprowadzeniem obok segmentu obrotu pierwotnego (obejmującego wówczas proponowanie nabycia papierów wartościowych) oraz segmentu obrotu wtórnego (obejmującego proponowanie przez osoby inne niż emitent nabycia praw z papierów wartościowych, jeżeli papiery takie zostały dopuszczonego publicznego obrotu) segmentu trzeciego – pierwszej oferty publicznej<sup>58</sup>. Zgodnie z art. 2 pkt 4 PrPapW z 1991 r. przez obrót pierwotny rozumiano proponowanie przez emitenta nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych lub nabywanie takich praw. Obrót wtórny definiowany był zaś przez art. 2 pkt 5 PrPapW z 1991 r. jako proponowanie przez osoby inne niż emitent nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych lub nabycie takich praw, jeżeli papiery wartościowe zostały dopuszczone do publicznego obrotu. Wprowadzenie pojęcia pierwszej oferty publicznej miało na celu umożliwienie zbywania przez Skarb Państwa akcji należących do niego spółek w sposób określony w art. 23 ust. 1 pkt 2

---

<sup>53</sup> Tak *M. Romanowski*, Komentarz do art. 2 PrPapW, [w:] *M. Romanowski*, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Warszawa 1999, s. 25.

<sup>54</sup> Szerzej zob. *J. Mojak*, *D. Opolski*, Publiczny obrót papierami wartościowymi (analiza prawna), PiP 1991, z. 12; *A. Chłopecki*, Publiczny obrót papierami – pojęcie i zakres, PPod 1994, Nr 3.

<sup>55</sup> *M. Michalski*, Spółki, s. 129 i n.

<sup>56</sup> *J. Mojak*, Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu, Warszawa 2008, s. 195.

<sup>57</sup> Ustawa z 29.12.1993 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz.U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17).

<sup>58</sup> *M. Michalski*, Spółki, s. 131.

ustawy z 13.7.1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych<sup>59</sup>, zakładający zbywanie w ramach oferty ogłoszonej publicznie, z tym że w ramach publicznego obrotu. Bez wprowadzenia pojęcia pierwszej oferty publicznej Skarb Państwa musiałby sprzedawać akcje należących do niego spółek w ramach rynku regulowanego. Zmiana spowodowała, że choć sama oferta publiczna zasadniczo mieściła się w zakresie obrotu wtórnego, podlegała zasadom dotyczącym obrotu pierwotnego<sup>60</sup>.

Przepis art. 2 ust. 1 PrPapW z 1997 r. wprowadził nową definicję. Stanowił on, że publicznym obrotem papierami wartościowymi, zwanym w ustawie „publicznym obrotem”, jest proponowanie nabycia lub nabywanie emitowanych w serii papierów wartościowych, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli propozycja skierowana jest do więcej niż 300 osób albo do nieoznaczonego adresata. Pierwszą ofertą publiczną było zaś proponowanie po raz pierwszy przez wprowadzającego lub subemitenta usługowego, w sposób określony w art. 2, nabycia emitowanych w serii papierów wartościowych. Jednocześnie zakresem obrotu pierwotnego objęto proponowanie nabycia papierów wartościowych nie tylko przez emitenta, ale także przez subemitenta usługowego. Definicje te, podobnie jak definicje zawarte w PrPapW z 1991 r., nie były idealne, o czym świadczą liczne spory w doktrynie (w szczególności wśród cywilistów), zwłaszcza odnoszące się do znamion czynności publicznego proponowania, relacji pomiędzy obrotem publicznym a obrotem pierwotnym i wtórnym oraz kwalifikacji prawnej zaproszenia do składania zapisów na zakup papierów wartościowych oferowanych w trybie subskrypcji publicznej jako oferty w rozumieniu art. 66 KC<sup>61</sup>.

Istotną zmianą w podejściu do problematyki pierwszej oferty publicznej, obrotu pierwotnego i obrotu wtórnego była implementacja prawa wspólnotowego, jakiej dokonano w związku z wejściem Polski do UE. Polski ustawodawca zdecydował się na eliminację pojęcia „publicznego obrotu” z siatki pojęciowej stosowanej przez regulacje dotyczące prawa rynków kapitałowych. Nie znajdziemy go zatem zarówno w OfertaPublU, ObrIFinU, jak i w NadzR-KapU<sup>62</sup>. Regulacje zastępujące PrPapW z 1997 r. skoncentrowane zostały wokół pojęcia oferty publicznej, przy czym definicja pojęcia oferty publicznej

---

<sup>59</sup> Dz.U. Nr 51, poz. 298 ze zm., uchylona.

<sup>60</sup> Szerzej zob. *M. Michalski*, *Obrót*, s. 957; *tenże*, *Spółki*, s. 129–132.

<sup>61</sup> *M. Romanowski*, *Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi*, PPH 1998, Nr 5, s. 12 i przywołana tam literatura; *R. Jurga, M. Michalski*, *Papiery wartościowe w obrocie masowym*, Warszawa 1997, s. 53 i n.

<sup>62</sup> *A. Chłopecki*, *Publiczny*, s. 38.

również uległa zmianom względem stanu pierwotnego – obecne brzmienie przepisu art. 3 OfertaPublU różni się w sposób zasadniczy od brzmienia tej regulacji sprzed nowelizacji z 8.3.2013 r., jak również sprzed nowelizacji z 4.9.2008 r.

Pierwotnie definicja oferty publicznej zawarta była w art. 3 ust. 3 OfertaPublU, który określał ją jako „udostępnianie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych”. Treścią zatem bezpośrednio nawiązywał do definicji zawartej w art. 2 ust. 1 lit. d Dyrektywy 2003/71/WE. W praktyce przyjęcie takiej definicji umożliwiałoby proponującemu nabycie papierów wartościowych czynienie tego publicznie bez konsekwencji związanych z obowiązkiem prospektowym<sup>63</sup>. Poza zakresem regulacji znalazłyby się zatem wszystkie wypadki przedstawiania jakichkolwiek komunikatów zawierających propozycję nabycia papierów wartościowych, ale pozbawionych przy tym minimalnych danych dotyczących papierów wartościowych i warunków ich nabycia. W zakresie dyspozycji przepisu art. 3 ust. 3 OfertaPublU w pierwotnym brzmieniu nie mieściły się ogólne oferty lub zaproszenia do składania ofert nabycia papierów wartościowych. Definicja ta, jako niepełna, w łatwy sposób pozwalałaby na obejście przepisów OfertaPublU, a tym samym na wyłączenie de facto czynności wchodzących w zakres obrotu pierwotnego spod nadzoru KNF.

Z tego też względu polski prawodawca zdecydował się wprowadzić uzupełniającą w art. 3 ust. 1 OfertaPublU definicję publicznego proponowania. W pierwotnym brzmieniu, przepis ten stanowił, że publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych jest proponowanie nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 100 osób lub nieoznaczonego adresata<sup>64</sup>. Jednocześnie zgodnie z ust. 2 przywołanego artykułu publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych mogło być dokonywane wyłącznie w drodze oferty publicznej. Przepis art. 3 ust. 2 OfertaPublU stanowił zatem łącznik pomiędzy definicją oferty publicznej z ust. 3a definicją publicznego proponowania z ust. 1. Jednocześnie zdaniem A. Chłopeckiego, definicja ta jest tak naprawdę definicją obrotu publicznego z art. 2 PrPapW, z tym że pozbawioną sformu-

---

<sup>63</sup> *Ibidem*, s. 39.

<sup>64</sup> *Ibidem*.

[Przejdź do księgarni →](#)



[ksiegarnia.beck.pl](https://ksiegarnia.beck.pl)