

Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami

Przejdź do produktu na www.ksiegarnia.beck.pl

Wstęp

Na kształt regulacji prawa rynku kapitałowego zasadniczy wpływ miał proces dostosowywania prawa krajowego do wymogów wspólnotowych, a obecnie unijnych¹. Kilkanaście lat temu wskazywano, że celem regulacji UE jest stworzenie europejskiego rynku finansowego, który przede wszystkim zapewni optymalną alokację oszczędności i ochronę inwestorów, przez wprowadzenie reguł dotyczących rynku kapitałowego w zakresie inwestycji w papiery wartościowe, funkcjonowanie giełd i świadczenie usług w zakresie obrotu². Cel ten pozostaje aktualny, co więcej wskazuje się nawet, że prawo rynku kapitałowego od ponad dekady jest w procesie permanentnej reformy³.

Sytuacja ta ulega jednak w ostatnim czasie widocznemu przeobrażeniu w wyniku nasilenia procesów legislacyjnych nakierowanych na zmianę instrumentu prawnego, służącego dostosowaniu regulacji krajowych do wymogów unijnych. Przede wszystkim poszczególne dyrektywy stopniowo zastępowane są bezpośrednio stosowanymi rozporządzeniami⁴. Coraz istotniejszą rolę pełni również ESMA i wydawane przez nią wytyczne. Ponadto nie można zapominać o projektowanych przez ESMA i podlegających zatwierdzeniu przez Komisję Europejską regulacyjnych standardach technicznych. Procesy integracyjne mają się jeszcze nasilić, na co bezpośrednio wskazano w przedstawionym

¹ Przemiany i ich przyczyny zostały zanalizowane m.in. przez *M. Stahl*. Zob. *M. Stahl*, Wpływ prawa europejskiego na polskie ustrojowe prawo administracyjne, [w:] *Z. Janku, Z. Leoński, M. Szewczyk, M. Waligórski, K. Wojtczak* (red.), *Europeizacja*, s. 60–77.

² *K. Glibowski*, Obrót instrumentami pochodnymi w regulacjach Unii Europejskiej, [w:] *Z. Janku, Z. Leoński, M. Szewczyk, M. Waligórski, K. Wojtczak* (red.), *Europeizacja polskiego prawa administracyjnego*, Wrocław 2005, s. 631 za *S. Weber*, *Kapitalmarkt – Borsen und Investmentrecht*, [w:] *M.A. Dausses* (red.), *Handbuch des EU-Wirtschaftsrecht*, München 1998, cz. F III, s. 8.

³ *J. Dybiński*, Zagadnienia ogólne ochrony inwestora na rynku instrumentów finansowych, [w:] *M. Stec* (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*, Warszawa 2016, s. 1317.

⁴ *S. Jakszuk, J. Róg*, Rozporządzenie unijne jako instrument zapewniający konwergencję w prawie rynku kapitałowego w UE, [w:] *Prawo administracyjne wobec współczesnych wyzwań. Księga jubileuszowa dedykowana profesorowi Markowi Wierzbowskiemu*, Warszawa 2018, s. 635.

przez przewodniczącego Komisji Europejskiej *Jean-Claude Junckera* „Planie inwestycyjnym dla Europy”, opublikowanym w komunikacie Komisji Europejskiej z 26.11.2014 r.⁵. Zgodnie z programowymi założeniami „Planu inwestycyjnego dla Europy” gospodarka europejska powinna uzyskać dodatkowe finansowanie w wysokości 315 mld euro. Cel ten ma zostać osiągnięty m.in. poprzez koncepcję ustanowienia jednolitego rynku kapitałowego, funkcjonującego pod nazwą Unii Rynków Kapitałowych (ang. *Capital Markets Union*, CMU). Główne założenia Unii Rynków Kapitałowych zostały przedstawione w opublikowanej 18.2.2015 r. Zielonej Księdze – tworzenie Unii Rynków Kapitałowych⁶.

W Zielonej Księdze wskazano wprost, że: „bardziej zintegrowane rynki kapitałowe, w szczególności rynki akcji, wzmocniłyby zdolność gospodarki europejskiej do amortyzowania wstrząsów i umożliwiłyby więcej inwestycji bez zwiększania poziomu zadłużenia”⁷. Integracja ta ma dotyczyć także m.in. nadzoru. Chociaż ramy regulacyjne w tym zakresie dla rynków kapitałowych zostały w dużej mierze zharmonizowane, w rzeczywistości krajowe systemy nadzoru, w tym polski system, mogą prowadzić do zróżnicowania zarówno poziomu ochrony inwestorów, jak i dostępu emitentów do rynku, co bezpośrednio przekłada się na konkurencję pomiędzy poszczególnymi rynkami Państw Członkowskich. Co więcej, zaobserwować można zjawiska, które w dłuższej perspektywie potencjalnie mogą spowodować marginalizację giełd. Dotyczy to przede wszystkim powstawania platform służących pozyskiwaniu kapitału w sposób odformalizowany, z pominięciem restrykcyjnych wymogów stawianych przez regulacje UE i implementujące je prawo krajowe.

Mając na uwadze plany Komisji Europejskiej dotyczące wprowadzenia do 2019 r. jednolitych ram dla Unii Rynków Kapitałowych, w tym nowe Rozporządzenie 2017/1129, przedmiotowa monografia skupia się na aspektach nadzoru administracji państwowej w procesie pierwotnego obrotu akcjami, jako źródle pozyskiwania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Próbuje odpowiedzieć na pytanie, czy nadzór administracji państwowej w zakresie obrotu pierwotnego akcjami ujęty w ramach obowiązujących obecnie regulacji daje gwarancję bezpieczeństwa rynku, nie ograniczając przy tym w nadmierny sposób dostępu emitentów do kapitału i nie wpływając w niekorzystny sposób

⁵ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Inwestycyjnego – „Plan inwestycyjny dla Europy”, COM(2014) 903 final.

⁶ Zielona Księga – „Tworzenie Unii Rynków Kapitałowych”, COM(2015) 63 final.

⁷ Zielona Księga – „Tworzenie Unii Rynków Kapitałowych”, COM(2015) 63 final, s. 4.

na konkurencyjność polskiego rynku kapitałowego względem rynków kapitałowych pozostałych Państw Członkowskich.

Dotychczasowe ramy normatywne nadzoru sprawowanego przez KNF pozwalają na zapewnienie bezpieczeństwa rynku, przy czym praktyka działania organu nakierowana jest głównie na ten cel. Wymóg sporządzenia i zatwierdzenia prospektu emisyjnego stanowi zaś istotną barierę w pozyskiwaniu kapitału przez emitentów. Rozporządzenie 2017/1129, które w pełni ma być stosowane od 21.7.2019 r., chociaż w założeniu jego autorów ma na celu ułatwić dostęp do rynku przede wszystkim małym i średnim przedsiębiorstwom, nie stanowi remedium na wszystkie problemy polskich emitentów. Jego regulacje w obszarze, który budzi wątpliwości w zakresie praktyki działania KNF, są tożsame z rozwiązaniami przyjętymi na gruncie Dyrektywy 2003/71/WE i implementowanymi przez OfertaPublU, zaś wysokość kar finansowych w nim przewidzianych nie jest dostosowana do polskich warunków i może – wraz z wysokością kar finansowych za naruszenie obowiązków informacyjnych – stanowić istotny argument za rezygnacją z pozyskiwania kapitału na giełdzie.

Wybór pierwotnego obrotu akcjami jako procesu, na którego przebieg wpływ ma nadzór administracji państwowej i jaki ulegnie przeobrażeniu w wyniku wejścia w życie założeń Unii Rynków Kapitałowych, jako wąskiego wyścinka do badań jest przy tym nieprzypadkowy. Wskazuje się, że celem obrotu pierwotnego jest pozyskanie przez emitenta środków na rozwój i inwestycje⁸. Obrót pierwotny zapewnia dostęp do szerokiego grona inwestorów⁹. Ten rodzaj obrotu ma zatem istotne znaczenie gospodarcze¹⁰. A może mieć jeszcze większe w związku z założeniami dotyczącymi Unii Rynków Kapitałowych, w szczególności dotyczącymi oparcia finansowania gospodarczego nie na bankach, ale na rynkach kapitałowych. Istotne jest jednak to, czy rzeczywiście model przyjęty przez prawodawcę unijnego, nakierowany w dużej mierze na zwiększenie konkurencyjności UE wobec Stanów Zjednoczonych, jest odpowiedni także w polskich warunkach.

⁸ A. Sopoćko, *Giełda Papierów Wartościowych*, Warszawa 1993, s. 14; M. Romanowski, *Komentarz do art. 4 PrPapW*, [w:] M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 1999, s. 146.

⁹ C. Żuławska, *O potrzebie kodeksowej regulacji papierów wartościowych*, [w:] S. Soltysiński (red.), *Problemy kodyfikacji prawa cywilnego (studia i rozprawy)*. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Zbigniewa Radwańskiego, Poznań 1990, s. 376.

¹⁰ M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, Warszawa 2006, s. 13; M. Spyra, *Prawo rynku instrumentów finansowych. Zagadnienia ogólne*, [w:] M. Stec (red.), *System*, s. 14.

Przedstawiony problem nie był także jeszcze przedmiotem badań. W ostatnich latach powstało kilka istotnych monografii dotyczących nadzoru finansowego, jednak żadna z nich nie odnosi się do problemu nadzoru administracji państwa nad obrotem pierwotnym akcjami w sposób szczegółowy, uwzględniający konieczność przeanalizowania wszystkich publicznoprawnych aspektów oddziaływania na ten proces jako pewną całość. W zakresie roli Komisji w funkcjonowaniu rynku kapitałowego należy przede wszystkim wskazać na pracę *M. Dyla* poświęconą środkom nadzoru na rynku kapitałowym¹¹ oraz na opublikowaną rozprawę doktorską *P. Wajdy* dotyczącą decyzji administracyjnej, jako jednej z najczęściej stosowanych w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym prawnych form działania administracji¹². Ustrojem i zasadami działania KNF, jako organu powołanego do sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym zajmowali się m.in. *A. Nadolska*¹³ i *J. Kołacz*¹⁴, zaś w węższym zakresie – w odniesieniu do rynku kapitałowego obok *M. Dyla* i *P. Wajdy*, także *R. Blicharz*¹⁵. W literaturze szczególną uwagę poświęcono przede wszystkim pozycji prawnej KNF¹⁶, zasadom jej działania czy środkom wykorzystywanym w ramach nadzoru nad obrotem instrumentami finansowymi¹⁷. Jed-

¹¹ *M. Dyl*, Środki nadzoru na rynku kapitałowym, Warszawa 2012.

¹² *P. Wajda*, Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym, Warszawa 2009.

¹³ *A. Nadolska*, Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego, Warszawa 2014; *idem*, O efektywności zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym w Polsce, [w:] *J. Gliniecka, E. Juchniewicz, T. Sowiński, M. Wróblewska*, System prawnofinansowy. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku, Gdańsk–Nynna-sham–Sztokholm 2013.

¹⁴ *J. Kołacz, A. Stocka*, Zintegrowany nadzór nad rynkiem finansowym w Polsce, Warszawa 2009.

¹⁵ *R. Blicharz*, Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce, Warszawa 2009.

¹⁶ *A. Michór*, Z problematyki statusu Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego, Studia Prawnicze KUL 4(36)/2008; *T. Nieborak*, Komisja Nadzoru Finansowego jako gwarant stabilności polskiego systemu finansowego, [w:] *B. Guzik, N. Buchowska, P. Wiliński* (red.), Prawo wobec wyzwań współczesności. Tom 5, Poznań 2008; *P. Wajda*, Pozycja prawnoustrojowa i skład Komisji Nadzoru Finansowego – kilka uwag krytycznych, PPP 2009, Nr 7–8.

¹⁷ *R. Blicharz*, Środki reglamentacyjne Komisji Nadzoru Finansowego, [w:] *W. Sz wajdler, H. Nowicki* (red.), Księga jubileuszowa Prof. dr. hab. Stanisława Jędrzejewskiego, Toruń 2009; *J. Maciejewski*, Nadzór nad rynkiem finansowym (kontekst ochrony praw jednostki), [w:] *J. Radwanowicz-Wanczewska, P. Niczyporuk, K. Kuźmicz* (red.), Jednostka a państwo na przestrzeni wieków, Białystok 2008; *A. Michór*, Przesłanki ingerencji państwa w organizowanie i organizację obrotu instrumentami finansowymi, Opolskie Studia Administracyjno-Prawne 2008, t. 5; *tenże*, Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi, Warszawa 2009; *A. Skoczylas*, Sankcje administracyjne jako środek nadzoru nad rynkiem kapitałowym,

nocześnie publikacje dotyczące w pewnej mierze obrotu pierwotnego powstały albo przed 2005 r. i z tego względu odnoszą się do regulacji PrPapW z 1997 r.¹⁸ albo traktują problem wąsko, skupiając się jedynie na wybranych elementach tego procesu¹⁹. Choć w ostatnich latach coraz częściej podejmowana jest problematyka charakteru prawnego GPW²⁰ i KDPW oraz nadzoru sprawowanego nad tymi podmiotami przez KNF²¹, dotychczas nie odniesiono się szerzej do roli giełdy i depozytu w sprawowaniu nadzoru nad obrotem pierwotnym. Podkreślić przy tym należy, że chociaż niektóre elementy sprawowania nadzoru przez KNF nad obrotem pierwotnym zostały przeanalizowane w przywołanych pracach, z uwagi na to, że koncepcja Unii Rynków Kapitałowych ujrzała światło dzienne w 2015 r., jak dotąd nie zbadano tematu w odniesieniu do nowej sytuacji, w jakiej się lada dzień znajdziemy. Przede wszystkim nie dokonano analizy porównawczej dotychczasowych regulacji mających wpływ na praktykę działania organu nadzoru z nowym rozporządzeniem prospektywnym, które co istotne, podobnie jak MAR będzie bezpośrednio stosowane.

Obecnie obrót na rynku kapitałowym, w tym obrót pierwotny akcjami, reguluje zespół norm, do których zalicza się normy prawa prywatnego, zwyczajnie

[w:] R. Lewicka, M. Lewicki, M. Stahl (red.), Sankcje administracyjne. Blaski i cienie, Warszawa 2011; P. Wajda, Decyzja administracyjna jako optymalny instrument prawny nadzoru nad rynkiem giełdowym w Polsce, [w:] M. Domagała, J. Izdebski, T. Stanisławski, S. Wrzosek (red.), Przegląd dyscyplin badawczych pokrewnych nauce prawa i postępowania administracyjnego. Zjazd Katedr Prawa Administracyjnego i Postępowania Administracyjnego Kazimierz Dolny nad Wisłą, 19–22.9.2010 r., Lublin 2010.

¹⁸ L. Sobolewski, System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, Warszawa 1996; A. Mach, Wprowadzenie spółki akcyjnej na giełdę, Kraków 1998; M. Pawełczyk, Administracyjne aspekty wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu, [w:] Granice wolności gospodarczej w systemie społecznej gospodarki rynkowej. Księga jubileuszowa z okazji 40-lecia pracy naukowej prof. dr. hab. Jana Grabowskiego, Katowice 2004; A. Szymanowska, Akcje, Warszawa 2000.

¹⁹ P. Kawarski, Czym jest prospekt emisyjny. Oferta nabycia papierów wartościowych, Rzeczp. 1998, Nr 79.

²⁰ Tu należy wskazać choćby na dysertację doktorską M. Torończaka, obronioną na Uniwersytecie Warszawskim w 2015 r.

²¹ P. Krawczyk, Ewolucja nadzoru nad giełdą warszawską, [w:] J. Gluchowski, C. Kosikowski, J. Szotno-Koguc (red.), Nauka finansów publicznych i prawa finansowego w Polsce. Dorobek i kierunki rozwoju. Księga jubileuszowa Profesor Alicji Pomorskiej, Lublin 2008; P. Wajda, Nadzór wstępny nad spółką prowadzącą rynek giełdowy w Polsce, [w:] E. Fojcik–Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska (red.), Nadzór nad rynkiem finansowym. Aktualne tendencje i problemy dyskusyjne, Studia finansowoprprawne, Wrocław 2011, Nr 1; J. Tomaszewski, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., [w:] A. Szelągowska (red.), Instytucje rynku finansowego w Polsce, Warszawa 2009.

ustanowione na rynku, a także *soft law*²². Stosunki pomiędzy uczestnikami rynku kształtowane są za pomocą kontraktów. Strony zaciągają zobowiązania, których ramy wyznaczają granice ustanowione przez reguły prawa cywilnego oraz przyjęte w ramach umów handlowych zwyczaje²³. Jednocześnie sam rynek kapitałowy poddany jest silnemu oddziaływaniu norm o charakterze administracyjnym, jak również i karnym²⁴. Reglamentacja i nadzór powodują, że działania uczestników ograniczone są nie tylko przez normy prawa prywatnego, zwyczaje ustanowione na rynku i regulacje o charakterze *soft law*, ale także przez normy prawa publicznego²⁵, które mają doniosłe znaczenie z punktu widzenia organizacji i bezpieczeństwa rynku²⁶. W obszarze rynku kapitałowego zaobserwować można przede wszystkim „niezwykle silny wpływ norm administracyjnoprawnych na sferę prawa prywatnego”²⁷. Przyczyną takiego stanu jest założenie o potrzebie ingerencji państwa w obrót papierami wartościowymi, które ze swej natury mają charakter inny od tradycyjnych towarów²⁸.

²² Por. R. Kaszubski, Funkcjonalne źródła prawa bankowego publicznego, Warszawa 2006, s. 44–53; J. Supernat, Miejsce i znaczenie *soft law* w prawie publicznym Unii Europejskiej, [w:] J. Boć, A. Chajbowicz (red.), Nowe problemy badawcze w teorii prawa administracyjnego, Wrocław 2009, s. 439–445; D. Wojtczak, *Soft law* i mechanizmy nielegislacyjne jako instrumenty integracji rynku usług bankowych Unii Europejskiej, MonPrBank 2012, Nr 1, s. 58; M. Błachucki, Stanowienie aktów tzw. prawa miękkiego przez organy administracji publicznej na przykładzie prawa antymonopolowego, [w:] M. Stahl, Z. Duniewska (red.), Legislacja administracyjna. Teoria, orzecznictwo, praktyka, Warszawa 2012, s. 238 i n.; Z. Ofiarski, Rola *soft law* w regulacji rynku finansowego na przykładzie rekomendacji i wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego, [w:] A. Jurkowska-Zeidler (red.), Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka, Warszawa 2016, s. 137–160.

²³ M. Michalski, Obrót papierami wartościowymi na publicznym rynku kapitałowym, [w:] S. Włodyka (red.), Prawo papierów wartościowych, Warszawa 2004, s. 927.

²⁴ W. Dadak, Karne środki ochrony dostępu do informacji w publicznym obrocie papierami wartościowymi, Pal. 1998, Nr 1–2, s. 21; M. Michalski, [w:] M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, Papiery wartościowe, Kraków 2000, s. 631.

²⁵ M. Lemonnier, Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia, Warszawa 2011, s. 69.

²⁶ Na przewagę stosunków cywilnoprawnych wskazuje M. Romanowski, zdaniem którego o istocie rynku decydują stosunki cywilnoprawne (M. Romanowski, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, Warszawa 2003, s. 28). Odmienne M. Michalski, który stoi na stanowisku, że z wzajemnych relacji zachodzących pomiędzy przepisami mieszczącymi się w różnych gałęziach prawa nie można w ogóle wysnuć takiego wniosku (M. Michalski, Komentarz do art. 1 OfertaPublU, [w:] M. Michalski, Ustawa, s. 11).

²⁷ A. Chłopecki, Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym, [w:] A. Szumański (red.), System Prawa Prywatnego. Tom 19. Prawo papierów wartościowych, Warszawa 2006, s. 757.

²⁸ M. Łyszczak, Prawne otoczenie rynku kapitałowego, Wrocław 1998, s. 93.

Przyjęto, że ochrona inwestorów opierająca się na instrumentach prawa prywatnego może być niewystarczająca i sięgając do przykładu krajów o rozwiniętym rynku kapitałowym zdecydowano się zorganizować obrót przy zastosowaniu publicznoprawnej metody regulacji²⁹.

W następstwie tego w pierwszej ustawie kompleksowo regulującej kwestie obrotu publicznego papierami wartościowymi – PrPapW z 1991 r., która stworzyła podstawy dla organizacji i funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce³⁰, przyjęto rozwiązania opierające się na założeniu potrzeby zagwarantowania zasady bezpieczeństwa obrotu, rozumianej także jako ochrona nabywcy działającego w dobrej wierze³¹. W uzasadnieniu do projektu ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r. wskazano, że „ochrona nabywcy za pomocą prawa powszechnego, czyli ochrona cywilnoprawna, nie zawsze jest wystarczająca”, zaś „zwiększone ryzyko nabywcy należy do istoty rynku, jednakże państwo nie może uchylić się od prawnego zagwarantowania uczciwych i przejrzystych reguł gry, jeżeli zmierza do wykorzystywania rynku kapitałowego jako instrumentu mobilizacji i alokacji zasobów”³².

W okresie obowiązywania PrPapW z 1997 r., jeszcze przed wejściem do Unii Europejskiej wskazywano, że swobodny obrót akcjami podmiotów o istotnym znaczeniu dla gospodarki został znacznie ograniczony poprzez wprowadzenie wobec spółek publicznych zasady koncentracji obrotu akcjami dopuszczonymi do obrotu publicznego na giełdzie, dematerializacji obrotu czy obowiązku pośrednictwa przedsiębiorstwa maklerskiego w obrocie tymi papierami. Zwracano przy tym uwagę na zwiększający się zakres oddziaływania administracji państwowej na rynek publiczny oraz przesunięcie się kontroli nad funkcjonowaniem rynku kapitałowego ze sfery prawa handlowego do sfery prawa administracyjnego³³.

Po niespełna dziesięciu latach od wejścia w życie PrPapW z 1991 r. upatrywano potrzeby interwencji państwa w tym, że rynek kapitałowy pełni zbyt

²⁹ J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996, s. 10.

³⁰ M. Michalski, *Ograniczenie zbywalności akcji a dopuszczenie do giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, PUG 1995, Nr 1, s. 9.

³¹ M. Zdyb, *Wspólnotowe i polskie publiczne prawo gospodarcze. Tom 2. Prawo bankowe, obrót instrumentami finansowymi, fundusze inwestycyjne, ochrona konkurencji*, Warszawa 2008, s. 81.

³² Druk sejmowy Sejmu RP X Kadencji Nr 638 z 28.11.1990 r., s. 1.

³³ M. Wierzbowski, *Wstęp*, [w:] A. Szymanowska, *Akcje: emisja, obrót, nadzór państwa*, Warszawa 2000, s. 9.

ważną funkcję w gospodarce by pozwolić na możliwość dokonywania nadużyć. Celem interwencji miało być zapewnienie sprawnego, niezakłóconego działania rynku i ochrony zaufania inwestorów³⁴.

Regulacje prawne w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego znajdują się w fazie ciągłych przemian, których inicjatorem jest zasadniczo prawodawca unijny³⁵. Obecnie na poziomie unijnym regulacje te to przede wszystkim dyrektywy dotyczące zasad obrotu oraz obowiązków emitentów papierów wartościowych adresowane do Państw Członkowskich, które zobowiązane są do implementacji ich postanowień w prawie krajowym. Do najważniejszych aktów prawa unijnego w zakresie prawa rynków kapitałowych należy zaliczyć Dyrektywę 2003/71/WE regulującą zasady sporządzania, zatwierdzania i udostępniania prospektu emisyjnego sporządzanego w związku z ofertą publiczną wraz ze zmieniającą ją Dyrektywą 2010/73/UE, a także Dyrektywę 2001/34/WE, MAD II oraz Dyrektywę 2004/109/WE. Istotne znaczenie ma również działalność unijnych organów nadzoru, w szczególności ESMA. Na poziomie krajowym prawo rynku kapitałowego regulowane jest zasadniczo przez OfertaPublU, ObrIFin, NadzRynFinU, NadzRynKapU wdrażające postanowienia dyrektyw unijnych oraz znowelizowaną w trakcie prac nad wskazanymi ustawami FundInwU.

Podstawowym aktem jest jednak Dyrektywa 2003/71/WE oraz implementująca ją OfertaPublU. Uchwalona w 2003 r. Dyrektywa 2003/71/WE, zwana również w literaturze Dyrektywą Prospektową³⁶, miała stanowić instrument wprowadzający regulacje gwarantujące harmonizację informacji zawartych w prospekcie emisyjnym, która powinna zapewniać równoważną ochronę inwestorów na poziomie wspólnotowym. Dyrektywa ta, zgodnie z założeniami przedstawionymi w Zielonej Księdze – tworzenie Unii Rynków Kapitałowych ma zostać zastąpiona przez bezpośrednio stosowane Rozporządzenie

³⁴ A. Szymanowska, Akcje, s. 18.

³⁵ Tak M. Glicz, Stany faktyczne rozciągnięte w czasie a obowiązki informacyjne spółki publicznej, [w:] J. Kruczalak-Jankowska (red.), Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego, Warszawa 2013, s. 46.

³⁶ Dotyczy to nie tylko literatury polskiej, ale również obcojęzycznej, w tym literatury anglojęzycznej (*Prospectus Directive*), francuskojęzycznej (*Directive sur le prospectus, La Prospectus Directive*), niemieckojęzycznej (*Die Prospekttrichlinie*), czy niderlandzkojęzycznej (*Prospektusrichtlijn*). Zob. R. Panasar, Ph. Boeckman, European securities law, Oxford 2010, s. 13; P. Schammo, EU Prospectus Law. New Perspective on Regulatory Competition in Securities Markets, Cambridge 2011, *passim*, A. Sotiropoulou, Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne, Bruksela 2012; V. Wiegél, Die Prospekttrichlinie und Prospektverordnung. Eine dogmatische, ökonomische und rechtsvergleich Analyse, Berlin 2008, *passim*.

2017/1129. Co istotne, analiza Rozporządzenia 2017/1129 wskazuje, że zostało ono oparte na założeniu o potrzebie stosowania w każdym z Państw Członkowskich jednolitych środków o charakterze karnoadministracyjnym. Rozporządzenie – śladem MAR – nie uwzględniła specyfiki poszczególnych rynków. Wysokość kar finansowych nie została bowiem dostosowana do różnic pomiędzy poziomem przychodów i zarobkami członków organów emitentów w poszczególnych krajach. Z tego też względu tak istotne jest porównanie obecnie istniejących regulacji i sposobu sprawowania nadzoru z Rozporządzeniem 2017/1129.

Praca opiera się także na analizie prospektów emisyjnych zatwierdzanych przez Komisję Nadzoru Finansowego w związku z ofertą publiczną akcji oraz stanowisk i komunikatów publikowanych przez Komisję, które obrazują praktyczny aspekt stosowania omawianych regulacji. W pracy uwzględniono również uwagi zawarte w raporcie NIK z kontroli planowej P/14/012 – Nadzór nad publicznym obrotem instrumentami finansowymi³⁷ – dotyczącej okresu 1.1.2012 r.–30.6.2014 r., przeprowadzonej w Urzędzie Komisji Nadzoru Finansowego, GPW, KDPW i KDPW_CCP S.A.³⁸. Chociaż celem kontroli było dokonanie oceny realizacji przez instytucje objęte kontrolą zadań związanych z zapewnieniem bezpieczeństwa obrotu instrumentami finansowymi, a zatem odnosiła się ona nie tylko do obrotu pierwotnego, to dane zawarte w Raporcie NIK dostarczają istotnych informacji dotyczących praktyki sprawowania nadzoru także w tym obszarze.

Przedmiotowa monografia stanowi uzupełnioną i uaktualnioną wersję rozprawy doktorskiej obronionej na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego w listopadzie 2017 r. Chciałabym gorąco podziękować mojemu promotorowi Panu Profesorowi *Markowi Wierzbowskiemu*, którego

³⁷ Informacja o wynikach kontroli. Nadzór nad publicznym obrotem instrumentami finansowymi. KBF-4101-07-00/2014, Nr ewid. 71/2015/P/14/012/KBF z 5.5.2015 r., dalej jako: Raport NIK.

³⁸ Na podstawie art. 48 ust. 7 ObrIFinU, zadania o których mowa w art. 48 ust. 2 mogą być wykonywane także przez spółkę akcyjną będącą podmiotem zależnym od krajowego depozytu, której krajowy depozyt przekazał w drodze pisemnej umowy wykonywanie czynności z zakresu tych zadań. KDPW przekazał wykonywanie tych zadań w drodze umowy z 29.11.2010 r. do spółki KDPW_CLEARPOOL S.A. (później nastąpiła zmiana nazwy spółki na KDPW_CCP S.A.). KDPW_CCP S.A. spełnia wymogi określone w art. 48 ust. 8 i 9 ObrIFinU i jest instytucją typu CCP (centralny kontrahent), w myśl Rozporządzenia EMIR.

opieka naukowa i wsparcie merytoryczne, a także wszelkie uwagi praktyczne związane z wieloletnim doświadczeniem na rynku kapitałowym, w tym w prowadzeniu postępowań przed KNF, okazały się bezcenne podczas prac nad rozprawą doktorską i przedmiotową monografią.

Pragnę również serdecznie podziękować recenzentom pracy: Pani Profesor *Małgorzacie Stahl* z Uniwersytetu Łódzkiego i Panu Profesorowi *Karolowi Kiczce* z Uniwersytetu Wrocławskiego za cenne uwagi i zalecenia, które przyczyniły się do wzbogacenia niniejszej publikacji.

[Przejdź do księgarni →](#)



ksiegarnia.beck.pl