

Rozdział I. Cele i źródła regulacji prawa rynku kapitałowego

§ 1. Cele regulacji

1 Przed rozpoczęciem poniższej części, zawierającej podstawę regulacji prawa rynku kapitałowego, zwrócić należy uwagę Czytelnika na pewne kwestie terminologiczne i praktyczne. Otóż, jakkolwiek w sferze terminologicznej i w ujęciu teoretycznoprawnym określenie „papier wartościowy” jest określeniem podrzędnym w stosunku do określenia instrument finansowy, to jednak w sferze praktycznej to papiery wartościowe, zwłaszcza zaś akcje i obligacje, są podstawowym przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Z tego też powodu autorzy zrezygnowali z posługiwania się pojęciem instrumentu finansowego tam, gdzie nie jest to uzasadnione szczególną specyfiką tego instrumentu, a zwłaszcza tam, gdzie nie jest on papierem wartościowym.

Na rynku kapitałowym istnieją zagrożenia, które skłaniają ustawodawców, a zatem nie tylko ustawodawcę polskiego, do poddania tego rynku szczególnej regulacji prawnej. Regulacja ta ogranicza niewątpliwie swobodę obrotu; ograniczenia te wprowadzone są jednak celem ochrony interesów uczestników tego obrotu. Są to następujące zagrożenia:

- 1) **ryzyko nieuzyskania właściwej informacji w zakresie niezbędnym do podjęcia trafnej decyzji inwestycyjnej.** Sposobem uniknięcia tego ryzyka jest wprowadzenie przepisów kreujących i definiujących obowiązki publikacyjne, w szczególności (lecz niewyłącznie) obowiązki emitentów papierów wartościowych. Celem ustawodawcy nie jest jedynie ograniczenie ryzyka inwestycyjnego, lecz głównie przedstawienie jego zakresu przyszłym i obecnym inwestorom;
- 2) **ryzyko utraty powierzonego kapitału.** Sposobem uniknięcia tego ryzyka są zarówno nadzór państwowy, gwarancje praw kontrolnych i uprawnienia decyzyjne inwestorów, jak i zagwarantowanie prawidłowości procedur dopuszczania papierów wartościowych do obrotu na rynku kapitałowym, a w szczególności na rynku regulowanym;

- 3) **ryzyko niewłaściwego zarządzania powierzonym kapitałem** doprowadzające do strat lub braku oczekiwanych zysków oraz w końcu do utraty kapitału. Podobnie jak w przypadku ryzyka opisanego wyżej, istotne jest tu zagwarantowanie prawidłowości procedur dopuszczania podmiotów świadczących usługi w zakresie zarządzania powierzonym kapitałem do działalności na rynku kapitałowym, wprowadzenie i gwarantowanie praw kontrolnych i decyzyjnych inwestorów, jak również wprowadzenie zakazów związanych z tzw. *insider trading*;
 - 4) **ryzyko związane z narzucaniem inwestorowi przez inne podmioty uciążliwych warunków umownych**. To ostatnie ryzyko jest ryzykiem typowym dla całego obrotu gospodarczego – obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym ma jednak swoją specyfikę. Jedną z tendencji regulacyjnych, szczególnie silną w ostatnich latach, jest dążenie do unikania lub ograniczenia zjawiska tzw. *misselingu*, czyli proponowania inwestorom dokonywania lokat (inwestycji), które nie są dostosowane do ich indywidualnej sytuacji finansowej, potrzeb lub wieku.
- 2 Podstawowe założenia prawa rynku kapitałowego, przewidziane zarówno wprost w jego regulacjach, jak i w niepisanych zwyczajach, stwarzają specyficzną ochronę wynikającą z jego podstawowych, ustawowo i zwyczajowo zagwarantowanych zasad. Do zasad tych należą:
- 1) **zasada swobody przepływu kapitału** – kapitał powinien swobodnie przepływać do gałęzi gospodarki oferujących najbardziej korzystne warunki jego wykorzystania i akumulacji;
 - 2) **zasada swobody dostępu** (i odejścia) kapitałobiorców (inwestorów) do i z określonych inwestycji;
 - 3) **zasada minimalizacji kosztów i przeszkód transakcyjnych** (*de facto* prowadząca do unifikacji warunków prawnych transakcji).

Generalnie rzecz biorąc, celem regulacji jest przede wszystkim **ochrona tzw. drobnych inwestorów**, chociaż prawdopodobnie właściwsze będzie określenie „inwestorów nieprofesjonalistów”. Nie oznacza to oczywiście, aby regulacjom tym (również ochronnym) nie podlegali również inwestorzy profesjonalni, niejednokrotnie jednak ochrona profesjonalistów jest znacznie słabsza. Istotnym celem regulacji jest również, co szczególnie widoczne jest w prawie Unii Europejskiej, zapewnienie swobody przepływu kapitału i świadczenia usług w innym niż macierzysty kraj członkowski.

§ 2. Metoda regulacji

Zarówno regulacja obrotu instrumentami finansowymi, jak i regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych są niejednolite w tym sensie, że składają się na nie **normy o charakterze zarówno cywilnoprawnym, jak i administracyjnoprawnym**. Pewne znaczenie mają również **normy o charakterze prawnokarnym**. Stosunkowo nowym zjawiskiem, pozostającym jednak w sferze prawa administracyjnego, są tzw. **delikty administracyjne**, które niejednokrotnie zastępują wcześniejsze normy prawnokarne. W różny sposób uregulowano też wpływ norm administracyjnoprawnych w sferze prawa cywilnego.

I. Metoda cywilnoprawna

- Metoda ta na rynku kapitałowym polega, generalnie rzecz biorąc, na:
- 1) tworzeniu zasad regulacji kontraktowych, w których **ryzyko ponoszone jest w znacznej mierze przez profesjonalistów** i nie jest ono przeliczone na drobnych inwestorów. Można to osiągnąć zarówno kształtując w określony sposób umowy cywilnoprawne funkcjonujące w obrocie na rynku kapitałowym, jak i w odpowiedni sposób kształtując ciężar dowodu (ułatwiający inwestorowi jego przeprowadzenie lub przeliczając jego ciężar na profesjonalistę). Przykładem jest tu np. domniemanie winy za podanie nieprawdziwej informacji w prospekcie;
 - 2) wprowadzaniu cywilnoprawnych konsekwencji niedotrzymania obowiązków określonych w przepisach regulujących obrót na rynku kapitałowym, np. nieważności umów lub możliwości wycofania się ze skutków złożonego oświadczenia woli. Przykładem jest np. niemożliwość wykonywania prawa głosu z akcji nabytych z naruszeniem przepisów o nabywaniu znacznych pakietów akcji.

II. Metoda administracyjnoprawna

Założeniem regulacji administracyjnoprawnej jest **działanie państwa przy wykorzystaniu jako instrumentarium podmiotowego organów administracji publicznej, mające na celu ochronę i zabezpieczenie interesu publicznoprawnego**.

Podstawą kształtowania relacji prawnych jest pojęcie **stosunku administracyjnoprawnego**. W jego ramach można wyróżnić trzy elementy konstrukcyjne: **przedmiot, podmioty i układ relacji pomiędzy podmiotami w zakresie przedmiotu**.

Przedmiotem stosunku administracyjnoprawnego jest kształtowanie stosunków prawnych, dla których zakresem wyznaczającym jego ramy są normy administracyjnego prawa materialnego (treść przedmiotu). W tej sytuacji kształtować relacje pomiędzy podmiotami można tylko w zakresie umocowania ustawowego. Nie ma więc w tym przypadku zastosowania domniemanie – tak charakterystyczne dla prawa cywilnego – stanowiące, iż to, co nie jest zakazane, jest dozwolone.

Kolejną istotną cechą przedmiotu stosunku administracyjnoprawnego jest to, że podstawową metodą oddziaływania, na potrzeby tworzenia nowych stanów prawnych, jest wydawanie aktów administracyjnych (forma przedmiotu), takich jak zezwolenia na działalność maklerską czy utworzenie funduszu inwestycyjnego.

Specyfiką **podmiotową stosunku administracyjnoprawnego** jest występowanie w ramach tego stosunku – zawsze jako jednego z podmiotów – organu administracji publicznej, np. KNF bądź – według ostatnich trendów polskiego prawa administracyjnego – podmiotów wykonujących funkcje organu administracji publicznej, np. GPW.

Charakterystyczna dla **układu relacji** pomiędzy podmiotami jest ich nierównorzędność. Organ administracji publicznej, realizując władztwo publiczne, usytuowany został jako posiadający silniejszą pozycję, mając możliwość kształtowania władczo i jednostronnie sytuacji prawnej podmiotu administrowanego (przy zachowaniu zasady podwójnej konkretności). Współistnieje to z działaniem organu administracji publicznej w postępowaniu administracyjnym o charakterze inkwizycyjnym, co wiąże się z faktem, że dopiero na etapie kontroli sądownoadministracyjnej (przed WSA) postępowanie przybiera kształt kontryktoryjny.

III. Metoda prawnokarna

- 6 Metoda prawnokarna polega w szczególności na:
- 1) stworzeniu charakterystycznego dla rynku kapitałowego katalogu działań, które obłożone są sankcją karną. W tym zakresie stworzony jest zatem odrębny od zapisanego w ustawie z 6.6.1997 r. – Kodeks karny¹ **katalog przestępstw**;
 - 2) położeniu szczególnego nacisku na **wysokie kary pieniężne (grzywny)**, które mają duże znaczenie w przypadku przestępstw na rynku finansowym, a ich celem jest nie tylko prewencja ogólna i szczególna, lecz także

¹ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 17 ze zm.

– w pewnym stopniu – „redystrybucja” na rzecz Skarbu Państwa części lub całości zysków osiąganych przez osoby naruszające prawo. Konstatacja ta ma jednak charakter faktyczny, myśl ta („odbieranie zysków” za pomocą grzywien) nie jest bowiem wyrażona przez ustawodawcę *expressis verbis*, a polskie prawo nie zna konstrukcji uzależnienia wysokości grzywiny od wartości osiągniętych korzyści, co jest – przynajmniej w zakresie rynku kapitałowego – ewidentnie wadą;

- 3) nadaniu znaczącej części przestępstw charakterystycznych dla rynku kapitałowego charakteru **przestępstw formalnych**, tj. przestępstw penalizowanych niezależnie od tego, czy inna osoba lub osoby poniosły szkodę. Jest to związane z trudnościami w identyfikacji poszkodowanego (mogą to być np. wszyscy pozostali inwestorzy) i określeniem wysokości szkody.

Podnieść przy tym należy, że w ostatnich latach nastąpiło zjawisko, które można określić jako dekryminalizację niektórych przestępstw i poddanie ich jedynie sankcjom o charakterze administracyjnym. Dotyczy to np. niektórych przypadków tzw. manipulacji cenowej (por. rozdział VIII § 3 pkt II).

§ 3. Ewolucja prawa rynku kapitałowego

Ustrój, który panował w Polsce po II wojnie światowej, uniemożliwił funk- 7
cjonowanie giełdy papierów wartościowych, a co za tym idzie również i rynku kapitałowego i to pomimo tego, że formalne uchylene obowiązującego od 1924 r. rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 28.12.1924 r. o organizacji giełd¹ zostało dokonane dopiero dekretem z 21.9.1950 r. o Państwowej Inspekcji Handlowej². Powolny rozwój rynku kapitałowego, w formach początkowo bardzo odległych od obecnie funkcjonujących, rozpoczął się w okresie rodzącej się odwilży po wprowadzonym w 1981 r. stanie wojennym. Pierwszym takim sygnałem było uchwalenie rozporządzenia Rady Ministrów z 22.11.1985 r. w **sprawie emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe**³. Kolejnym krokiem było zastąpienie tego rozporządzenia ustawą z 27.9.1988 r. o **obligacjach**⁴. Jednak rzeczywisty rozwój rynku kapitałowego spowodowało sprzężenie rozwoju tego rynku z rozpoczęciem procesu prywatyzacji. W sferze regulacyjnej bezpośrednim motywem powstania regulacji rynku kapitałowego było uchwalenie 13.7.1990 r. **ustawy o prywatyzacji przed-**

¹ Tekst jedn. Dz.U. z 1930 r. Nr 23, poz. 209 ze zm.

² Dz.U. Nr 44, poz. 396 ze zm.

³ Dz.U. Nr 55, poz. 280 ze zm.

⁴ Dz.U. Nr 34, poz. 254.

siębiorstw państwowych¹, która przewidywała jako jedną z dróg prywatyzacji tzw. prywatyzację kapitałową polegającą na sprzedaży akcji prywatyzowanych spółek w drodze publicznej oferty. Koniecznym instrumentarium do realizacji tej metody prywatyzacji dostarczyła ustawa z 22.3.1991 r. – **Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych**² wraz z aktami wykonawczymi do tej ustawy. Ustawa ta była wielokrotnie zmieniana, przy czym historyczny jedynie walor informacji o poszczególnych zmianach skłania nas do rezygnacji ze szczegółowego ich opisu. Ze względu na odmienne zakresy regulacji ustawa ta w 1997 r. została „podzielona” na dwie odrębne, tj. ustawę z 21.8.1997 r. – **Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi**³ i **ustawę z 28.8.1997 r. o funduszach inwestycyjnych**⁴. Najistotniejsze zmiany obu ustaw były dokonane w 2000 r., a ich podstawowym celem było dostosowanie polskiego prawa do prawa Unii Europejskiej. Kolejnym etapem rozwoju prawa rynku kapitałowego były zmiany dokonane w 2004 r. Zmiany te w wymiarze legislacyjnym polegały na zastąpieniu poprzednio obowiązującej ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi trzema ustawami. Są to obowiązujące obecnie: ustawa z 29.7.2005 r. **o obrocie instrumentami finansowymi**⁵, ustawa z 29.7.2005 r. **o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych**⁶ i ustawa z 29.7.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁷. Z kolei konsekwencją utworzenia 19.9.2006 r. – na mocy ustawy z 21.7.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym⁸ – KNF było „dołączenie” do systemu podstawowych aktów prawnych wspomnianej już wyżej ustawy z 21.7.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, jak i ustawy z 29.7.2005 r. **o nadzorze nad rynkiem kapitałowym**.

Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym utworzyła KNF właściwą do nadzoru nad rynkiem finansowym, pośrednio definiując przy tym pojęcie rynku finansowego. Rynkiem finansowym jest w rozumieniu art. 1 ust. 2 NadzFinU rynek bankowy, rynek funduszy emerytalnych, rynek ubezpieczeniowy i rynek kapitałowy. Ustawa ta doprowadziła do likwidacji Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

¹ Dz.U. Nr 51, poz. 298 ze zm.

² Tekst jedn. Dz.U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.

³ Tekst jedn. Dz.U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.

⁴ Tekst jedn. Dz.U. z 2002 r. Nr 49, poz. 448 ze zm.

⁵ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 722.

⁶ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 620.

⁷ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 1161.

⁸ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 135.

Sama koncepcja podziału ustawy na trzy części, a zwłaszcza ujęcie w dwóch ustawach kwestii oferty publicznej i obrotu instrumentami finansowymi są dyskusyjne. Rozdzielenie to jest bowiem nieco sztuczne. Przykładowo, zawarte w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych przepisy o nabywaniu znacznych pakietów akcji czy wskazane w niej obowiązki informacyjne emitentów stanowią przejaw stanów faktycznych odnoszących się do obrotu wtórnego. Jedynie generalizując zatem można wskazać, iż ustawa ta zawiera normy związane z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego i z przeprowadzeniem oferty publicznej, kwestie obowiązków informacyjnych emitentów i przepisy odnoszące się do wezwań. Większość unormowań tej ustawy stanowi implementację prawa unijnego. Pozostałe regulacje poprzednio zawarte w Prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi zawiera ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Podobnie za dyskusyjne należy uznać unormowanie uprawnień nadzorczych w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym i ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, tym bardziej że istotne uprawnienia nadzorcze KNF w odniesieniu do konkretnych grup podmiotów zawarte są dalej w ustawie o ofercie publicznej, ustawie o obrocie instrumentami finansowymi i ustawie o funduszach inwestycyjnych. Najważniejsze i najobszerniejsze regulacje dla prawa rynku kapitałowego znajdują się dalej w ustawie o ofercie publicznej i ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Przedstawiając klasyfikację **źródeł prawa rynku kapitałowego** pominięto te przepisy, które w niewielkim zakresie odnoszą się do papierów wartościowych, które są lub być mogą przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Pominięto również te przepisy, które wobec systematyki tego opracowania są uwzględniane w innych rozdziałach (przykładowo przepisy odnoszące się do kreacji skarbowych papierów wartościowych i obrotu nimi). Podstawowymi aktami prawnymi są obecnie oczywiście trzy wyżej wskazane ustawy. Są one uzupełnione wieloma regulacjami podstawowymi – rozporządzeniami Rady Ministrów i Ministra Finansów.

§ 4. Źródła obowiązujących regulacji

I. Ustawy

Podstawowymi aktami prawnymi bezpośrednio regulującymi obrót na rynku kapitałowym są:

- 1) ustawa o obrocie instrumentami finansowymi;
- 2) ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych;

- 3) ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym;
- 4) ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym.

Szczególną rolę dla rynku kapitałowego odgrywają również:

- 1) ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹;
- 2) ustawa z 15.1.2015 r. o obligacjach²;
- 3) ustawa z 15.9.2000 r. – Kodeks spółek handlowych³;
- 4) ustawa z 28.8.1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych⁴;
- 5) ustawa z 29.8.1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych⁵.

Podany katalog nie jest kompletny i zawiera regulacje o różnym poziomie ważności dla rynku kapitałowego. W powyższym wyliczeniu nie zawarto regulacji odnoszących się *explicite* do rynku bankowego i ubezpieczeniowego, pomimo ich ścisłego związku z prawem rynku kapitałowego – związku, który należałoby określić mianem przenikania się regulacji. W podręczniku koncentrować się będziemy przede wszystkim na ustawach: o obrocie instrumentami finansowymi, o ofercie publicznej i o funduszach inwestycyjnych, pozostałe ustawy omawiając jedynie w zakresie, w jakim pozostają w bezpośrednim związku z rynkiem kapitałowym. Warto przy tej okazji podkreślić, że istotna rola banków na rynku kapitałowym znajduje niewielkie odzwierciedlenie w przepisach prawa bankowego – zarówno ze względu na zawarcie stosownej materii prawnej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, jak i ze względu na zaniedbania ustawodawcy (np. praktyczny brak implementacji tzw. dyrektywy MiFID I⁶ – do prawa bankowego).

¹ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 1034. Do 4.5.2016 r. tytuł ustawy brzmiał „Ustawa o funduszach inwestycyjnych”. Tytuł został zmieniony w wyniku dostosowania ustawy do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.6.2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektywy 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) Nr 1060/2009 i (UE) Nr 1095/2010, (Dz.Urz. UE L Nr 174, s. 1 ze zm.).

² Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 708. Ustawa ta zastąpiła ustawę z 29.6.1995 r. o obligacjach.

³ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 18.

⁴ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 1113.

⁵ Tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 110.

⁶ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.4.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. UE L Nr 145, s. 1). Dyrektywa ta została zastąpiona dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.5.2014 r. w sprawie rynków finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L Nr 173, s. 349).

II. Akty wykonawcze

Ze względu na kryteria wyboru, omówione w punkcie poprzedzającym, do źródeł prawa rynku kapitałowego zaliczamy przede wszystkim akty wykonawcze do ustaw: o obrocie instrumentami finansowymi, o ofercie publicznej i o funduszach inwestycyjnych. Ze względu na szczegółowe i techniczne regulacje zawarte w tych aktach zrezygnowaliśmy z prezentacji poszczególnych regulacji. Prezentacja ta dokonuje się częściowo, przy omawianiu poszczególnych zagadnień niniejszego podręcznika. Akty wykonawcze wymienione są w wykazie aktów prawnych.

III. Regulaminy

Charakterystyczną cechą regulacji obrotu instrumentami finansowymi jest, ze względu na sposób organizacji rynku kapitałowego, znaczna rola regulacji kontraktowych, zwłaszcza przybierających postać regulaminów (tzw. *lex contractus*). Funkcja tych regulaminów wykracza jednak poza „klasyczną” rolę wzorca kontraktowego, stanowiącego z reguły przejaw dominacji jednej ze stron kontraktu (wzorzec umowy wykorzystywany przy umowach adhezyjnych). Wprawdzie ta ostatnia funkcja regulaminów znajduje zastosowanie do regulacji kontraktowych pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami, jednak nie do końca już w przypadku instytucji organizujących obrót, takich jak giełda i BondSpot S.A.¹ Regulaminy te cechują się tym, że:

- 1) są wydawane przez podmioty upoważnione przepisami prawa, będące jednak nie organami administracji, a spółkami prawa handlowego. Upoważnienie to nie zawsze ma walor normy generalnej, a z reguły ma charakter normy semiimperatywnej;
- 2) podlegają zatwierdzeniu, zarówno w całości, jak i w przypadku ich zmian przez KNF;
- 3) regulują relacje kontraktowe nie tylko między podmiotami, które je wydały, a ich kontrahentami, lecz także (a właściwie ujmując kryterium wagi zagadnienia od strony ekonomicznej – przede wszystkim) pomiędzy podmiotami, które zawierają kontrakty między sobą, przy pomocy jedynie wydającego regulamin (przykładowo – regulamin giełdy jest ważnym źródłem regulacji

¹ Spółka prowadząca rynek pozagiełdowy – tu utożsamiona z rynkiem pozagiełdowym. Dla porządku przypominamy, że spółka MTS-CeTO S.A. z dniem 18.9.2009 r. zmieniła nazwę na BondSpot S.A. Bondspot S.A. prowadzi również tzw. alternatywny system obrotu (ASO) dla mniejszych spółek akcyjnych, którym jest Catalyst (<https://gpwcatalyst.pl/>).

dla domów maklerskich zawierających transakcje między sobą, a nie z giełdą – chociaż oczywiście na podstawie umowy z giełdą).

- 11 Ponieważ podmioty poddane regulacjom regulaminowym działają jako pośrednicy na rynku finansowym, zmuszone są kształtować swoje regulacje kontraktowe (w tym regulaminy) z klientami, tak aby były zgodne z regulaminami instytucji rozliczających i organizujących obrót. Regulaminy nie stanowią źródeł prawa w sensie formalnym. Pogląd odmienny byłby sprzeczny z przepisem art. 87 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z 2.4.1997 r.¹ Do najważniejszych, z punktu widzenia norm publicznego obrotu, regulaminów należą: Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych S.A. i Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.

Przykładowo, regulamin rynku regulowanego (a zatem w praktyce zarówno GPW, jak i innych rynków prowadzonych przez GPW) wydawany jest na podstawie art. 28 ObrInFinU, który określa jego obligatoryjną treść. Artykuł 29 ObrInFinU wskazuje, że jego zmiany mogą być dokonywane jedynie po uprzednim ich zaaprobowaniu przez KNF, przez co należy rozumieć zmiany regulaminu w każdym zakresie – również np. przyjęcie nowego regulaminu. Wydaje się możliwe, nie pozostając w sprzeczności z przepisami Konstytucji RP, mówienie jedynie o *quasi*-normatywnym charakterze regulaminów. Ten *quasi*-normatywny charakter wynika z tego, że mają one charakter uniwersalny i stosuje się je do wszystkich kategorii uczestników obrotu. Ponadto zawierają one normy abstrakcyjno-generalne², a w każdym razie normy, które od strony legislacyjnej są w taki sposób sformułowane. Fakt, że ogólne warunki umów swoją moc wiązania czerpią z woli jednego podmiotu (przy zredukowanym uczestnictwie adherenta), nie oznacza jednak, że ta akceptacja ze strony ustawodawcy pozwala zaliczyć ogólne warunki umów do aktów prawotwórczych, przynajmniej w ich dotychczasowym rozumieniu.

Wspomnieć również można, że istnieją takie przejawy działania instytucji rynku kapitałowego, które wpływając w pośredni sposób na obrót na rynku, nie mogą być jednak uznane nawet za wzorce *quasi*-normatywne. Należą do nich – zbliżające się swoim znaczeniem prawnym do regulaminów – np. Szczegółowe Zasady Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz niektóre uchwały zarządów (instytucje takie funkcjonują np. na GPW i w KDPW).

¹ Dz.U. Nr 78, poz. 483 ze sprost. i ze zm. Przepis ten stwierdza, że: „1. Źródłami powszechnie obowiązującego prawa Rzeczypospolitej Polskiej są: Konstytucja, ustawy, ratyfikowane umowy międzynarodowe oraz rozporządzenia. 2. Źródłami powszechnie obowiązującego prawa Rzeczypospolitej Polskiej są na obszarze działania organów, które je ustanowiły, akty prawa miejscowego”.

² Por. F. Zoll, Glosa do post. SN (7) z 24.9.1993 r., III CZP 77/93, PiP 1995, z. 1.

Należą do nich również liczne akty nadzoru KNF, np. rekomendacje, ale też wszelkiego rodzaju stanowiska „Q&A („pytania i odpowiedzi”), wreszcie różne stanowiska publikowane w Internecie lub dystrybuowane mniej oficjalną drogą. Nie są one oczywiście prawem w wymiarze konstytucyjnym. Niemniej wywierają wpływ na tzw. operacyjną wykładnię prawa, czyli np. na sposób szczegółowego rozumienia obowiązków podmiotów nadzorowanych. Tego typu regulacje określane bywały w czasach PRL mianem „prawa powielaczowego” (teraz raczej „prawa internetowego”) i jakkolwiek muszą spotkać się z potępieniem konstytucjonalistów, to funkcjonują również w innych krajach UE i nie są zjawiskiem typowo polskim.

Uzupełnieniem są tu przepisy „miękkiego prawa” (*soft law*), czyli wszelkiego rodzaju kodeksy dobrych praktyk. Z reguły uszczegółwiają one obowiązki podmiotów regulowanych, wskazują na dodatkowe obowiązki, ale bywają też „ucieczką do przodu”, tj. próbą takiej kodyfikacji środowiskowej, która ograniczy woluntarystyczne podejście KNF. Z oczywistych przyczyn autorzy pozostaną przy tej ogólnej tezie, nie przechodząc w tym miejscu do konkretów.

IV. Regulacje Unii Europejskiej

Nie sposób zapomnieć oczywiście o tych regulacjach, które są wynikiem 12 implementacji prawa unijnego (dyrektywy) oraz wynikają z prawa unijnego i obowiązują w sposób bezpośredni (w szczególności rozporządzenia). Kwestie te będą przedmiotem dalszej części wykładu. Pamiętać wszakże należy, że – co do zasady – w relacjach wertykalnych (państwo – podmiot prawa) podmiot prawa może powoływać się na przepisy dyrektyw, nawet nieimplementowane – o ile można wywodzić z nich jasne normy prawne. Bardziej szczegółowy opis zawarty jest w rozdziale X.

Rozdział II. Podstawowe pojęcia i zasady prawa rynku kapitałowego

§ 1. Pojęcie oferty publicznej

- 13 Ustawa o ofercie publicznej, zgodnie ze swoją nazwą, za podstawowe pojęcie uznaje pojęcie oferty publicznej. Pomimo spotykanych jeszcze i oczywiście obecnych w starszych opracowaniach nawiązań do funkcjonujących w ustawie z 21.8.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi pojęć „publiczny obrót” i „papiery wartościowe w obrocie publicznym” należy pamiętać, że terminy te mają obecnie znaczenie czysto historyczne. Wskazać tu należy, że termin „oferta publiczna” zawarty był pierwotnie w art. 2 ust. 1 lit. d dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE¹. Obecnie znajduje się w rozporządzeniu prospektowym i PubIOferU, o których piszemy poniżej.
- 14 Zasadą jest dalej, że oferta publiczna może dokonywać się tylko po opublikowaniu i zatwierdzeniu prospektu emisyjnego. Pamiętać jednak należy, że od tej zasady istnieje szereg wyjątków, które będą omawiane w dalszej części podręcznika.

Pojęcie oferty publicznej powinno w teorii znajdować się w OfertaPublU. Obecnie sprawa jest jednak znacznie bardziej skomplikowana. Definicja oferty publicznej jest bowiem jednocześnie zawarta jak i niezawarta w tej ustawie. Zgodnie bowiem z art. 4 pkt 4a OfertaPublU przez ofertę publiczną rozumie się ofertę publiczną papierów wartościowych w rozumieniu art. 2 lit. d rozporządzenia prospektowego². Zgodnie z kolei z tym przepisem „**oferta publiczna papierów wartościowych oznacza komunikat skierowany do odbior-**

¹ Dz.Urz. UE L Nr 345, s. 64.

² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.6.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchyleniem dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L Nr 168, s. 12).

ców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych.” Oznacza to, że ofertą publiczną jest w istocie każdy komunikat o ofercie sprzedaży papierów wartościowych. Teoretycznie zatem i list do Kowalskiego z ofertą zakupu (lecz nie z prośbą o sprzedaż) papierów wartościowych jest taką ofertą. Takie rozumienie oferty publicznej byłoby jednak dysfunkcjonalne. W istocie kwestią zasadniczą jest **istnienie lub nieistnienie obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego lub innego dokumentu o podobnym charakterze** – w szczególności w warunkach polskich – memorandum informacyjnego. Stosowny przepis zawarty w rozporządzeniu prospektowym stanowi w szczególności, że obowiązek opublikowania nie ma zastosowania do ofert publicznych skierowanych wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych, ofert papierów wartościowych **skierowanych do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych** na państwo członkowskie, innych niż inwestorzy kwalifikowani lub też ofert papierów wartościowych, których jednostkowy nominal wynosi co najmniej 100 000 EUR albo ofert papierów wartościowych skierowanych do inwestorów, którzy nabywają papiery wartościowe o łącznej wartości co najmniej 100 000 EUR na inwestora dla każdej osobnej oferty. Innymi słowy – ustawodawca polski i unijny nie przejmują się osobami bardzo zamożnymi lub też – gdy oferta jest skierowana do 150 osób lub powyżej – chronią inwestorów poprzez obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego. Tak też stanowi art. 3 pkt 1a OfertaPublU stanowiący, że oferta publiczna papierów wartościowych w przypadku której liczba osób, do których jest ona kierowana, wraz z liczbą osób, do których kierowane były oferty publiczne tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonane w okresie poprzednich 12 miesięcy, przekracza 149, wymaga opublikowania memorandum informacyjnego oraz przekazania go do Komisji w dniu jego opublikowania.

Wyjątków od obowiązku sporządzenia prospektu informacyjnego jest oczywiście więcej, przy czym celem podręcznika nie jest ich wymienienie (tu należy spojrzeć do rozporządzenia prospektowego). Można jedynie uogólnić – a uogólnienie jest zawsze uproszczeniem – że nie ma sensu sporządzanie prospektu w tych sytuacjach, gdy nabycie papierów wartościowych nie jest w istocie ofertą w cywilistycznym rozumieniu tego słowa. Przykładowo w przypadku łączenia się spółek lub przejęcia przez inne spółki, relewantne prawnie są akty korporacyjne prowadzące do łączenia lub przejęcia, a akcjonariusze po ich dokonaniu w istocie nie mają już nic do powiedzenia w takim sensie, że nie składają oświadczenia woli, tylko po prostu otrzymują akcje.

Dopełnieniem regulacji odnoszącej się do oferty publicznej jest art. 99 OfertaPublU nakładający sankcje karne za publiczną ofertę nabycia papierów wartościowych bez spełnienia wymogów ustawowych, w szczególności bez zatwierdzenia prospektu emisyjnego.

- 15** Oferta publiczna oznacza tylko propozycję sprzedaży, a nie oznacza propozycji nabycia (np. „kupię akcje”). W obecnym stanie prawnym każdy sposób proponowania spełniający definicję publicznej oferty wymaga spełnienia wymogów ustawowych. W szczególności spełnienia tych wymogów wymaga proponowanie nabycia papierów wartościowych za pomocą środków masowego przekazu. W przeciwieństwie do poprzedniego stanu prawnego dyskusyjne jest, czy podlega ograniczeniom ustawowym sytuacja, gdy proponowanie to dokonuje się w taki sposób, że oferta skierowana jest za pomocą środków masowego przekazu, ale do oznaczonych adresatów (np. zaproponowanie nabycia pięciu oznaczonym osobom za pomocą ogłoszenia w gazecie). Najprawdopodobniej w określonych stanach faktycznych, gdyby działanie takie zmierzało do obejścia zakazów ustawowych (np. ogłoszenie skierowane do przysłówiowego Kowalskiego, ale w istocie do „wszystkich” Kowalskich), podlegałoby również penalizacji.

Nie stanowi naruszenia powyższych zasad proponowanie nabycia lub zbycia papierów wartościowych już dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym i tych, których prospekt emisyjny był już zatwierdzony, jak również w przypadkach gdy ustawodawca zniósł obowiązek przygotowywania i zatwierdzania prospektu emisyjnego. Skoro bowiem emitenci tych papierów wartościowych poddani są w pełni obowiązkowi informacyjnym (lub nie muszą ich spełnić), przesłanka ochrony interesów inwestorów nie ma tu zastosowania.

Należy przy tym dodać, że oferowanie instrumentów finansowych dokonywane jest przez domy maklerskie. Zgodnie z art. 72 ObrInFinU przez oferowanie instrumentów finansowych rozumie się podejmowanie na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego instrument finansowy czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych. Oferowaniem jest jednak również prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów lub pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych bądź też prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub sprzedającego informacji w celu promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośred-

nio, do nabycia instrumentów finansowych. Oferowaniem przez domy maklerskie są zatem również czynności czysto informacyjne. A zatem ich wykonywanie – poza naturalnie emitentem – jest zasadniczo przedmiotem czynności firm inwestycyjnych. Na marginesie – rodzi to pytania o możliwość i zakres prowadzenia akcji o charakterze promocyjno-reklamowym przez podmioty inne niż domy maklerskie.

Realizowana przez domy maklerskie czynność oferowania daje w praktyce możliwość realizacji oferty publicznej – jakkolwiek potencjalny inwestor może też zapoznać się z treścią prospektu emisyjnego danego emitenta na stronie internetowej tegoż. Jest to zatem czynność prawna lub faktyczna komplementarna wobec oferty publicznej.

Jednym z nowych zjawisk obrotu gospodarczego, które uzyskują istotne znaczenie na rynku kapitałowym, jest tzw. handel wysokich częstotliwości (*high frequency trading – hft*)¹. W największym skrócie polega on na tym, że system komputerowy działający z reguły w oparciu o samouczący się algorytm dokonuje dziesiątek (a czasem i setek) transakcji na rynku regulowanym. Szybkość i liczba dokonywanych transakcji w istocie wykluczają uczestnictwo człowieka w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Dodatkowo samouczące się algorytmy powodują, że człowiek w istocie nie panuje nad kierunkiem i sposobem zawierania transakcji. Istnienie i funkcjonowanie *hft*, jakkolwiek na razie nie na rynku polskim, wiąże się z szeregiem póki co nierozwiązanych problemów prawnych. Są to kwestie niejednokrotnie o charakterze fundamentalnym, np. czy w ogóle w przypadku *hft* zostało złożone oświadczenie woli i komu je można przypisać, kwestie odszkodowawcze związane z wadliwością oprogramowania, potencjalne kwestie związane z manipulacją cenową *etc.* Polski ustawodawca, w ślad za ustawodawcą unijnym, wprowadził regulacje ograniczające się do dosyć deklaracyjnych regulacji statuujących obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych stosujących *hft*. W istocie podstawowe kwestie odnoszące się do *hft* pozostają nierozstrzygnięte. Ze względu na to, że *hft* nie jest jeszcze praktyką polskiego rynku kapitałowego autorzy podjęli decyzję o zamieszczeniu w podręczniku jedynie wzmianki o tym zjawisku.

W ustawie o ofercie publicznej ustawodawca przewiduje wiele wyjątków, gdy dane działania nie wymagają zatwierdzenia prospektu emisyjnego. Wyjątki te omówione będą w rozdziale IV.

¹ Por. A. Chlopecki, Ł. Malanowski, Handel algorytmiczny, Monitor Prawa Bankowego 2014, Nr 7–8. Por. art. 3 pkt 2b i 2c ObrFinInU.