

MACIEJ MATACZYŃSKI ■ ANDRZEJ SKOCZYŁAS ■ TOMASZ SÓJKA
AGATA WACŁAWIK-WEJMAN ■ ROBERT ZAWŁOCKI

TOMASZ SÓJKA
REDAKCJA

**USTAWA
O OFERCIE PUBLICZNEJ
I WARUNKACH WPROWADZANIA
INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH
DO ZORGANIZOWANEGO
SYSTEMU OBROTU
ORAZ O SPÓŁKACH PUBLICZNYCH**

KOMENTARZ



LEX

a Wolters Kluwer business

W SERII

KOMENTARZE

UKAZAŁY SIĘ:

KODEKS KARNY SKARBOWY

KOMENTARZ

PIOTR KARDAS, GRZEGORZ ŁABUDA, TOMASZ RAZOWSKI

PRAWO UBEZPIECZEŃ GOSPODARCZYCH, TOM I

KOMENTARZ

REDAKCJA ZDZISŁAW BRODECKI, MAŁGORZATA SERWACH,
MARCIN GLICZ

PRAWO O POSTĘPOWANIU PRZED SĄDAMI ADMINISTRACYJNYMI

KOMENTARZ

BOGUSŁAW DAUTER, BOGUSŁAW GRUSZCZYŃSKI,
ANDRZEJ KABAT, MAŁGORZATA NIEZGÓDKA-MEDEK

KODEKS CYWILNY

ZOBOWIĄZANIA

KOMENTARZ

REDAKCJA ANDRZEJ KIDYBA

MACIEJ MATA CZYŃSKI ■ ANDRZEJ SKOCZYLA S ■ TOMASZ SÓJKA
AGATA WACŁAWIK-WEJMAN ■ ROBERT ZAWŁOCKI

TOMASZ SÓJKA
REDAKCJA

**USTAWA
O OFERCIE PUBLICZNEJ
I WARUNKACH WPROWADZANIA
INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH
DO ZORGANIZOWANEGO
SYSTEMU OBROTU
ORAZ O SPÓŁKACH PUBLICZNYCH**

KOMENTARZ



LEX

a Wolters Kluwer business

Warszawa 2010

Stan prawny na 10 lipca 2010 r.

Poszczególne komentarze napisali:

Maciej Mataczyński: art. 69–81, art. 87–90a, pkt 5 Wprowadzenia

Andrzej Skoczylas: art. 93–97

Tomasz Sójka: art. 1–68a, art. 98, pkt 1–4 Wprowadzenia

Agata Wacławik-Wejman: art. 82–86, art. 91–92

Robert Zawłocki: art. 99–104

Wydawca:

Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący:

Joanna Maź

Opracowanie redakcyjne:

Izabela Ratusińska

Skład, łamanie:

Katarzyna Słabosz

© Copyright by

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2010

ISBN: 978-83-264-0572-3

Wydane przez:

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Redakcja Książek

01-231 Warszawa, ul. Płocka 5a

tel. (22) 535 80 00, (22) 535 82 00

31-156 Kraków, ul. Zacisze 7

e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl

Księgarnia internetowa www.profinfo.pl

SPIS TREŚCI

Wykaz skrótów	13
Wprowadzenie	19
1. Ustawa o ofercie publicznej jako element prawa rynku kapitałowego	19
1.1. Prawo rynku kapitałowego	19
2. Europejskie prawo rynku kapitałowego – zagadnienia ogólne	24
2.1. Podstawy traktatowe	24
2.1.1. Faza I (1966–1985)	25
2.1.2. Faza II (1985–1998)	27
2.1.3. Faza III (1999–2005)	28
2.1.4. Faza IV (po 2005)	32
3. Europejskie regulacje dotyczące pozyskiwania kapitału przez spółki	33
3.1. Założenia ogólne	33
3.2. Dyrektywa prospektowa	37
3.2.1. Rys historyczny	37
3.2.2. Podstawowe założenia dyrektywy prospektowej	39
3.3. Dyrektywa o przejrzystości	42
3.4. Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej	47
3.5. Skonsolidowana dyrektywa dopuszczeniowa (2001/34/WE)	50
4. Europejskie regulacje dotyczące nadużyć na rynku	54
5. Europejskie regulacje dotyczące ofert przejęcia spółek	57
5.1. Wprowadzenie. Rys historyczny	57
5.2. Najważniejsze postanowienia dyrektywy	60
5.3. Podsumowanie	66

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych	67
--	----

Rozdział 1. Przepisy ogólne	68
--	----

Art. 1. [Zakres zastosowania]	68
Art. 2. [Ograniczenia stosowania]	69
Art. 3. [Oferta publiczna]	74
Art. 4. [Objaśnienie pojęć]	92
Art. 4a. [Kwota wyrażona w euro]	120
Art. 5. [Objęcie w obrocie pierwotnym]	120
Art. 6. [Elektroniczne oświadczenie woli]	121

Rozdział 2. Postępowanie z dokumentami informacyjnymi związanymi z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym	125
--	-----

Oddział 1. Przepisy wspólne	125
--	-----

Art. 7. [Obowiązek prospektowy]	125
Art. 8. [Inwestor kwalifikowany]	141
Art. 9. [Rejestr inwestorów kwalifikowanych]	143
Art. 10. [Ewidencja papierów wartościowych]	145
Art. 11. [Państwo macierzyste emitenta]	147
Art. 11a. [Złożenie wniosku]	150
Art. 12. [Tryb i warunki dematerializacji]	151
Art. 13. [Rejestracja instrumentów finansowych]	152
Art. 14. [Subemisja inwestycyjna]	153
Art. 15. [Subemisja usługowa]	155
Art. 16. [Oferta naruszająca prawo]	157
Art. 17. [Dopuszczenie naruszające prawo]	161
Art. 18. [Dodatkowe przesłanki stosowania art. 16 i 17]	162
Art. 19. [Informowanie państwa macierzystego emitenta]	167
Art. 19a. [Uchylenie decyzji Komisji]	169
Art. 20. [Zasada równego traktowania]	169

Oddział 2. Prospekt emisyjny i memorandum informacyjne objęte zasadami obowiązującymi jednolicie w państwach członkowskich	171
Art. 21. [Forma prospektu]	171
Art. 22. [Treść prospektu]	183
Art. 23. [Podsumowanie]	200
Art. 24. [Szczegółowe warunki oferty]	203
Art. 25. [Szczegóły informacji prospektowych]	208
Art. 26. [Polskie zasady rachunkowości]	217
Art. 27. [Wniosek o zatwierdzenie prospektu]	219
Art. 28. [Zatwierdzenie dokumentu rejestracyjnego]	223
Art. 29. [Zatwierdzenie dokumentu ofertowego]	226
Art. 30. [Zatwierdzenie zestawu dokumentów]	228
Art. 31. [Termin na wydanie decyzji]	230
Art. 32. [Żądanie dodatkowych informacji]	232
Art. 33. [Odmowa zatwierdzenia; pominięcie informacji]	234
Art. 34. [Odesłanie]	236
Art. 35. [Przekazanie wniosku]	237
Art. 36. [Zaświadczenie o zatwierdzeniu]	239
Art. 37. [RP jako państwo przyjmujące]	241
Art. 38. [Równoważne memorandum informacyjne]	244
Art. 38a. [Aneks do memorandum informacyjnego]	247
Art. 38b. [Uchylenie się od skutków zapisu]	248
Art. 39. [Memorandum informacyjne]	250
Art. 40. [Udostępnienie memorandum]	253
Oddział 3. Memorandum informacyjne i inne dokumenty informacyjne objęte zasadami obowiązującymi wyłącznie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej	254
Art. 41. [Zakres zastosowania]	254
Art. 42. [Memorandum informacyjne]	255
Art. 42a. [Aneks do memorandum]	257
Art. 42b. [Uchylenie się od skutków zapisu]	258
Art. 43. (uchylony)	260
Art. 44. [Warunki obrotu]	261

Oddział 4. Udostępnianie informacji o papierach wartościowych w związku z ofertą publiczną, subskrypcją lub sprzedażą na podstawie tej oferty lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.....	263
Art. 45. [Udostępnienie prospektu].....	263
Art. 46. [Język prospektu].....	264
Art. 47. [Sposób udostępnienia prospektu].....	266
Art. 48. [Udostępnienie poszczególnych dokumentów prospektu].....	272
Art. 49. [Termin ważności prospektu]	273
Art. 50. [Zgodność informacji z prospektem].....	276
Art. 51. [Aneksy do prospektu]	278
Art. 51a. [Uchylenie się od skutków zapisu].....	284
Art. 52. [Zgodność treści i formy]	286
Art. 53. [Akcja promocyjna].....	288
Art. 54. [Pominięcie cen lub liczby papierów wartościowych].....	292
Art. 55. [Delegacja ustawowa]	295
Rozdział 3. Obowiązki informacyjne emitentów	297
Art. 55a. [Państwo macierzyste i przyjmujące].....	297
Art. 55b. [Emitent kwitów].....	300
Art. 56. [Obowiązki informacyjne].....	301
Art. 56a. [RP jako państwo przyjmujące].....	334
Art. 56b. [RP jako państwo macierzyste]	334
Art. 56c. [Próg 50.000 euro].....	335
Art. 57. [Opóźnienie upublicznienia informacji poufnej].....	337
Art. 58. [Agencja informacyjna].....	353
Art. 59. [Kwity depozytowe – informacje].....	354
Art. 60. [Delegacja ustawowa]	355
Art. 61. [Rynek nieoficjalny i pozagiełdowy].....	357
Art. 62. [Zwolnienie z obowiązku informacyjnego; informacje równoważne]	358
Art. 63. [Dostępność informacji okresowych].....	362
Art. 64. [Państwa oraz banki centralne].....	363
Art. 65. [Roczny wykaz informacji]	363
Art. 66. [Poufność informacji].....	364
Art. 67. [Zakaz obrotu papierami]	366

Art. 68. [Uprawnienia Komisji]	367
Art. 68a. [Obowiązek ujawniania danych]	368
Rozdział 4. Znaczące pakiety akcji spółek publicznych	369
Oddział 1. Ujawnianie stanu posiadania	369
Art. 69. [Ujawnianie stanu posiadania]	369
Art. 69a. [Ujawnianie stanu posiadania]	390
Art. 70. [Obowiązki spółki publicznej]	396
Art. 70a. [Język informacji]	400
Art. 71. [Zwolnienie z obowiązku informacyjnego]	400
Oddział 2. Wezwania	404
Art. 72. [Wezwanie w związku z przekroczeniem 5% lub 10% ogólnej liczby głosów]	404
Art. 73. [Wezwanie w związku z przekroczeniem 33% ogólnej liczby głosów]	408
Art. 74. [Wezwanie w związku z przekroczeniem 66% ogólnej liczby głosów]	437
Art. 75. [Wyłączenia z obowiązku wezwania]	442
Art. 76. [Papiery wartościowe nabywane w zamian za akcje]	454
Art. 77. [Procedura wezwania]	457
Art. 78. [Żądanie wprowadzenia zmian lub uzupełnień w treści wezwania]	474
Art. 79. [Cena akcji proponowana w wezwaniu]	477
Art. 80. [Stanowisko zarządu dotyczące ogłoszonego wezwania]	491
Art. 80a. [Wymóg zgody WZA na podjęcie obrony]	497
Art. 80b. [Zasada przełamania]	515
Art. 80c. [Zasada wzajemności]	528
Art. 80d. [Odszkodowanie dla akcjonariuszy]	532
Art. 81. [Delegacja do wydania rozporządzeń]	539
Oddział 3. Szczegółne uprawnienia i obowiązki akcjonariuszy spółki publicznej	540
Art. 82. [Przymusowy wykup]	541
Art. 83. [Żądanie wykupu]	565
Art. 84. [Rewident do spraw szczególnych]	571
Art. 85. [Wyznaczenie rewidenta przez sąd]	581
Art. 86. [Wykonywanie obowiązków przez rewidenta]	590

Oddział 4. Przepisy szczególne	592
Art. 87. [Rozszerzenie zakresu podmiotowego obowiązków ustanowionych w przepisach niniejszego rozdziału]	592
Art. 88. (uchylony).....	618
Art. 88a. [Zakaz nabywania akcji]	618
Art. 89. [Pozbawienie prawa głosu z akcji]	620
Art. 90. [Szczególne przypadki wyłączenia zastosowania przepisów niniejszego rozdziału]	627
Art. 90a. [Norma kolizyjna]	641
Rozdział 5. Zniesienie dematerializacji akcji	651
Art. 91. [Zniesienie dematerializacji akcji]	651
Art. 92. [Obligatoryjne zniesienie dematerializacji].....	664
Rozdział 6. Oplaty	668
Art. 93. [Maksymalna wysokość opłat]	670
Art. 94. [Wysokość opłaty ewidencyjnej].....	671
Art. 95. [Odesłanie]	674
Rozdział 7. Sankcje administracyjne za naruszenie przepisów	676
Art. 96. [Sankcje pieniężne i niepieniężne]	685
Art. 96a. [Zawiadomienie państwa macierzystego]	691
Art. 96b. [Sankcje dla członków zarządu]	693
Art. 97. [Sankcje dla członków zarządu].....	694
Rozdział 8. Odpowiedzialność cywilna	699
Art. 98. [Odpowiedzialność cywilna].....	699
Rozdział 9. Przepisy karne	753
Art. 99. [Karalne proponowanie nabycia papierów wartościowych].....	760
Art. 100. [Karalna dezinformacja w ofercie publicznej]	780
Art. 101. [Karalna dezinformacja Komisji]	789
Art. 102. [Karalne zakłócanie obowiązku informacji]	798
Art. 103. [Karalne nieprzekazanie aneksu lub memorandum]	803
Art. 104. [Karalne nieudostępnienie aneksu lub memorandum]	809

Rozdział 10. Zmiany w przepisach obowiązujących	815
Art. 105–127. (pominięte)	815
Rozdział 11. Przepisy przejściowe i końcowe	815
Art. 128.	815
Art. 129.	819
Art. 130.	819
Art. 131.	819
Bibliografia	821
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych	841
Noty o autorach	929

WYKAZ SKRÓTÓW

Akty prawne

AktG	–	Aktiengesetz
BGB	–	Bürgerliches Gesetzbuch
dyrektywa 2004/25/WE (dyrektywa XIII)	–	dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z 30.04.2004, s. 12 i n.)
dyrektywa 2003/124	–	dyrektywa Komisji 2003/124/WE z 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (Dz. Urz. WE L 339 z 24.12.2003, s. 70)
dyrektywa 2006/46	–	dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/647/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń (Dz. Urz. UE L 224 z 16.08.2006, s. 1)
dyrektywa MiFID	–	Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 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 145 z 30.04.2004, s. 1)
- dyrektywa o nadużyciach – dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz. Urz. WE L 96 z 12.04.2003, s. 16)
- dyrektywa o przejrzystości (dyrektywa 2004/109/WE) – dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390 z 31.12.2004, s. 38)
- dyrektywa prospektowa – dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003, s. 64)
- k.c. – ustawa z 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.)
- k.k. – ustawa z 6 czerwca 1997 r. – Kodeks karny (Dz. U. Nr 88, poz. 553 z późn. zm.)
- k.p.a. – ustawa z 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2000 r. Nr 98, poz. 1071 z późn. zm.)
- k.p.c. – ustawa z 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. Nr 43, poz. 296 z późn. zm.)
- k.s.h. – ustawa z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.)

- p.p.o.p.w. – ustawa z 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 z późn. zm.)
- rozporządzenie 1606/2002 (rozporządzenie MSR) – rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz. Urz. WE L 243 z 11.09.2002, s. 1)
- rozporządzenie o informacjach – rozporządzenie Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. Nr 33, poz. 259 z późn. zm.)
- rozporządzenie o memorandum – rozporządzenie Ministra Finansów z 26 października 2005 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 218, poz. 1844)
- rozporządzenie o sprawozdaniach finansowych w prospekcie – rozporządzenie Ministra Finansów z 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (Dz. U. Nr 209, poz. 1743 z późn. zm.)
- rozporządzenie prospektowe
rozporządzenie 809/2004 – rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich pro-

	spektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz. Urz. UE L 149 z 30.04.2004, s. 1)
rozporządzenie w sprawie wzorów wezwań	– rozporządzenie Ministra Finansów z 19 października 2005 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz. U. Nr 207, poz. 1729 z późn. zm.)
skonsolidowana dyrektywa dopuszczeniowa	– dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. UE L 184 z 6.07.2001, s. 1)
u.r.	– ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn.: Dz. U. z 2009 r. Nr 152, poz. 1223 z późn. zm.)
ustawa o obrocie	– ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.)
ustawa o ofercie	– ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.)
ustawa o nadzorze	– ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.)
Uzasadnienie	– Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Druk sejmowy nr 63 z 6 listopada 2007 r.
Uzasadnienie autopoprawki	– Uzasadnienie autopoprawki do rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie, Druk sejmowy nr 63–A z 4 czerwca 2008 r.

Uzasadnienie projektu ustawy o ofercie	–	uzasadnienie rządowego projektu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Druk sejmowy nr 3970 z 26 kwietnia 2005 r., s. 23
TFUE	–	Traktat o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej
Traktat, TWE	–	Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską
WpAIV	–	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	–	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	–	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	–	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz,
Zbiór Zasad	–	Europejski Zbiór Zasad Postępowania w zakresie transakcji dotyczących instrumentów finansowych (Commission Recommendation 77/534/EEC concerning an European Code of Conduct relating to transactions in transferable securities (1977) OJ L 212/37)

Inne

AG	–	Die Aktiengesellschaft
CESR	–	Committee of European Securities Regulators
CMLJ	–	Capital Market Law Journal
CMLR	–	Common Market Law Review
EBOLR	–	European Business Organization Law Review
EOG	–	Europejski Obszar Gospodarczy
ECFR	–	European Company and Financial Law Review
ESME	–	European Securities Markets Expert Group
ESPI	–	Elektroniczny System Przekazywania Informacji
FAQ	–	Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members
Prospectus	–	
FSA	–	Financial Service Authority
FSAP	–	Financial Services Action Plan
GPW	–	Giełda Papierów Wartościowych S.A.

KDPW	–	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
KNF (Komisja)	–	Komisja Nadzoru Finansowego
MP	–	Monitor Prawniczy
MSR	–	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości
MSSF	–	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
OECD	–	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)
OSNC	–	Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izba Cywilna
OSP	–	Orzecznictwo Sądów Polskich
PAP	–	Polska Agencja Prasowa S.A.
PiP	–	Państwo i Prawo
PPH	–	Przegląd Prawa Handlowego
PPK	–	Przegląd Prawa Karnego
PPW	–	Prawo Papierów Wartościowych
Pr. Spółek	–	Prawo Spółek
Prok. i Pr.	–	Prokuratura i Prawo
PUG	–	Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
RPEiS	–	Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
SA	–	Securities Act
SEC	–	Securities and Exchange Commission
Sec.	–	section
St. Praw.	–	Studia Prawnicze
WTO	–	World Trade Organization (Światowa Organizacja Handlu)

WPROWADZENIE

1. Ustawa o ofercie publicznej jako element prawa rynku kapitałowego

1.1. Prawo rynku kapitałowego

Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539) jest jednym z podstawowych aktów polskiego prawa rynku kapitałowego. Pojęcie prawa rynku kapitałowego jest tworem doktrynalnym, który stopniowo zdobywa sobie uznanie w nauce prawa (tak np. jeszcze w poprzednim stanie prawnym: A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003, s. 1 i n.) w miejsce „prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi”, które po uchyleniu ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 21 sierpnia 1997 r. przestało być adekwatne (szerzej zob. A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 749 i n.).

Prawo rynku kapitałowego jest dyscypliną naukową i dydaktyczną, która dotyczy kompleksowej regulacji prawnej problematyki rynku kapitałowego, na którą składają się zespoły norm należące do różnych gałęzi prawa, a w szczególności prawa cywilnego, administracyjnego oraz prawa karnego. Dyskusyjny jest natomiast pogląd traktujący prawo rynku kapitałowego jako wyodrębnioną gałąź prawa (tak: A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System...*, s. 757, który pogląd ten uzasadnia znaczeniem

gospodarczym rynku kapitałowego). Wydaje się jednak, że o gałęzi praw można mówić jedynie w odniesieniu do „spójnego i uporządkowanego według przyjętych założeń zespołu norm prawnych” regulujących określone stosunki społeczne w sposób pełny (Z. Radwański, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2009, s. 4 i n.). Polskie unormowania rynku kapitałowego raczej nie przejawiają takich właściwości.

Wyodrębnienie prawa rynku kapitałowego jako odrębnej dziedziny nauk prawnych nie budzi wątpliwości w krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym, a także w doktrynie prawa europejskiego (zob. np. T.L. Hazen, *The Law of Securities Regulation*, New York 2006, s. 1 i n.; W. Groß, *Kapitalmarktrecht*, München 2006; P. Buck-Heeb, *Kapitalmarktrecht*, Heidelberg–München–Landsberg–Berlin 2007, s. 1). Dynamiczny rozwój europejskich regulacji rynku kapitałowego w latach 2000–2005 wskutek realizacji Financial Services Action Plan z 1999 r. pozwala uznać europejskie prawo rynku kapitałowego za odrębną od prawa spółek oraz prawa usług finansowych dziedzinę prawa europejskiego (N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2008, s. 4).

Prawo rynku kapitałowego wywodzi się i w dalszym ciągu pozostaje w bliskim związku z innymi, „klasycznymi” dziedzinami prawa, takimi jak prawo spółek (H.D. Assmann (w:) H.D. Assmann, R.A. Schütze, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München 1997, s. 6). W szczególności jego powstanie wiąże się ze wzrostem znaczenia gospodarczego dużych spółek akcyjnych o rozproszonym akcjonariacie i swobodnie zbywalnych akcjach, które stawały się przedmiotem publicznego obrotu. Publiczny obrót akcjami może być organizowany w postaci giełd, sieci dealerów (np. Nasdaq) czy też elektronicznych systemów obrotu akcjami (ETS). Zorganizowany obrót akcjami obniża koszt pozyskiwania kapitału przez spółki dzięki płynności rynku akcji oraz możliwości dywersyfikacji portfela papierów wartościowych przez inwestorów. Ma on jednak swoje poważne konsekwencje, którymi jest właśnie dodatkowa płaszczyzna unormowań regulujących funkcjonowanie spółek publicznych i rynków kapitałowych (G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, *Issuer and investor protection* (w:) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford 2004, s. 193). Współcześnie obrót ten dotyczy wielu innych niż akcje papierów wartościowych i instrumentów finansowych.

Prawo rynku kapitałowego z reguły obejmuje regulacje następujących sfer: 1) procesu oferowania przez emitentów papierów wartościowych na rzecz inwestorów oraz obowiązków informacyjnych spółek publicznych; oraz 2) zasad funkcjonowania instytucji rynku kapitałowego. Pierwsza sfera wynika z konieczności zapewnienia inwestorom dalej idącej ochrony, aniżeli ta, wynikająca z regulacji prawa spółek handlowych. Osiąga się to poprzez zapewnienie inwestorom informacji na temat emitentów instrumentów finansowych, co umożliwia podejmowanie przez nich racjonalnych decyzji inwestycyjnych oraz prawidłową wycenę instrumentów finansowych emitenta. Druga sfera obejmuje między innymi regulacje dotyczące: emitentów, inwestorów, kwalifikacji oraz standardów postępowania pośredników na rynku kapitałowym, a także reguł dotyczących struktury i sposobu funkcjonowania instytucji organizujących obrót instrumentami finansowymi (G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, *Issuer...*, s. 193). Zdaniem A. Chłopeckiego prawo rynku kapitałowego „obejmuje co do zasady prawo o obrocie zdematerializowanymi papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, prawo o obligacjach, prawo o funduszach inwestycyjnych, prawo o funduszach emerytalnych, specyficzne elementy prawa charakterystyczne dla spółek publicznych, kapitałowe i inwestycyjne sfery działania instytucji finansowych (banków i domów maklerskich), sekurytyzację wierzytelności oraz prawo Unii Europejskiej” (A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System...*, s. 750). Pojęciem szerszym wobec prawa rynku kapitałowego jest prawo rynku finansowego, które obejmuje dodatkowo – prawo bankowe, prawo ubezpieczeniowe oraz tzw. „rynek pieniężny”, czyli rynek krótkoterminowych papierów dłużnych (tamże, s. 750).

W literaturze przedmiotu wskazuje się często, że celem regulacji prawnych rynku kapitałowego jest ochrona nieprofesjonalnych inwestorów (tamże, s. 758 oraz 760). Nie negując tak postawionej tezy, należy podnieść, że ochronę inwestorów na rynku kapitałowym warto postrzegać w nieco szerszym kontekście. Ochrona inwestorów jest warunkiem efektywności rynku kapitałowego, gdyż sprzyja budowaniu ich zaufania do rynku. Nie zmienia to jednak faktu, że podstawowym celem regulacji prawnych w tym zakresie jest ukształtowanie jak najbardziej efektywnego rynku kapitałowego, gdyż bez interwencji prawodawcy rynek ten

cierpiałby na szereg niedoskonałości (*market failures*), do których należy asymetria informacyjna pomiędzy uczestnikami rynku oraz tzw. *externalities*, czyli zdarzenia związane z działaniami jednego z uczestników rynku, które wpływają na sytuację pozostałych (np. upadłość jednej z firm inwestycyjnych może mieć negatywny wpływ na sytuację innych tego typu podmiotów). Oznacza to jednak, że celem regulacji prawnych rynku kapitałowego jest jego funkcjonalność i efektywność (H.D. Assmann, R.A. Schütze, *Handbuch...*, s. 13). W literaturze różnie definiuje się efektywność rynku kapitałowego. Jedni autorzy wskazują, że składają się na nią trzy elementy. Po pierwsze, efektywność alokacyjna, dzięki której kapitał inwestorów służy finansowaniu tych przedsięwzięć gospodarczych, w których może być on najefektywniej wykorzystany. Po drugie, efektywność operacyjna, dzięki której koszty kojarzenia kapitałobiorców i kapitałodawców są minimalizowane, tj. utrzymywane na takim poziomie, który jest niezbędnie konieczny dla zapewnienia efektywności alokacyjnej. Po trzecie, efektywność instytucjonalna – dzięki której zdobywa się i utrzymuje zaufanie inwestorów do stabilności oraz integralności rynku kapitałowego (tamże, s. 14). Inni autorzy wskazują, że rynek kapitałowy jest efektywny wtedy, gdy ceny na tym rynku ukształtowane zostają na podstawie pełnych i prawdziwych informacji o emitentach i rynku, a inwestorzy chronieni są przed oportunistycznymi zachowaniami menadżerów spółek, względnie ich dominującymi akcjonariuszami (G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, *Issuer...*, s. 193).

Dla opisu najnowszej historii rozwoju prawa polskiego rynku kapitałowego po 1989 r. można posłużyć się podziałem zaproponowanym przez L. Sobolewskiego (L. Sobolewski, M. Michalski, *Obrót papierami wartościowymi na publicznym rynku kapitałowym* (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 881–883) – przy całej względności i dyskusyjności tego podziału zapewnia on jednak konieczną syntetyczność ujęcia. Otóż etap pierwszy obejmuje lata 1990–1994, w których tworzone podstawowe instytucje infrastruktury rynku kapitałowego. W owym okresie uchwalono ustawę prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 22 marca 1991 r.; wtedy powstała także Giełda Papierów Wartościowych S.A., pierwsze domy (biura) maklerskie oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.

Drugi etap obejmował lata 1994–2000, w których tworzone stosunkowo dojrzałe rozwiązania prawne dla rozwijającego się rynku kapitałowego. W tym czasie weszła w życie nowa ustawa – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 21 sierpnia 1997 r., a także ustawa o funduszach inwestycyjnych z 28 sierpnia 1997 r. oraz ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z 28 sierpnia 1997 r. Wreszcie trzeci etap rozpoczął się w 2000 r. i niezmiennie do dziś przebiega on pod znakiem dostosowywania polskich regulacji do prawa Unii Europejskiej. Proces ten okazał się wyjątkowo długi i skomplikowany, gdyż nałożyły się na to poważne zmiany w samym prawie unijnym, które zaszły w latach 1999–2005 r. na skutek realizacji Financial Services Action Plan (na ten temat zob. niżej). W okresie tym ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi była wielokrotnie nowelizowana, aż wreszcie zastąpiono ją trzema aktami prawnymi, uchwalonymi 29 lipca 2005 r., a mianowicie: ustawą o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, ustawą o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawą o nadzorze na rynku kapitałowym.

Wyodrębnienie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym przeprowadzone zostało według określonego kryterium – obejmuje ona przepisy regulujące nadzorczo-regulacyjne funkcje, jakie sprawuje w ramach rynku kapitałowego Komisja Nadzoru Finansowego. Natomiast podział materii pomiędzy ustawy o ofercie publicznej i ustawę o obrocie przeprowadzony został bez jednolitego kryterium podziału i konsekwencji. W szczególności podział ten nie wynika z norm prawa europejskiego czy nawet struktury europejskiego prawa rynku kapitałowego, np. dyrektywa o nadużyciach wdrożona została częściowo do ustawy o ofercie (por. art. 56–57), a częściowo do ustawy o obrocie (por. art. 154 i n.). W przypadku niektórych definicji przepisy ustawy o ofercie publicznej odsyłają do ustawy o obrocie i odwrotnie, co może kreować istotne problemy interpretacyjne. Reasumując, sposób w jaki dokonano podziału materii prawnej pomiędzy ustawy o ofercie publicznej i ustawę o obrocie należy ocenić krytycznie (tak trafnie: A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System...*, s. 753) i wydaje się, że *de lege ferenda* należy postulować połączenie tych przepisów w jeden akt prawny.

2. Europejskie prawo rynku kapitałowego – zagadnienia ogólne

2.1. Podstawy traktatowe

Podstawową przesłanką dla ustanowienia europejskich regulacji rynku kapitałowego było utworzenie jednolitego i wspólnego rynku (art. 2 Traktatu), przy czym przez jednolity rynek należy rozumieć „obszar pozbawiony granic, w którym zagwarantowany jest swobodny przepływ dóbr, osób, usług oraz kapitału” (art. 14 ust. 2 Traktatu). Jednolity rynek kapitałowy w UE postrzegany jest jako instrument obniżenia kosztu pozyskiwania kapitału przez spółki handlowe, w szczególności te, należące do sfery „średnich i małych przedsiębiorstw”, a tym samym promocji wzrostu gospodarczego oraz zatrudnienia (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 6).

Dodatkowym impulsem dla ustanowienia europejskich regulacji rynku kapitałowego była także zmiana modelu finansowania działalności przedsiębiorstw w EU z opartego głównie na systemie bankowym na model oparty na rynku kapitałowym. Dlatego właśnie projekt tworzenia europejskiego rynku kapitałowego należy postrzegać nie tylko na płaszczyźnie harmonizacji i ujednolicenia regulacji państw członkowskich, ale jako próbę utworzenia nowych ram prawnych europejskiego rynku kapitałowego jako alternatywnego wobec banków mechanizmu finansowania przedsiębiorstw (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 4 i 6).

Do pewnego stopnia tworzeniu jednolitego, wspólnego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej służyć miały swobody traktatowe – swoboda usług (art. 43–48 Traktatu), swoboda przedsiębiorczości (art. 49–55) i wreszcie swoboda przepływu kapitału (art. 56–57). Swobody te obwarowane są jednak licznymi wyjątkami, pozwalającymi regulacjom krajowym na ustanawianie w pewnych okolicznościach restrykcji wobec wspomnianych swobód. Koniecznym więc było podjęcie dalej idących kroków harmonizacyjnych, znajdujących swoją podstawę w kompetencjach legislacyjnych Wspólnoty, służących tworzeniu Wspólnego Rynku; w szczególności dotyczyło to art. 3, 44 ust. 2, 47 ust. 2, 55 oraz 94–95 Traktatu (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 8).

Historyczny rozwój europejskiego prawa rynku kapitałowego można za N. Moloney (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 81 i n.) podzielić na cztery fazy, które poniżej zostaną scharakteryzowane:

2.1.1. Faza I (1966–1985)

Początek refleksji na kształtowaniu europejskiego prawa rynku kapitałowego wiąże się z opublikowanym w 1966 r. Raportem Grupy Ekspertów Powołanych przez Komisję Europejską, na której czele stanął Claudio Segre, pt. *Rozwój Europejskiego Rynku Kapitałowego* (tzw. Segre Report – Report by a Group of Experts Appointed by the EEC Commission. The Development of European Capital Market – 1966). Raport ten wskazywał na słabą kondycję europejskiego rynku kapitałowego oraz kierunki rozwoju europejskich regulacji prawa rynku kapitałowego. Wskazywał on także na to, że wzrost gospodarczy zależy od rynku kapitałowego, a rynek kapitałowy można wzmocnić poprzez integrację europejską. Wnioskował w tym celu o zniesienie barier dla emitentów z jednego państwa członkowskiego chcących emitować akcje w innym państwie członkowskim (Segre Report, s. 5) (V. Wiegel, *Die Prospektrichtlinie und Prospektverordnung*, Berlin 2008, s. 10).

Kolejnym krokiem była wydana przez Komisję w 1977 r. rekomendacja dotycząca Europejskiego Zbioru Zasad Postępowania w zakresie transakcji dotyczących instrumentów finansowych (Commission Recommendation 77/534/EEC concerning an European Code of Conduct relating to transactions in transferable securities (1977) OJ L 212/37). W literaturze podkreśla się, że osiągnięciem tej rekomendacji było wyraźne powiązanie integracji oraz wzmocnienia rynku kapitałowego z celami Traktatu. (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 81). Artykuł 2 Traktatu wymaga bowiem harmonijnego rozwoju gospodarczego, czego nie można osiągnąć bez zapewnienia przedsiębiorstwom dostępu do zdywersyfikowanych (a więc nie tylko bankowych) źródeł kapitału (§ 1 Zbioru Zasad). Jednocześnie warunkiem wzmocnienia europejskiego rynku kapitałowego jest zwiększenie wzajemnych powiązań pomiędzy rynkami krajowymi poprzez eliminację barier oraz różnic, które zwiększają ryzyko inwestorów dla inwestowania w innych państwach członkowskich (§ 2 i n. Zbioru Zasad).

W tym duchu od początku lat 70. XX w. trwały prace nad pierwszą generacją dyrektyw dotyczących europejskiego prawa rynku kapitałowego. Zostały one ustanowione w latach 1979–1982 i dotyczyły między innymi dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu na rynku urzędowym oraz obowiązków informacyjnych emitentów tych instrumentów finansowych. Dyrektywy te koncentrowały się więc na giełdowym obrocie instrumentami finansowymi, w szczególności w ramach rynku urzędowego (oficjalnego) (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 12 i n.). Do tej grupy dyrektyw należały:

- 1) dyrektywa o dopuszczeniach z 1979 r. (Admission Directive – 79/279 EEC (1979) OJ L 66/21 – coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing) koordynująca warunki dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu na rynku urzędowych notowań giełdowych (obecnie zastąpiona przez skonsolidowaną dyrektywę dopuszczeniową);
- 2) dyrektywa o prospektach emisyjnych z 1980 r. – koordynująca wy-mogi dotyczące sporządzania, zatwierdzania oraz upubliczniania prospektów emisyjnych związanych z dopuszczeniem instrumentów finansowych do obrotu na urzędowym rynku giełdowym (Listing Particulars Directive – 80/390/EEC (1980) OJ L 100/1 – coordinating the requirements for the drawing-up scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing. Obie powyższe dyrektywy zostały następnie skonsolidowane w skonsolidowanej dyrektywie dopuszczeniowej (2001/34/WE), po czym przepisy te zostały w znacznej mierze uchylone wraz z wejściem w życie dyrektywy prospektowej;
- 3) dyrektywa o raportach międzyokresowych z 1982 r. – traktująca o informacjach, które powinny być okresowo upubliczniane przez spółki, których akcje zostały dopuszczone do obrotu na giełdowym rynku urzędowym (Interim Reports Directive – 82/121/EEC (1982) OJ L 48/26 – on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock exchange listing).

Dyrektywy te charakteryzowały się próbą szczegółowej harmonizacji materii, której dotyczyły (*detailed harmonization regime*), w celu

zminimalizowania ryzyka, że poszczególne państwa członkowskie będą ustanawiać szczegółowe regulacje, w istocie niweczące cel budowania jednolitego rynku kapitałowego w Europie. Próba ta jednak okazała się nieudana zarówno ze względu na liczne wyjątki i możliwości częściowego wyłączania się spod reżimu dyrektywy (*opt-outs*) przez państwa członkowskie, jak i przez problemy z terminową oraz merytorycznie prawidłową implementacją tych dyrektyw. Można jeszcze dodać, że szczegółowy charakter wspomnianych aktów prawa unijnego znacząco spowalniał proces ich uchwalania (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 82 i n.).

2.1.2. Faza II (1985–1998)

Początek kolejnej fazy rozwoju europejskiego prawa rynku kapitałowego wiąże się z ogłoszeniem przez Komisję w 1985 r. tzw. Białej Księgi Komisji na temat ukończenia budowania rynku wewnętrznego (*Completing the Internal Market*, COM (1985) 310). Jej głównym przedmiotem było stworzenie do końca 1993 r. wspólnego rynku usług finansowych. Biała Księga promowała raczej integrację europejskiego rynku kapitałowego poprzez jego liberalizację niż szczegółową harmonizację, a zatem kładła nacisk raczej na ustanawianie wspólnych, minimalnych standardów. Nie przedstawiała ona także szczegółowego planu legislacyjnego, lecz raczej promowała instytucję wzajemnego uznawania przez państwa członkowskie poszczególnych instytucji prawnych rynku kapitałowego (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 82).

W tym okresie, a więc do 1992 r., uchwalono następujące nowe dyrektywy:

- 1) o instytucjach wspólnego inwestowania (dyrektywa 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 r.), co znamionowało narodziny europejskiego reżimu dotyczącego tych instytucji, opartego o kontrolę ze strony państwa macierzystego oraz możliwość paneuropejskiej działalności,
- 2) o prospekcie emisyjnym w związku z ofertą publiczną instrumentów finansowych (dyrektywa 89/298/EWG z 17 kwietnia 1989 r.),
- 3) o obowiązkach informacyjnych związanych z nabywaniem i zbywaniem znacznych pakietów akcji (Dyrektywa 88/627/EWG z 12 grudnia 1988 r.),

- 4) dyrektywę dotyczącą zapobiegania *insider trading* (dyrektywa 89/582/EWG z 13 listopada 1989 r.),
- 5) dyrektywę o usługach inwestycyjnych (dyrektywa 93/22/EWG z 10 maja 1993 r.), ustanawiającą minimalne standardy dotyczące dopuszczalności i nadzoru nad działalnością firm inwestycyjnych,
- 6) dyrektywę o systemie rekompensat dla inwestorów (dyrektywa 97/9/EU z 3 marca 1997 r.).

Ponadto znowelizowano wcześniej uchwalone dyrektywy poprzez wprowadzenie do nich mechanizmu wzajemnego uznawania instytucji prawnych rynku kapitałowego przez poszczególne państwa członkowskie. Jeżeli więc prospekt emisyjny został zatwierdzony przez macierzyste państwo członkowskie na podstawie przepisów zgodnych z dyrektywami Unii Europejskiej, to w takim przypadku przyjmujące państwo członkowskie było zobowiązane uznać tak zatwierdzony prospekt, jakkolwiek mogło ono nałożyć na emitenta pewne dodatkowe wymogi informacyjne związane z lokalną specyfiką, a także obowiązek przetłumaczenia całego dokumentu (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 84).

Na koniec 1997 r. datuje się zakończenie II fazy rozwoju europejskiego prawa rynku kapitałowego. Niewątpliwym osiągnięciem tego okresu było wdrożenie do systemów prawnych państw członkowskich zharmonizowanego zbioru podstawowych instytucji prawa rynku kapitałowego (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 13 i n).

2.1.3. Faza III (1999–2005)

W drugiej połowie lat 90. obowiązujące regulacje dotyczące europejskiego prawa rynku kapitałowego zostały uznane za niewystarczające. Po pierwsze, niezharmonizowane na poziomie europejskim pozostały ważne instytucje rynku kapitałowego, jak np. zakaz manipulacji instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym. Po drugie, istniejące regulacje europejskiego prawa rynku kapitałowego okazały się pod wieloma względami dysfunkcjonalne. Na przykład reżim dotyczący obowiązków informacyjnych spółek publicznych, oparty o zasadę wzajemności, nie działał należycie z uwagi na dużą liczbę wyłączeń oraz wyjątków, narażając emitentów na konieczność ponoszenia różnych, specyficznych dla

danego państwa członkowskiego, obowiązków i kosztów. Takie otoczenie regulacyjne nie mogło sprostać potrzebom europejskiego rynku finansowego, który miał przeżywać dynamiczny rozwój oraz integrację dzięki unii monetarnej i postępowi technologicznemu (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 14). W szczególności utworzenie unii walutowej zaczęło zdecydowanie sprzyjać paneuropejskim zachowaniom inwestycyjnym. Jednocześnie finanse przedsiębiorstw oparte na rynku kapitałowym zaczęły odgrywać coraz większą rolę, nie wypierając wprawdzie finansowania bazującego na systemie bankowym, ale na pewno istotnie go uzupełniając. Dlatego też od 1990 r. struktura regulacyjna europejskiego rynku kapitałowego stała się przedmiotem obserwacji w zakresie jej odpowiedniości dla nowych potrzeb rynku, a w szczególności większego poziomu transgranicznej aktywności w ramach EU (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 16).

Dlatego też w 1999 r. Komisja przedstawiła szczegółowy plan działań zmierzających do przekształcenia regulacji europejskiego rynku kapitałowego do 2003 r. (Commission Communication on Implementing the Financial Services Action Plan, COM (1999), s. 232 i n.) określany jako Financial Services Action Plan (FSAP). Składały się nań 42 projekty reform koniecznych dla zbudowania europejskiego rynku kapitałowego. Te 42 punkty FSAP zmierzały także do osiągnięcia dwóch celów: 1) stworzenie zintegrowanego paneuropejskiego rynku kapitałowego, wyposażonego w nowocześniejsze otoczenie regulacyjne, które będzie dostosowane do nowych wyzwań związanych z tym rynkiem; 2) liberalizacji i integracji rynku kapitałowego w UE poprzez bardziej efektywną harmonizację reguł krajowych w celu wzmocnienia zasady wzajemnego uznawania oraz zmniejszenia dyskryminacyjnej kontroli ze strony państw przyjmujących (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 15). Nowy system europejskiego prawa rynku kapitałowego miał zapewnić: 1) nowoczesną infrastrukturę rynku kapitałowego, zapewniającego minimalizację kosztów pozyskiwania kapitału, a w szczególności kosztów pośrednictwa na rynku kapitałowym; 2) ochronę inwestorów przed zwiększonymi ryzykami zintegrowanego rynku kapitałowego (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 18).

Realizacja FSAP spowodowała radykalny wzrost zakresu i złożoności europejskiego prawa rynku kapitałowego. W odróżnieniu od wcześniejszych faz rozwoju tego prawa – nacechowanych przez cząstkowe i prag-

matyczne rozwiązania – FSAP spowodował radykalne przekształcenie europejskiego prawa rynku kapitałowego, wprowadzając rozbudowany system regulacji, który narzuca państwom członkowskim określoną strukturę i filozofię rynku kapitałowego (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 15). W literaturze podkreśla się, że FSAP, wzmocniony przez raport Lamfalusiego (o czym niżej), zawierał plan działań prawodawczych w dziedzinie europejskiego prawa rynku kapitałowego, które nie koncentrowały się tylko na usuwaniu istniejących barier regulacyjnych, lecz przede wszystkim zakładały zakrojoną na wielką skalę reregulację całego europejskiego rynku kapitałowego (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 87). W projekcie reform zaproponowanych przez FSAP nie chodziło tylko o to, by ułatwić transgraniczne pozyskiwanie kapitału w ramach Unii Europejskiej poprzez usunięcie barier, które mogą utrudniać paneuropejskie emisje. Nie chodziło także wyłącznie o to, by ułatwić postępowanie tym emitentom i inwestorom, którzy wcześniej działali już w skali transgranicznej, lecz głównym zamierzeniem tego planu była radykalna przebudowa rynku w kierunku systemu finansowego opartego na rynku kapitałowym poprzez jego integrację, a także zmianę zachowań inwestorów i emitentów (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 88).

Można przyjąć, że zasadniczo realizacja FSAP została zakończona w terminie. Cel ten osiągnięto dzięki dużemu poparciu politycznemu dla tego projektu, w szczególności Rady Unii Europejskiej w Lizbonie (2000), która podkreślała znaczenie rynku kapitałowego dla wspierania wzrostu gospodarczego oraz zatrudnienia (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 19 i n).

Decydujące znaczenie dla powodzenia reform przewidzianych przez FSAP miał jednak, sporządzony przez ukonstytuowany w czerwcu 2000 r. Komitet Mędrców w zakresie Regulacji Europejskiego Rynku Kapitałowego pod przewodnictwem barona Alexandra Lamfalusiego, tzw. **Raport Lamfalusiego**, przedstawiony w lutym 2001 r., który nie tylko wzmocnił cele wyznaczone przez FSAP, ale także zaproponował przyspieszoną ścieżkę legislacyjną, jak również metodę legislacyjną dla ich osiągnięcia.

Po ogłoszeniu ambitnych założeń FSAP okazało się bowiem, że pomimo dużego poparcia politycznego, poszczególne projekty mogą zostać zatrzymane przez długotrwałe mechanizmy legislacyjne w ramach Unii

Europejskiej, sprowadzające się do skomplikowanego systemu uzgodnień pomiędzy najważniejszymi instytucjami Unii Europejskiej (Komisją, Radą i Parlamentem). Uniknięcie tych zagrożeń okazało się możliwe dzięki wdrożeniu reform legislacyjnych wskazanych w Raporcie Lamfalusiego. Ogólnie rzecz biorąc, sprowadzały się one do jakościowego podziału materii legislacyjnej i zastosowanie do nich odmiennych procedur prawodawczych (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 21).

Otóż typowy dla Unii Europejskiej międzyinstytucjonalny i długotrwały proces legislacyjny (charakteryzujący się inicjatywą prawodawczą po stronie Komisji i skomplikowanym podziałem kompetencji prawodawczych pomiędzy Radą i Parlamentem Europejskim) ograniczony został do aktów prawnych (dyrektyw lub rozporządzeń) na **poziomie pierwszym**, które zawierać miały podstawowe decyzje polityczne, tzw. zasady ramowe (*framework principles*) co do kształtu europejskiego rynku kapitałowego oraz podstawowych celów prawodawcy europejskiego. Jeśli natomiast chodzi o tzw. **poziom drugi** – tj. szczegółowe regulacje o charakterze bardziej technicznym w formie dyrektyw bądź rozporządzeń – to podmiotem upoważnionym do ich wydania została Komisja, działająca na podstawie upoważnień zawartych w aktach prawnych poziomu pierwszego, biorąc pod uwagę głos doradcy CESR (składający się z wysokiej rangi przedstawicieli organów nadzoru nad rynkiem kapitałowym). Procedura ta oparta została o tzw. proces komitologii znajdujący swoją podstawą w art. 202 Traktatu. Jakkolwiek w praktyce rozgraniczenie materii na poziomie pierwszym i drugim może budzić wątpliwości, to jednak szybsza ścieżka legislacyjna w zakresie poziomu drugiego pozwalała także na lepsze dostosowanie technicznych regulacji do szybko zmieniających się warunków rynkowych. **Poziom trzeci** z kolei miał zagwarantować prawidłową implementację oraz stosowanie norm prawa unijnego, ustanowionych w ramach pierwszego i drugiego poziomu, poprzez działania CESR oraz harmonizację działań organów nadzoru w ramach UE. Wreszcie **poziom czwarty** dotyczył egzekucji obowiązków państw członkowskich w zakresie prawidłowej implementacji oraz wykonywania całokształtu europejskiego prawa rynku kapitałowego (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 1080 i n.).

Należy w tym miejscu zaznaczyć, że tylko na poziomach pierwszym i drugim procesu Lamfalusiego (aktualnie w praktyce zakończonych) mamy do czynienia z aktami prawnymi. W ramach poziomu trzeciego CESR wydaje wskazówki, standardy oraz rekomendacje. Nie są one wiążące ani dla uczestników CESR, ani dla uczestników rynku. Nie są więc one aktami prawnie wiążącymi i dlatego, w istocie rzeczy, to Europejski Trybunał Sprawiedliwości pozostaje ostatecznym arbitrem w zakresie wykładni aktów prawnych wydanych w ramach poziomu pierwszego i drugiego (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 1080 i n.). Jednak w praktyce – ze względu na to, że w skład CESR wchodzi przedstawiciele organów nadzorczych państw członkowskich i jego stanowiska powstają w drodze uzgadniania szerokiego konsensusu – kształtują one postępowanie organów nadzoru państw członkowskich (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 1014 i n.). CESR został powołany w 2001 r. na mocy decyzji Komisji Europejskiej (Commission Decision 2001/527/EC (2001) OJ L 191/43) jako niezależne ciało doradcze wobec Komisji (art. 1 Decyzji). Ta funkcja doradcza przejawia się między innymi w pomocy na rzecz Komisji przy przygotowywaniu projektów aktów prawnych w ramach poziomu drugiego procesu Lamfalusiego (art. 2 Decyzji). Recital 9 Decyzji Komisji wskazuje na rolę CESR w zakresie implementacji prawa unijnego do prawa krajowego państw członkowskich oraz w zakresie współpracy pomiędzy organami nadzoru (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 15).

2.1.4. Faza IV (po 2005)

Czwarta faza rozwoju europejskiego prawa rynku kapitałowego rozpoczęła się wraz z zakończeniem realizacji FSAP i trwa nadal. W największym skrócie można powiedzieć, że jest to czas zaprzestania nadzwyczajnej aktywności legislacyjnej minionego okresu oraz rozpoczęcia spokojnej oceny i analizy stosowania ustanowionych wcześniej regulacji europejskiego rynku kapitałowego (V. Wiegel, *Die Prospekttrichtlinie...*, s. 11).

Post-FSAP rozpoczyna się od wydanej przez Komisję Zielonej Księgi o Polityce Usług Finansowych na lata 2005–2010 (Com (2005) 177 z 3 maja 2005 r.). Plan działań Komisji na lata 2005–2010 w zakresie regulacji rynku kapitałowego sprowadza się do zapewnienia należytej

implementacji, nadzoru, przeglądu, a także wprowadzenia koniecznych zmian w dużej liczbie aktów prawnych uchwalonych w ramach realizacji FSAP. W literaturze podkreśla się, że wraz ze zrealizowaniem zadań wyznaczonych w ramach FSAP, punkt ciężkości działań Komisji przesunął się z działań prawodawczych na rzecz prawidłowej i terminowej transpozycji norm prawa europejskiego do porządku prawnego państw członkowskich. Nie ulega wątpliwości, że transpozycja w dalszym ciągu stanowi słabą stronę całego procesu realizacji celów FSAP – jeżeli weźmiemy pod uwagę w szczególności trudności w implementacji dyrektywy MiFID w zakresie poszczególnych państw członkowskich. Skutkiem realizacji postulatów Białej Księgi jest obecnie rosnąca liczba raportów dotyczących implementacji oraz praktycznych implikacji nowych unormowań w poszczególnych państwach członkowskich (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 15).

Dodatkowym elementem tej fazy jest także uwzględnianie w większym stopniu globalizacji rynków kapitałowych. Przedmiotem zwiększonej aktywności Komisji i jej ciał doradczych (CESR) stała się więc intensyfikacja transatlantyckiego dialogu z amerykańskim regulatorem – Securities and Exchange Commission – w zakresie konwergencji europejskich i amerykańskich standardów sprawozdawczości finansowej (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 22).

3. Europejskie regulacje dotyczące pozyskiwania kapitału przez spółki

3.1. Założenia ogólne

Próby teoretycznego uzasadnienia poddawania regulacjom prawnym procesu pozyskiwania kapitału przez emitentów na rynku kapitałowym nadal należą do zagadnień wysoce dyskusyjnych. Faktem jest jednak, że w większości krajów o mniej lub bardziej rozwiniętym rynku kapitałowym unormowania takie występują. Jakkolwiek debata na ten temat daleka jest od ostatecznych konkluzji, to najczęściej przyjmuje się, że regulacja

dostępu emitentów do rynku kapitałowego uzasadniona jest budowaniem zaufania inwestorów do rynku kapitałowego w celu zapewnienia efektywności alokacyjnej rynku kapitałowego i niskich kosztów pozyskiwania kapitału (por. T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 36 i n.).

Wartość instrumentów finansowych uzależniona jest od przyszłych wyników emitenta. Oznacza to, że ich jakość nie może być wyznaczona z góry, lecz dopiero *ex post* po upływie określonego czasu, który weryfikuje, czy przewidywania inwestorów co do wyników spółki zostaną zrealizowane. Dlatego inwestorzy wymagają informacji o emitentach, gdyż te pozwalają im precyzyjnie przewidywać przyszłe wyniki finansowe emitentów. Pomiedzy inwestorami a władzami emitentów istnieje jednak naturalna asymetria informacyjna. W przypadku braku tych informacji inwestorzy będą wyceniać niżej te spółki, którym trudno dobrowolnie zasignalizować swoją lepszą kondycję, a więc z punktu widzenia emitentów koszt kapitału podwyższy się. Natomiast w sytuacji, gdy na emitentach ciążyą określone obowiązki informacyjne, inwestorzy są lepiej poinformowani i nie będą żądać dyskonta z uwagi na zwiększone ryzyko. Zatem emitenci pozyskiwać będą kapitał na korzystniejszych warunkach, tj. taniej (R. Kraakman, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay* (w:) G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, London 2004, s. 100).

Podstawową przesłanką dla obowiązków informacyjnych emitentów na rynku kapitałowym jest obawa, że na zasadzie dobrowolności emitenci upubliczniać będą niedostateczną z punktu widzenia inwestorów ilość informacji. Wśród przyczyn takiego stanu rzeczy wskazuje się w szczególności następujące okoliczności. Po pierwsze, na zasadzie dobrowolności spółki chętnie przedstawiałyby pozytywne strony prowadzonej działalności gospodarczej i korzyści płynące z nabycia wyemitowanych przez nie akcji, natomiast miałyby tendencję do przemilczania informacji dla siebie niekorzystnych. Po drugie, emitenci będą przemilczali informacje cenne dla konkurentów. Jest wiele korzystnych informacji dotyczących emitenta lub jego branży, które będzie on skłonny ujawnić wyłącznie wtedy, gdy system prawny gwarantować będzie wzajemność ze strony jego konkurentów, tj. jeśli inni emitenci, z którymi konkuruje, będą zmuszeni ujawniać

tego samego rodzaju informacje. Po trzecie, nałożenie za pomocą norm prawnych obowiązków informacyjnych na emitentów zapewnia ich standaryzację – a co za tym idzie – porównywalność, przejrzystość i zrozumiałość informacji. Dobrowolne upublicznianie informacji o emitentach nie gwarantuje, że sposób komunikowania się z inwestorami będzie taki sam w zakresie formy, zawartości oraz jakości rozpowszechnianych informacji (F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Mass.)–London 1996, s. 286–293; G.R. Kraakman, E. Rock, *Issuer...*, s. 206; T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 36 i n.).

Ogólnie można więc skonstatować, że regulacje dotyczące procesu pozyskiwania przez emitentów kapitału na rynku kapitałowym nie starają się uchronić inwestorów przed ponoszeniem strat, natomiast zmierzają w kierunku należytego doinformowania ich przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych tak, aby mogli dokonywać efektywnej alokacji zasobów oraz byli chronieni przed upublicznianiem fałszywych informacji na rynku (T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 52). W literaturze przedmiotu wskazuje się, że obowiązki informacyjne emitentów są atrakcyjnym mechanizmem ochrony inwestorów, gdyż: 1) dostarczają inwestorom instrument, pozwalający na ich ochronę przed nieuczciwymi emitentami, 2) nie ingerują w relacje biznesowe pomiędzy inwestorami a emitentami (A. Page, R. Ferguson, *Investor Protection*, London 1992, s. 46).

W doktrynie wskazuje się ponadto, że obowiązki informacyjne pełnią także dodatkowe funkcje (oprócz usprawniania mechanizmu wyceny akcji), a mianowicie mają one istotne znaczenie z punktu widzenia *corporate governance*, a więc efektywności kontroli i zarządzania spółkami publicznymi. Po pierwsze, ujawniają, a tym samym utrudniają dokonywanie szkodliwych dla korporacji transakcji pomiędzy spółką a osobami z nią powiązanymi (*corporate insiders* – członkami władz spółki, znacznymi akcjonariuszami). Co prawda nie wszystkie tego rodzaju transakcje mogą być na tyle ważne, aby miały znaczenie dla wyceny akcji, niemniej jednak obowiązek ujawniania tego rodzaju transakcji sprzyja prawidłowemu ukształtowaniu ładu korporacyjnego (*corporate governance*) w spółce. Po drugie, ułatwiają akcjonariuszom wykonywanie swoich uprawnień, a w szczególności prawa głosu w zakresie najważniejszych dla spółki wydarzeń – np. wyboru członków władz czy fundamentalnych transakcji i przekształceń. Po trzecie wreszcie, ułatwiają wdra-

żanie przez spółki różnego rodzaju kodeksów dobrych praktyk, gdyż czynią funkcjonowanie spółek bardziej przejrzystym; innymi słowy, w praktyce dzięki obowiązkom informacyjnym łatwiej stwierdzić, czy spółka przestrzega kodeksu dobrych praktyk, czy też nie. (R. Kraakman, *Disclosure...*, s. 96).

Regulacje pozyskiwania kapitału przez emitentów skoncentrowane są więc na obowiązkach informacyjnych spółek publicznych. Skłonność emitentów do nieujawniania pewnych informacji traktowana jest w tym zakresie jako niedoskonałość rynku (*market failure*) i dlatego uzasadnia ona interwencję ustawodawcy. Dodatkowy poziom ochrony inwestorów związany jest z kontrolą sposobu, w jaki dokonywany jest wtórny obrót akcjami na rynku kapitałowym po pozyskaniu kapitału przez emitenta, a w szczególności poprzez zapewnienie odpowiedniej płynności tych akcji. Jednak w tym zakresie system prawny UE pozostawia większą swobodę siłom rynkowym – w szczególności giełdom (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 54).

Europejskie regulacje dotyczące pozyskiwania kapitału przez spółki zdominowane są przez unormowania dotyczące obowiązków informacyjnych spółek publicznych wynikających z: 1) dyrektywy prospektowej (2003), która dotyczy obowiązków informacyjnych związanych z ofertą publiczną instrumentów finansowych, względnie ich dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym, 2) dyrektywy o przejrzystości (2004) oraz 3) dyrektywy o nadużyciach (2003), zawierających regulację stałych (*on-going*) obowiązków informacyjnych spółek, których akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Treść i forma upublicznianych informacji regulowane są przede wszystkim w rozporządzeniu o międzynarodowych standardach rachunkowości. Dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym określane jest przez dyrektywę prospektową oraz dyrektywę o rynkach instrumentów finansowych MiFID (2004), z tym zastrzeżeniem, że dopuszczenie do obrotu na tzw. rynku oficjalnych notowań (*official list*) dla płynnych instrumentów, wyemitowanych przez dużych emitentów o silnej pozycji rynkowej, regulowane jest przez skonsolidowaną dyrektywę dopuszczeniową z 2001 r. (2001/34/WE), a w zasadzie przez kilka przepisów tej dyrektywy, które nie zostały uchylone przez dyrektywę prospektową.

3.2. Dyrektywa prospektowa

3.2.1. Rys historyczny

Do poprzedników dyrektywy prospektowej należały następujące akty prawne:

- 1) dyrektywa o dopuszczeniach z 1979 r. (79/279/EWG), koordynująca warunki dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu na rynku urzędowych notowań giełdowych,
- 2) dyrektywa o prospektach emisyjnych z 1980 r. (80/390/EWG), koordynująca wymogi dotyczące sporządzania, zatwierdzania oraz upubliczniania prospektów emisyjnych związanych z dopuszczeniem instrumentów finansowych do obrotu na urzędowym rynku giełdowym,
- 3) dyrektywa o prospekcie emisyjnym w związku z ofertą publiczną instrumentów finansowych (89/298/EWG).

Na tę siatkę unormowań zostały nałożone skomplikowane regulacje dotyczące wzajemnego uznawania dokumentów ustanowione w 1987 i 1990 r. Dwie pierwsze dyrektywy zostały następnie skonsolidowane w dyrektywie (2001/34/WE) – o dopuszczeniu instrumentów finansowych do obrotu na rynku oficjalnych notowań oraz o informacjach upublicznianych w odniesieniu do tych instrumentów (skonsolidowana dyrektywa dopuszczeniowa), po czym przepisy te zostały w znacznej mierze uchylone wraz z wejściem w życie dyrektywy prospektowej (z wyjątkiem regulacji dotyczących warunków dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu na rynku urzędowym).

Skonsolidowana dyrektywa dopuszczeniowa 2001/34/WE wiązała powstanie obowiązków informacyjnych emitentów ze złożeniem wniosku o dopuszczenie do obrotu na rynku urzędowym (oficjalnych notowań). Dlatego też nie gwarantowało to ochrony inwestorom w kontekście rosnących rynków nieurzędowych przeznaczonych dla firm z sektora nowych technologii.

W przypadku gdy spółce zależało, aby jej akcje były notowane w tzw. *dual listingu*, czyli na dwóch giełdach znajdujących się w dwóch różnych państwach członkowskich, musiała najpierw zatwierdzić prospekt w państwie macierzystym (państwie siedziby), a następnie także

w państwie przyjmującym. Wprawdzie państwo przyjmujące na zasadzie wzajemnego uznania co do zasady zobowiązane było taki prospekt zatwierdzić, jednak mogło wymagać przetłumaczenia całego prospektu na akceptowalny dlań język oraz zamieszczenia w nim specyficznych dla tego państwa informacji, dotyczących np. podatków, agentów transferowych oraz znacznych pakietów akcji (G. Spindler (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG. Wertpapierprospektgesetz mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften. Kommentar*, Berlin 2008, s. 48).

Obowiązek tłumaczenia prospektu oraz zamieszczania w nim dodatkowych, specyficznych dla danego państwa informacji, bardzo istotnie ograniczał zasadę wzajemnego uznawania dokumentów informacyjnych. Państwo przyjmujące było zobowiązane ów prospekt uznać tylko wtedy, gdy w całości spełniał te dodatkowe wymogi, co w znaczący sposób powiększało koszty dla emitentów. Wynikało to z faktu, że po pierwsze, lista dodatkowych informacji w każdym kraju wyraźnie się różniła; po drugie, szczególnie kosztowne było tłumaczenie prospektu, gdyż wymagało dużej ostrożności z uwagi na surowe reguły odpowiedzialności za wadliwe informacje w prospekcie; po trzecie, różne były regulacje co do sposobu i terminów upubliczniania prospektu oraz aneksów do niego; po czwarte wreszcie, dokumenty informacyjne różniły się pod względem formatu i standardów rachunkowości, utrudniając porównywalność danych. Na dodatek w ramach Wspólnoty nie było ujednoliconego pojęcia oferty publicznej – w efekcie to, co w jednym kraju było ofertą publiczną, w innym było ofertą prywatną (*private placement*) (G. Spindler (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 49). Wszystko to spowodowało praktyczną klęskę reżimu wzajemnego uznawania dokumentów ofertowych. Szacuje się, że rocznie korzystały z tego reżimu mniej niż trzy oferty, natomiast większość ofert transgranicznych strukturyzowanych było jako tzw. *private placement* (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 104 i n.).

Dlatego też jednym z podstawowych postulatów FSAP z 1999 r. było wyposażenie emitentów w jednolity paszport europejski dla transgranicznego pozyskiwania kapitału bez konieczności sporządzania i zatwierdzania odrębnych prospektów w każdym państwie członkowskim. Poza tym FSAP postulował ułatwienie dostępu do rynku kapitałowego dla dużych emitentów, którzy często przeprowadzają emisje. Czynił to za pomocą

mechanizmu *shelf-registration* bazującego na raportach rocznych, który pozwalałby im bez zbędnych formalności regularnie przeprowadzać kolejne emisje. Pierwszy projekt dyrektywy został przedłożony przez Komisję w 2001 r. (KOM (2001) 280 z 30 maja 2001 r.), który jednak ze względu na niedostateczną liczbę wcześniejszych konsultacji społecznych nie został przychylnie przyjęty zarówno przez rynek, jak i Parlament Europejski. W rezultacie zaowocowało to kilkoma propozycjami zmian ze strony Parlamentu oraz przedłożeniem przez Komisję kolejnego projektu w sierpniu 2002 r. Ostatecznie dyrektywa prospektowa została uchwalona 4 listopada 2003 r. i weszła w życie w czerwcu 2005 r.

3.2.2. Podstawowe założenia dyrektywy prospektowej

W swoich założeniach dyrektywa prospektowa powinna być istotnym instrumentem integracji europejskiego rynku kapitałowego oraz promocji finansowania podmiotów gospodarczych – w szczególności tych małych i średnich – za pomocą rynku kapitałowego (pkt 4 preambuły). Bezpośrednim celem unormowań tej dyrektywy jest zapewnienie ochrony inwestorom oraz efektywności rynku kapitałowego (pkt 10 preambuły). Środkiem do osiągnięcia powyższych celów jest upublicznianie informacji na temat instrumentów finansowych oraz ich emitentów – w szczególności w postaci prospektu emisyjnego – gdyż zapewnia ono zaufanie inwestorów do rynku kapitałowego, a w ten sposób przyczynia się do prawidłowego funkcjonowania i rozwoju tego rynku (pkt 18 preambuły).

W odróżnieniu od wcześniejszych regulacji dyrektywy dopuszczeniowej (2001/34/WE) oraz dyrektywy o ofercie publicznej (89/298/EWG) dyrektywa prospektowa wprowadza jednolitą instytucję prospektu emisyjnego zarówno dla oferty publicznej, jak i dopuszczania do obrotu giełdowego. W tym drugim przypadku obowiązek prospektowy wiąże się nie tylko z ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku urzędowym (rynku oficjalnych notowań giełdowych), ale szerzej – z ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. Ten z kolei obejmuje także rynki niebędące rynkami oficjalnych notowań giełdowych – co uwzględnia dynamiczny rozwój tych dodatkowych, mniej uregulowanych segmentów obrotu instrumentami finansowymi. Dyrektywa prospektowa wprowadza także jednolity zakres ochrony inwestorów we wszystkich kra-

jach członkowskich za pomocą obowiązku prospektowego poprzez wprowadzenie definicji oferty publicznej (art. 2 ust. 1 lit. d). Rozwiązuje ona także problem tłumaczenia informacji prospektowych, przesądając o tym, że tłumaczeniu na język państwa przyjmującego podlega wyłącznie podsumowanie (art. 19) (G. Spindler (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 51).

Dyrektywa prospektowa rozwiązuje podstawowy problem transgranicznego obrotu instrumentami finansowymi w zakresie obowiązku prospektowego, a mianowicie kwestię zatwierdzania prospektu, który ma towarzyszyć ofercie publicznej lub dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym instrumentów finansowych w innym państwie członkowskim. Mechanizm ten, określany mianem „jednolitego paszportu europejskiego” dla emitentów instrumentów finansowych (art. 17–18 dyrektywy prospektowej), zakłada pełną kontrolę nad procesem zatwierdzania prospektu emisyjnego przez państwo macierzyste, a państwom przyjmującym nie wolno ustanawiać żadnych dodatkowych procedur administracyjnych czy zatwierdzeniowych w stosunku do takiego prospektu (art. 17 dyrektywy prospektowej). Wystarczy, że właściwy organ państwa przyjmującego uzyska od organu państwa macierzystego tzw. notyfikację zatwierdzenia prospektu emisyjnego. Następuje to w ten sposób, że na wniosek emitenta lub podmiotu odpowiedzialnego za sporządzenie prospektu właściwy organ państwa macierzystego przesyła na rzecz właściwego organu państwa przyjmującego zaświadczenie o zatwierdzeniu prospektu stwierdzające, że został on sporządzony zgodnie z dyrektywą prospektową (wraz z załączonym prospektem). W określonych przypadkach do zaświadczenia tego dołączone jest także przetłumaczone podsumowanie prospektu (art. 18 dyrektywy prospektowej).

Ceną za tak znaczne ułatwienie transgranicznego obrotu instrumentami finansowymi za pomocą jednolitego paszportu europejskiego jest w zasadzie maksymalna harmonizacja we wszystkich krajach członkowskich regulacji dotyczących sporządzania prospektu emisyjnego oraz całej procedury notyfikacyjnej. Tylko w tych warunkach możliwe jest, by państwo przyjmujące nie musiało kontrolować zawartości prospektu emisyjnego. Istnieje wszak pewność, że w państwie macierzystym obowiązują takie same regulacje. W rezultacie państwa członkowskie, co do zasady, pozbawione są możliwości elastycznego kształtowania

regulacji prospektowych zależnie od wymogów i specyfiki lokalnego rynku (G. Spindler (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 52). Wynika to w szczególności z pełnego ujednolicenia europejskich regulacji prospektowych na tzw. poziomie drugim za pomocą rozporządzenia Komisji WE nr 809/2004/EG z 29 kwietnia 2004 r., wykonującego dyrektywę prospektową (rozporządzenie prospektowe). Obejmuje ono techniczne unormowania dotyczące szczegółowej treści prospektów, formy tych informacji czy też sposobu upubliczniania prospektu i jako rozporządzenie jest bezpośrednio skuteczne w każdym państwie członkowskim bez potrzeby jego implementacji. Z kolei jednolitej implementacji w państwach członkowskich samej dyrektywy prospektowej służą rekomendacje CESR dotyczące wykładni tej dyrektywy.

Dyrektywa prospektowa – będąc potężnym krokiem naprzód w budowaniu wspólnego, europejskiego rynku kapitałowego – nie jest oczywiście pozbawiona wad. Po pierwsze, wskazuje się tutaj na brak harmonizacji w zakresie zasad odpowiedzialności za zamieszczenie nieprawidłowych informacji w prospekcie (por. art. 6 dyrektywy prospektowej) (G. Spindler (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 54). Po drugie, maksymalna harmonizacja regulacji krajowych za pomocą bardzo szczegółowych regulacji dyrektywy prospektowej oraz ujednolicenie reguł dotyczących treści prospektu za pomocą rozporządzenia prospektowego nie zostały przeprowadzone w pełni konsekwentnie. Otóż zgodnie z pkt 15 preambuły do dyrektywy prospektowej obowiązki informacyjne określone w tej dyrektywie nie ograniczają możliwości państw członkowskich, właściwych władz, względnie giełd przed nakładaniem dodatkowych wymogów związanych z dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. W dalszym ciągu mogą one nakładać na emitentów dodatkowe wymogi, w szczególności związane z *corporate governance*. Jednakże, jak wyraźnie zaznacza ten sam fragment dyrektywy, wymogi te nie mogą w żaden sposób ograniczać sporządzania, treści ani upubliczniania prospektu zatwierdzonego przez właściwy organ (pkt 15 zd. 2 preambuły do dyrektywy prospektowej). Dodatkowo, oferty instrumentów finansowych o łącznej wartości nieprzekraczającej 2.500.000 euro zostały wyłączone spod zakresu zastosowania dyrektywy (art. 1 ust. 2 (h) dyrektywy prospektowej). Wydaje się, że zasada jednolitego paszportu europejskiego

nie znajduje więc zastosowania w tym segmencie rynku, a zatem emitenci takich transgranicznych ofert muszą się liczyć z różnicami regulacyjnymi w zakresie poszczególnych państw członkowskich (J. Jerzmanowski, *Zasada jednolitego paszportu – wybrane uwagi na temat obowiązku prospektowego* (w:) M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. IV, *Spółki zagraniczne w Polsce*, Warszawa 2008, s. 403 i n.) Po trzecie wreszcie, kluczowe dla tej dyrektywy pojęcia – instrumentu finansowego czy też oferty publicznej – dalekie są od jednoznaczności. Wprawdzie CESR na poziomie trzecim stara się wskazywać preferowaną metodę wykładni podstawowych pojęć dyrektywy, ale niewiążący charakter jego zaleceń nie jest w stanie dostatecznie ograniczyć ryzyka wynikającego z różnorodnej interpretacji tych pojęć przez podmioty stosujące prawo (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 116 i n.).

3.3. Dyrektywa o przejrzystości

Przedmiotem tej dyrektywy są zasadniczo dwie grupy zagadnień. Pierwsza dotyczy zarówno okresowych, jak i stałych (*on-going*) obowiązków informacyjnych spółek dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Natomiast druga dotyczy pozyskiwania oraz upubliczniania informacji na temat struktury akcjonariatu spółek, których akcje dopuszczono do obrotu na rynku regulowanym.

Przed wejściem w życie dyrektywy o przejrzystości zagadnienia te regulowała skonsolidowana dyrektywa dopuszczeniowa, która z kolei łączyła treść następujących dyrektyw:

- a) dyrektywy dopuszczeniowej z 1979 r., która nakładała na spółki, których akcje dopuszczono do obrotu na rynku urzędowym (*official list*), obowiązki informacyjne zarówno te dotyczące raportów okresowych (rocznych), jak i niepublicznych informacji o cenotwórczym charakterze;
- b) dyrektywy z 1982 r. o raportach międzyokresowych, która w odniesieniu do tej samej grupy emitentów wprowadzała także obowiązek upubliczniania raportu półrocznego. Dyrektywa określała wyłącznie minimalne standardy: dlatego też w przypadku dopuszczenia akcji

tego samego emitenta do obrotu na rynkach urzędowych w wielu państwach emitenci musieli się liczyć z koniecznością przestrzegania różnorodnych lokalnych, dodatkowych regulacji nakładanych przez państwa członkowskie, w których siedzibę miała giełda prowadząca określony rynek urzędowy. Dyrektywa zobowiązywała jedynie właściwe władze państw członkowskich, aby dołożyły najwyższej staranności dla zaakceptowania raportów zgodnych z prawem państwa członkowskiego, w którym akcje tego emitenta dopuszczono do obrotu na rynku regulowanym po raz pierwszy (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 116 i n.);

- c) dyrektywy z 1998 r. o znacznych pakietach akcji, która w stosunku do tej samej grupy emitentów nakładała obowiązek upubliczniania informacji o jakichkolwiek zmianach w strukturze akcjonariatu, o których emitent powziął wiadomość. Z normą tą powiązana była z kolei konieczność notyfikacji przez akcjonariuszy na rzecz spółki oraz kompetentnych władz o przekroczeniu lub spadku liczby posiadanych głosów na walnym zgromadzeniu. Progi te ustanowiono na poziomie 10%, 20%, 33,3%, 50% lub 66,6% głosów w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Jak podkreśla się w literaturze, powyższe regulacje – w szczególności wysoki pierwszy próg notyfikacji – wywodziły się raczej z prawa spółek i były swoistym instrumentem ładu korporacyjnego, w szczególności w zakresie redukcji ryzyka pojawiania się nieoczekiwanych prób wrogiego przejęcia spółki, aniżeli instrumentem przejrzystości rynku oraz prawidłowego funkcjonowania mechanizmu cenowego. Co więcej, wdrożenie tej dyrektywy w poszczególnych krajach członkowskich postępowało niezwykle opornie (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 173).

Dyrektywa o przejrzystości uchwalona została 15 grudnia 2004 r. po niezwykle długotrwałych konsultacjach, trwających już od czerwca 2001 r., a państwa członkowskie zobowiązano do jej implementacji nie później niż do 20 stycznia 2007 r. Długi okres konsultowania projektu dyrektywy wynikał w dużej mierze z kontrowersji, jakie wzbudzał proponowany przez Komisję Europejską obowiązek publikowania raportów kwartalnych przez emitentów instrumentów finansowych na rynku regulowanym. Z jednej strony wzbudzał on entuzjazm środowisk inwestorów

uważających, że odwzorowuje on najlepsze przykłady z rynku amerykańskiego i sprzyja prawidłowej wycenie instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym, a z drugiej strony powodował on lawinę krytyki ze strony emitentów, którzy twierdzili, że sprzyja on krótkoterminowemu podejściu do inwestycji w akcje, kreuje nadmierną zmienność (*volatility*) kursów na rynku akcji; niepotrzebnie sprzyja manipulowaniu wynikami finansowymi przez menadżerów (*earnings management*), a wreszcie stanowi nadmierne obciążenie dla małych i średnich spółek (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 176, przyp. 546).

Podstawowym założeniem dyrektywy o przejrzystości była więc reorientacja kształtu obowiązków informacyjnych spółek publicznych, aby sprzyjały one nie tylko celom związanym z ładem korporacyjnym (*corporate governance*), ale przede wszystkim efektywności funkcjonowania rynku kapitałowego oraz ochronie inwestorów na rynku kapitałowym (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 176, przyp. 546) – zob. pkt 1 preambuły do dyrektywy o przejrzystości. Przede wszystkim więc system obowiązków informacyjnych emitentów oparty został o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, a nie jak dotąd – na rynku urzędowym. Rozszerza to zakres zastosowania tych unormowań poprzez uwzględnienie nieurzędowych rynków instrumentów finansowych, a przez to sprzyja ochronie inwestorów oraz lepszemu funkcjonowaniu mechanizmu cenowego na tych rynkach (tamże) – por. art. 1 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości. Zakres zastosowania tej dyrektywy został poszerzony o inne niż akcje instrumenty finansowe. Całokształt informacji, które powinny być upubliczniane na podstawie raportów informacyjnych oraz raportów dotyczących informacji poufnych na gruncie art. 6 dyrektywy o nadużyciach określony została mianem informacji regulowanych (art. 2 ust. 1 pkt k dyrektywy o przejrzystości). Należy jednak podkreślić, że dyrektywa nie znajduje zastosowania do „hurtowego” rynku obligacji, na którym aktywni pozostają wyłącznie inwestorzy instytucjonalni (pkt 15 preambuły do dyrektywy o przejrzystości).

Podobnie jak w przypadku dyrektywy prospektowej, dyrektywa o przejrzystości zakłada kontrolę macierzystego państwa członkowskiego nad realizacją przez emitenta obowiązków wynikających z tej dyrektywy (pkt 25 preambuły do dyrektywy o przejrzystości). Oznacza to, że

przyjmujące państwo członkowskie nie może nałożyć na emitentów oraz akcjonariuszy, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym znajdującym się na jego terytorium, surowszych wymogów niż te, wynikające z dyrektywy o przejrzystości względnie z art. 6 dyrektywy o nadużyciach (art. 3 ust. 2 dyrektywy o przejrzystości). W odróżnieniu jednak od dyrektywy prospektowej dyrektywa o przejrzystości wyznacza wobec państw członkowskich jedynie minimalne standardy. W sytuacji gdy dane państwo członkowskie jest państwem macierzystym, może ono nakładać na emitentów lub akcjonariuszy surowsze obowiązki niż te, wynikające z dyrektywy o przejrzystości (art. 3 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości). Oznacza to między innymi, że inwestorzy na europejskim rynku kapitałowym w dalszym ciągu muszą liczyć się z różnorodnymi regulacjami w poszczególnych państwach członkowskich, jeśli chodzi o obowiązki notyfikacyjne w zakresie znacznych pakietów akcji.

W zakresie języka, w którym realizowane są obowiązki informacyjne przez emitentów, ustawodawca unijny wyszedł z założenia, że obowiązek tłumaczenia tych informacji na wszystkie języki przyjmujących państw członkowskich, na terenie których instrumenty finansowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, jest nadmierny i szkodliwy dla integracji europejskiego rynku kapitałowego (pkt 24 preambuły do dyrektywy o przejrzystości). Dlatego też art. 20 ust. 2 dyrektywy o przejrzystości przewiduje, że w przypadku gdy instrumenty zostały dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych zarówno w państwie macierzystym, jak i państwie przyjmującym, obowiązki informacyjne emitentów winny być realizowane w języku akceptowanym przez właściwy organ państwa macierzystego oraz w języku powszechnie zwyczajowo stosowanym w sferze finansów, czyli angielskim. Zamiast języka angielskiego emitent może oczywiście zastosować język akceptowany w państwie przyjmującym, jednak praktyczne znaczenie tego przepisu jest właśnie takie, aby emitenta zwolnić z konieczności tłumaczenia raportów informacyjnych na języki państw przyjmujących.

Na obowiązki informacyjne emitentów w świetle dyrektywy o przejrzystości składa się obowiązek publikacji rocznego raportu finansowego, półrocznego raportu finansowego oraz międzyokresowego sprawozdania zarządu. Obowiązek upublicznienia raportu rocznego dotyczy wszystkich

emitentów (art. 4 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości); obowiązek publikacji raportu półrocznego dotyczy emitentów akcji oraz dłużnych instrumentów finansowych (art. 5 ust. 2 dyrektywy o przejrzystości); natomiast obowiązek publikacji międzyokresowego sprawozdania zarządu (czyli pewnej namiastki kontrowersyjnego raportu kwartalnego) dotyczy wyłącznie emitentów akcji (art. 6 ust. 3 dyrektywy o przejrzystości). Obowiązki informacyjne emitentów, określone w dyrektywie o przejrzystości, uzupełniane są przez wynikający z art. 6 dyrektywy o nadużyciach (2003/6/WE) obowiązek niezwłocznego upubliczniania przez emitentów instrumentów finansowych informacji poufnych – rozumianych jako niepubliczne i cenotwórcze informacje o precyzyjnym charakterze, które odnoszą się do instrumentów finansowych lub ich emitentów (art. 1 ust. 1 dyrektywy o nadużyciach).

Dyrektywa przewiduje także istotną modyfikację „progów” w zakresie notyfikacji przez inwestorów zmian dotyczących liczby posiadanych akcji. Zmiany te polegają przede wszystkim na uczynieniu tego systemu bardziej czułym na zmiany w strukturze akcjonariatu emitenta (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 176, przyp. 546). Pierwszym progiem, którego osiągnięcie, przekroczenie albo spadek poniżej wywołuje obowiązek notyfikacji, jest próg 5% (art. 9 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości). Co więcej, dyrektywa nakłada obowiązki notyfikacyjne na szereg przypadków pośredniego nabywania znacznych pakietów akcji (art. 10 dyrektywy o przejrzystości), a także pasywnego przekroczenia określonych progów (art. 9 ust. 2 dyrektywy o przejrzystości).

Jednym z dalekosiężnych celów dyrektywy o przejrzystości jest zapewnienie inwestorom na wspólnym, europejskim rynku kapitałowym jednolitego dostępu do informacji regulowanych, upublicznianych przez emitentów. W szczególności chodzi o zapewnienie takiego samego dostępu do informacji regulowanych ze strony inwestorów państwa przyjmującego, jakimi dysponują inwestorzy w państwie macierzystym. W tym celu macierzyste państwo członkowskie winno zapewnić minimalne standardy szybkiej i równej dystrybucji informacji regulowanych w ramach Wspólnego Rynku, a także scentralizowany system przechowywania takich informacji na potrzeby paneuropejskiej sieci dostępu do tych danych przez inwestorów (pkt 25 preambuły do dyrektywy o przejrzystości).

Zgodnie z art. 21 ust. 2 dyrektywy o przejrzystości macierzyste państwo członkowskie zobowiązane jest zapewnić funkcjonowanie co najmniej jednego oficjalnego mechanizmu przechowywania regulowanych informacji, zapewniającego bezpieczny oraz szybki do nich dostęp przez inwestorów. W celu powiązania oficjalnych mechanizmów przechowywania regulowanych informacji w jedną paneuropejską sieć Komisja wydała niewiążącą rekomendację (Commission Recommendation 2007/657/EC on the electronic network of officially appointed mechanisms for the central storage of information referred to in the TD (2007) OJ L 267/16) dotyczącą bezpieczeństwa, niezawodności oraz pewnych wspólnych standardów technicznych, które muszą spełniać oficjalne mechanizmy przechowywania informacji regulowanych, aby mogły zostać połączone w taką sieć.

3.4. Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej

Jedną z istotnych przeszkód w budowaniu zintegrowanego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej były poważne różnice w zakresie sposobu i formy sporządzania sprawozdań finansowych przez spółki giełdowe. Zwiększało to niechęć inwestorów do inwestowania swojego kapitału w instrumenty finansowe emitowane przez spółki mające siedzibę w innym państwie członkowskim, stosujące odmienne, lokalne zasady rachunkowości. Utrudniało to bowiem proces interpretacji tych sprawozdań finansowych oraz dokonywanie porównania wyników finansowych emitentów na płaszczyźnie paneuropejskiej (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 212).

Standardy rachunkowości są wprawdzie przedmiotem szeregu dyrektyw z zakresu prawa spółek – czwartej dyrektywy dotyczącej rocznego sprawozdania finansowego (78/660/EWG); siódmej dyrektywy dotyczącej skonsolidowanego sprawozdania finansowego (83/349/EWG) oraz ósmej dyrektywy dotyczącej audytu (2006/43/EWG) – jednak dyrektywy te zasadniczo wyznaczają jedynie pewne ramowe reguły dotyczące rachunkowości, pozostawiając państwom członkowskim swobodę w zakresie stosowanych standardów prezentacji sprawozdań finansowych, a także pozwalają na odrębności wynikające z różnic podatkowo-prawnych po-

między poszczególnymi państwami członkowskimi (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 212).

Na potrzebę zmian w tym zakresie wskazywała zarówno Rada Europejska w Lizbonie (2000), Komisja Europejska w komunikacie dotyczącym strategii sprawozdawczości finansowej – Commission, Communication on the EU Financial Reporting Strategy: the Way Forward (2000) (COM (2000) 359), a także Raport Lamfalusiego (Final Report 2001, s. 13 oraz pkt 1 oraz pkt 6 preambuły do rozporządzenia MSR). Rezultatem tych działań było rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 z 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości.

Międzynarodowe Standardy Rachunkowości – od 2001 r. zwane Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej – uchwalane przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Board – IASB), a wcześniej Komitet Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Committee – IASC) opracowywane są już od lat 80. XX w. Do ich rozwoju przyczyniła się współpraca z IOSCO (International Organization of Securities Commissions), mająca swój początek w połowie lat 90. Intensyfikacja prac nad tymi standardami była między innymi wyrazem presji uczestników rynku, a w szczególności inwestorów, aby zapewnić pewną harmonizację w zakresie standardów rachunkowości spółek publicznych. Dlatego też duże spółki europejskie zaczęły dobrowolnie stosować Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, względnie amerykańskie standardy rachunkowości (US GAAP) (pkt 7 preambuły do rozporządzenia MSR). Unia Europejska już od połowy lat 90. wspierała rozwój MSR (Commission, Communication on Accounting Harmonisation, A New Strategy vis à vis International Harmonisation COM (1995) 508) jako instrumentu harmonizacji standardów w ramach Wspólnego Rynku oraz alternatywę wobec US GAAP. Dopuszczenie stosowania amerykańskich standardów wydawało się gorszą alternatywą z uwagi na znikomy wpływ UE na proces tworzenia tych standardów (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 212).

Celem rozporządzenia MSR jest efektywność rynku kapitałowego, ochrona inwestorów, a przez to także swobodny przepływ kapitału w ramach wspólnego rynku (pkt 4 preambuły do rozporządzenia MSR). Dla-

tego też spółki w obrocie publicznym powinny stosować jednolite standardy rachunkowości o wysokiej jakości oraz uznaniu międzynarodowym (pkt 2 preambuły do rozporządzenia MSR). Cel ten ma zostać osiągnięty przez przyjęcie międzynarodowych standardów rachunkowości, gwarantujących harmonizację, przejrzystość i porównywalność sprawozdań finansowych spółek, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (art. 1 rozporządzenia MSR). Zgodnie z art. 2 rozporządzenia MSR pod pojęciem międzynarodowych standardów rachunkowości na gruncie analizowanego rozporządzenia należy rozumieć Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej oraz odnoszące się do nich interpretacje, zmiany tych standardów i ich interpretacji, względnie dodatkowe standardy i odnoszące się do nich interpretacje wydane lub przyjęte przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości.

Mając na uwadze powyższe założenia, art. 4 rozporządzenia MSR nakłada na wszystkie spółki podlegające prawu któregośkolwiek państwa członkowskiego obowiązek sporządzania skonsolidowanego sprawozdania finansowego, zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości, za każdy rok obrotowy rozpoczynający się od 1 stycznia 2005 r. lub po tej dacie, jeżeli na dzień bilansowy ich papiery wartościowe były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w rozumieniu dyrektywy MiFID. Artykuł 5 rozporządzenia MSR przyznaje państwom członkowskim opcję rozszerzenia stosowania tych standardów także na jednostkowe – a więc nieskonsolidowane – sprawozdania finansowe, a także na sprawozdania (zarówno skonsolidowane jak i jednostkowe) innych spółek, niż te, określone w art. 4 – zatem nie tylko na spółki, których papiery wartościowe dopuszczono do obrotu na rynku regulowanym.

Poszczególne międzynarodowe standardy rachunkowości (jako wiążące normy prawne) ustanawia Komisja w drodze rozporządzenia, które jest publikowane w całości w każdym z języków urzędowych Wspólnoty w Dzienniku Urzędowym Wspólnot Europejskich (art. 3 ust. 4 rozporządzenia MSR); przy czym muszą być one zgodne z zasadą wynikającą z art. 2 ust. 3 czwartej dyrektywy oraz art. 16 ust. 3 siódmej dyrektywy prawa spółek, a więc muszą przedstawiać prawdziwy i rzetelny obraz sytuacji finansowej i wyników działalności przedsiębiorstwa, być korzystne

dla europejskiego dobra publicznego, a także spełniać kryteria zrozumiałości, przydatności, wiarygodności i porównywalności, potrzebnych do podejmowania decyzji ekonomicznych i oceny zarządzania powierzonym majątkiem (art. 3 ust. 2 rozporządzenia MSR). Przy ustanawianiu tych standardów Komisję wspiera komitet regulacyjny rachunkowości (art. 6 ust. 1 rozporządzenia MSR). W praktyce komitet ten reprezentuje interesy państw członkowskich, nadzorując wykonywanie przez Komisję funkcji prawodawczych delegowanych jej w tym zakresie przez Radę oraz Parlament. Od prawnego ustanawiania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości jako norm prawnych należy odróżnić tworzenie tych standardów w sensie merytorycznym. Merytoryczną treść tych standardów, rozumianych jako niewiążące reguły przedstawiania przez spółki określonych informacji finansowych, określa wcześniej Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB).

3.5. Skonsolidowana dyrektywa dopuszczeniowa (2001/34/WE)

Aktualnie dyrektywa 2001/34/WE o dopuszczeniu instrumentów finansowych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych oraz o informacjach upublicznianych w odniesieniu do tych instrumentów (skonsolidowana dyrektywa dopuszczeniowa) to jeden z niewielu fragmentów „starego” europejskiego reżimu dotyczącego rynku instrumentów finansowych, który nie został całkowicie uchylony na mocy aktów prawnych związanych z FSAP.

Pierwotnie, z chwilą jej wejścia w życie w 2001 r., dyrektywa ta konsolidowała szereg wcześniejszych dyrektyw dotyczących obowiązków informacyjnych, związanych z dopuszczeniem instrumentów finansowych do rynku oficjalnych notowań giełdowych. Aktualnie większość jej postanowień została uchylona i zastąpiona przez unormowania dyrektywy prospektowej oraz dyrektywy o przejrzystości, z wyjątkiem niewielu postanowień dotyczących dopuszczenia do rynku oficjalnych notowań giełdowych (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 55, przyp. 10).

Dopuszczenie do obrotu pozostaje kluczowe dla procesu pozyskiwania kapitału przez emitentów, gdyż zwiększa rynkową atrakcyjność

oferowanych instrumentów finansowych. Ta atrakcyjność wiąże się z faktem, że oferowane instrumenty finansowe staną się przedmiotem zorganizowanego obrotu, gwarantującego płynność handlu. Obniża to koszty pozyskiwania kapitału, gdyż inwestorzy nie domagają się dyskonta związanego z ryzykiem, że będą mieli trudności ze znalezieniem nabywcy na te instrumenty finansowe (ESME, Report on MiFID and the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing (2007), s. 12).

Reguły dotyczące dopuszczenia do obrotu są o tyle ważne dla procesu pozyskiwania kapitału, że pozwalają emitentom zasygnalizować swoją wiarygodność. Należy jednak zwrócić uwagę, że dyrektywa dopuszczeniowa powstawała w radykalnie odmiennych niż współczesne warunkach rynkowych. „Koncepcja *official listing* opierała się na założeniu, że tradycyjna giełda jest monopolistą w zakresie świadczonych usług i przy braku kontroli może nadużywać swojej pozycji, w szczególności nakładając dyskryminujące warunki dopuszczania do obrotu.” (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 67 i n.; por. także: G. Ferrarini, *The European regulation of stock exchanges: New perspectives*, CMLR 1999, s. 573).

Dyrektywa dopuszczeniowa nakładała więc szczegółowe, zharmonizowane wymogi w zakresie dopuszczania do obrotu na rynku urzędowym – w szczególności w odniesieniu do dokumentów informacyjnych (*listing particulars*), jak i dalszych podopuszczeniowych obowiązków informacyjnych emitentów. „System ten opierał się na założeniu, że integracja rynku kapitałowego osiągana jest poprzez równoległe dopuszczanie instrumentów finansowych do obrotu na różnych giełdach europejskich. Dyrektywa wprawdzie nie definiowała pojęcia rynku oficjalnych notowań, ale reżim ten miał obejmować ten segment rynku giełdowego, który oferuje inwestorom maksymalne gwarancje i do którego dostęp jest najtrudniejszy.” (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 68; por. także J. Macey, M. O’Hara, *The economics of stock exchange listing fees and listing requirements*, Journal of Financial Intermediation 2002, no. 11, s. 297 i n.).

System ten jednak stał się przestarzały dużo szybciej, niż ktokolwiek mógł się spodziewać. Współcześnie rynek platform obrotu instrumentami finansowymi został znacząco przekształcony na skutek między innymi procesu demutualizacji. Otóż w związku ze znacznymi potrzebami finansowymi co do infrastruktury informatycznej przestawały być one wyłącz-

ną „własnością” brokerów pośredniczących w handlu na tych giełdach, a coraz większą rolę w ich akcjonariacie zaczęli odgrywać inwestorzy finansowi – zaczęły one w coraz większym stopniu podlegać regułom konkurencji, a w szczególności „walki” o emitentów. Tym samym prawna harmonizacja warunków dopuszczania do obrotu na rynku urzędowym w celu ochrony emitentów stała się zbędna. Co więcej, powiązanie obowiązków informacyjnych spółek publicznych z dopuszczeniem do obrotu na rynku oficjalnych notowań stało się przestarzałe w związku z dynamicznym rozwojem rynków nieoficjalnych (nieurzędowych), które w ogóle pozostawały poza zakresem regulacji skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 69). Konieczne stało się więc oparcie systemu obowiązków informacyjnych spółek publicznych o zupełnie inne pojęcie niż rynek urzędowy (oficjalny). W efekcie – reformy wdrożone do regulacji rynków instrumentów finansowych przez MiFID oparły cały system obrotu instrumentami finansowymi, obowiązków informacyjnych czy ochrony inwestorów o pojęcie rynku regulowanego. Innymi słowy koncepcja rynku urzędowego (oficjalnego) została zastąpiona przez pojęcie rynku regulowanego, przy czym rynek regulowany skonstruowany został na podstawie zdecydowanie ogólniejszej zasady – giełdom i innym platformom obrotu instrumentami finansowymi pozostawiono znaczną swobodę wyboru w zakresie ustanawiania szczegółowych warunków dopuszczania i obrotu instrumentami finansowymi w różnych, prowadzonych segmentach obrotu (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 69; zob. także: G. Ferrarini, *Pan-European Securities Market: Policy Issues and Regulatory Responses* (2002), 3 EBOLR, s. 274).

Wprowadzenie koncepcji rynku regulowanego przez dyrektywę MiFID i oparcie systemu ochrony inwestorów o to pojęcie przez dyrektywę perspektywą oraz dyrektywę o przejrzystości nie spowodowało uchylenia całej skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej. Niektóre jej przepisy pozostają w mocy w odniesieniu do instrumentów finansowych, które zostały dopuszczone do rynku oficjalnych notowań, jeśli jakieś państwo członkowskie postanowiło utrzymać ten segment rynku (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 70).

Skonsolidowana dyrektywa dopuszczeniowa dotyczy więc tych państw członkowskich, które utrzymały system oficjalnych notowań giełdowych.

Została ona oparta na anachronicznym w epoce konkurencji pomiędzy platformami obrotu założeniu, zgodnie z którym dopuszczenie do zorganizowanego obrotu stanowi mechanizm chroniący inwestorów, dzięki poddaniu instrumentów finansowych swoistej kontroli jakości. Raport Europejskiej Grupy Ekspertów Rynku Kapitałowego zauważa jednak, że wymogi większości giełd prowadzących rynek regulowany są w istocie rzeczy surowsze niż te, które wynikają z dyrektywy dopuszczeniowej (ESME, Report on MiFID and the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing (2007), s. 7 i n.).

Zakres zastosowania skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej obejmuje instrumenty finansowe dopuszczone do rynku oficjalnych notowań giełdowych lub będące przedmiotem wniosku o dopuszczenie do takiego obrotu (art. 2 ust. 2 skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej). Dyrektywa jednak w żaden sposób nie definiuje, czym jest rynek oficjalnych notowań, ani czym jest giełda. Co więcej, z dyrektywy nie wynika też, czy państwa członkowskie mają obowiązek utrzymywania listy oficjalnych notowań giełdowych. Co do zasady dyrektywa ustanawia jedynie pewne minimalne standardy, a państwa członkowskie mogą ustanawiać surowsze regulacje pod warunkiem, że nie dyskryminują one niektórych emitentów (art. 8 ust. 1–3 oraz art. 12 skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej). Artykuł 5 skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej stanowi, że państwa członkowskie zapewniają, że instrumenty dopuszczane do rynku oficjalnych notowań giełdowych oraz ich emitenci spełniać będą kryteria określone w tej dyrektywie. Dla akcji wymogi te określono w art. 42–51, a dla instrumentów dłużnych w art. 62–63. Dotyczą one takich cech, jak np. pewna minimalna kapitalizacja tych instrumentów, minimalna historia działalności operacyjnej emitenta, swobodna zbywalność tych instrumentów oraz ich minimalne rozproszenie (*free float*) pośród inwestorów. Zgodnie z art. 11 skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej nadzór nad rynkiem oficjalnych notowań giełdowych sprawowany jest przez kompetentny organ (*competent authority*). Oznacza to, że nie musi to być organ władzy publicznej, może to być po prostu sama giełda, pod warunkiem że powinna mieć takie kompetencje, które pozwalają jej realizować przedmiotowe obowiązki (art. 105 ust. 2 skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej). Istotne natomiast jest to,

aby decyzje właściwej władzy w przedmiocie odmowy dopuszczenia do obrotu, względnie wykluczenia z obrotu, mogły być zaskarżone do sądu (art. 19 skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej).

Dyrektywa w żadnym wypadku nie zakłada wzajemnego uznawania decyzji o dopuszczeniu do obrotu przez właściwe władze różnych państw członkowskich, a jedynie pewien zakres komunikacji między nimi w celu przyspieszenia procedury (art. 13 ust. 1 skonsolidowanej dyrektywy dopuszczeniowej). Oznacza to, że w przypadku wprowadzania instrumentów finansowych na rynek oficjalnych notowań giełdowych kilku państw członkowskich, emitent musi uzyskać decyzję o dopuszczeniu w każdym z nich.

4. Europejskie regulacje dotyczące nadużyć na rynku

Uchwalenie dyrektywy o nadużyciach należało do podstawowych postulatów FSAP. Uchwalono ją 23 stycznia 2003 r., a jej termin implementacji do prawa państw członkowskich upływał 12 października 2004 r. Dyrektywa o nadużyciach stanowi zdecydowane ulepszenie europejskich regulacji dotyczących nadużyć na rynku. Jeśli zestawić ją z obowiązującą wcześniej dyrektywą o *insider-dealing* z 1989 r. (dyrektywa 89/592/EWG), wprowadza ona zdecydowanie bardziej wyrafinowane regulacje dotyczące zapobieganiu zjawisku wykorzystywania informacji poufnych przez osoby mające do nich dostęp (*insider trading*), ale ponadto ustanawia zupełnie nową płaszczyznę regulacyjną w postaci przepisów zakazujących manipulacji rynkowych.

Konstrukcyjnie regulacje dyrektywy o nadużyciach zostały oparte o założenie, że nadużyciami na rynku kapitałowym (*market abuse*) są zarówno manipulacja kursowa (*market manipulation*), jak i wykorzystywanie informacji poufnych (*insider dealing*) (zd. 1 wers 12 preambuły do dyrektywy o nadużyciach). Zakaz obu tych praktyk ma identyczne uzasadnienie – zapewnienie integralności wspólnotowych rynków finansowych oraz wzmocnienie zaufania inwestorów do tych rynków (zd. 1 wers 12 preambuły do dyrektywy o nadużyciach). Dodatkowo nadużycia te deformują funkcjonowanie mechanizmu cenowego rynku kapitałowego,

gdyż „uniemożliwiają pełną oraz należytą przejrzystość rynku, która jest warunkiem handlu dla wszystkich uczestników zintegrowanych rynków finansowych” (wers 15 preambuły do dyrektywy o nadużyciach).

Dyrektywa o nadużyciach ustanawia jedynie minimalne standardy, a państwa członkowskie mogą ustanawiać bardziej restrykcyjne unormowania dotyczące dostępu i wykorzystywania cenotwórczych informacji oraz określonych praktyk rynkowych, które mogą być traktowane jako manipulacja kursowa. Dlatego też np. ustawodawca brytyjski w sekcji 118 Financial Services and Markets Act przewiduje nieco surowszy reżim dotyczący zapobieganiu nadużyciom na rynku kapitałowym niż przewiduje dyrektywa o nadużyciach (N. Moloney, *EC Securities...*, s. 916).

Ogólne unormowania dyrektywy o nadużyciach zostały przez Komisję rozwinięte o szereg aktów wykonawczych na tzw. poziomie drugim: dyrektywą poświęconą definicjom oraz obowiązkom informacyjnym z 2003 r. (dyrektywa 2003/124/EC (2003) OJ L 339/70), dyrektywą o rekomendacjach inwestycyjnych z 2003 r. (dyrektywa 2003/125/EC (2003) OJ L 339/73), rozporządzeniem na temat nabywania akcji własnych oraz programów stabilizacji kursowych z 2003 r. (rozporządzenie (EC) No. 2273/2003 (2003) OJ L 336/33), dyrektywą na temat akceptowalnych praktyk rynkowych (dyrektywa 2004/72/EC (2004) OJ L 162/70). Jednocześnie CESR wydał rozległe rekomendacje w ramach tzw. poziomu trzeciego w postaci rekomendacji z maja 2005 r. (CESR/04-505b), poświęconej między innymi manipulacjom rynkowym, oraz określaniu, które zachowania mogą zostać zaliczone do tzw. akceptowalnych praktyk rynkowych na poziomie pierwszym oraz drugim, a także rekomendacji z lipca 2007 r. (CESR/ 06–562b), dotyczącej między innymi definicji informacji poufnej oraz uzasadnionym przypadkom opóźnienia upublicznienia informacji poufnej.

Zakres zastosowania dyrektywy o nadużyciach obejmuje instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym przynajmniej na terenie jednego z państw członkowskich, względnie będące przedmiotem wniosku o dopuszczenie do obrotu na takim rynku niezależnie od tego, czy przedmiotowa transakcja rzeczywiście miała miejsce na tym rynku (art. 9 wers 1 dyrektywy o nadużyciach). Określone przez dyrektywę ograniczenia dotyczące *insider-trading* znajdują zastosowanie

także do instrumentów pochodnych, które same nie zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ale których wartość zależy od takich instrumentów (art. 9 wers 2 i 3 dyrektywy o nadużyciach). Mając na uwadze często transgraniczny charakter obrotu instrumentami finansowymi na rynku regulowanym, każde państwo członkowskie zobowiązane jest stosować regulacje dyrektywy o nadużyciach zarówno do zachowań, które zaszły na jego terytorium lub zagranicą w odniesieniu do instrumentów notowanych lub będących przedmiotem wniosku o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, funkcjonującym na jego terytorium (art. 10 lit. a) dyrektywy o nadużyciach), jak i zachowań, do których doszło na jego terytorium w odniesieniu do instrumentów finansowych, będących przedmiotem obrotu lub wniosku o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym na terytorium innego państwa członkowskiego (art. 10 lit. b) dyrektywy o nadużyciach).

Zakres zastosowania dyrektywy o nadużyciach ograniczony został także za pomocą dwóch szczególnych wyłączeń. Otóż art. 7 przesądza, że dyrektywa o nadużyciach nie znajduje zastosowania do transakcji będących realizacją polityki monetarnej, kursowej lub zarządzania długiem publicznym przez państwa członkowskie, Europejski System Banków Centralnych, narodowy bank centralny lub inny podmiot działający na ich rzecz. Państwa członkowskie mogą rozszerzyć zastosowanie tego przepisu także na „zarządzanie długiem” władz lokalnych (art. 7 zd. 2 dyrektywy o nadużyciach). Wreszcie art. 8 przewiduje, że przepisów dyrektywy o nadużyciach nie stosuje się do programów nabywania akcji własnych względnie stabilizacji instrumentów finansowych przy założeniu, że taki handel prowadzony jest zgodnie ze szczególnymi regułami przewidzianymi w aktach wykonawczych w stosunku do dyrektywy o nadużyciach.

Podstawowymi elementami dyrektywy o nadużyciach są: po pierwsze, zakaz wykorzystywania informacji poufnych (*inside information*) między innymi poprzez nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych, których one dotyczą. Rozszerzony jest on o zakaz ujawniania informacji poufnych oraz zakaz podżegania innych osób do dokonywania transakcji na podstawie informacji poufnych (art. 2–4 dyrektywy o nadużyciach). Po drugie, obowiązek niezwłocznego upubliczniania przez emitentów

informacji poufnych bezpośrednio ich dotyczących (art. 6 dyrektywy o nadużyciach), jako instrument zarówno zapobiegania *insider trading*, jak również element obowiązków informacyjnych spółek publicznych, sprzyjający należytemu funkcjonowaniu mechanizmów cenowych rynku kapitałowego. Po trzecie wreszcie, zakaz manipulacji instrumentami finansowymi (art. 5 dyrektywy o nadużyciach).

5. Europejskie regulacje dotyczące ofert przejęcia spółek

5.1. Wprowadzenie. Rys historyczny

Problematyka ofert przejęcia spółek została uregulowana w dyrektywie 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (tzw. trzynasta dyrektywa europejskiego prawa spółek). Dyrektywa harmonizuje prawa wewnętrzne państw członkowskich w zakresie problematyki przejmowania spółki publicznej. Wyrażonym w preambule celem dyrektywy jest stworzenie efektywnego rynku kontroli nad spółkami poprzez harmonizację prawa krajowego obowiązującego przy przejmowaniu spółek w obrębie Wspólnoty oraz ochrona interesów akcjonariuszy przejmowanych spółek. Stworzenie jednolitych europejskich regulacji zapobiegać ma zniekształcaniu wzorców restrukturyzacji spółek we Wspólnocie przez arbitralne różnice w zasadach kierowania i zarządzania. Przyczynić ma się to do wzrostu konkurencyjności w Europie. W miejsce zróżnicowanych przepisów, obowiązujących w różnych państwach członkowskich, dyrektywa wprowadza jednolitą regulację przede wszystkim w zakresie obowiązków zarządu spółki, będącej przedmiotem oferty przejęcia, ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, właściwego organu nadzoru i obowiązków oferenta.

Dyrektywa z 21 kwietnia 2004 r. nie jest pierwszą próbą uregulowania kwestii przejmowania spółek publicznych w prawie europejskim. W dramatycznym głosowaniu, które odbyło się 4 lipca 2001 r., Parlament Europejski stosunkiem 273 głosów „za” do 273 głosów „przeciw” odrzucił pierwszy projekt dyrektywy w sprawie ofert przejęcia. Głównym powodem takiego rezultatu głosowania była obawa większości euro-

deputowanych, że dyrektywa doprowadzi do nadmiernej liberalizacji rynków kapitałowych i zwiększy częstotliwość przejęć, w tym przejęć spółek uznawanych z różnych powodów za szczególnie ważne dla państw. W komunikacie wydanym po tym głosowaniu Komisarz ds. Rynku Wewnętrznego, Frits Bolkenstein, stwierdził, że swoją decyzją Parlament zmarnował dwanaście lat pracy i stanowi ona znaczący cios dla realizacji celów zaplanowanych w Strategii Lizbońskiej – stworzenia do 2005 r. zintegrowanego europejskiego rynku kapitałowego i uczynienia Europy najbardziej konkurencyjną gospodarką świata do 2010 r. Już w dwa miesiące po głosowaniu Komisja Europejska powołała Grupę Ekspertów pod kierunkiem Jaapa Wintera. Celem prac grupy miało być przygotowanie sprawozdania, będącego punktem wyjścia do prac nad nowym projektem dyrektywy. Sprawozdanie ukazało się 10 stycznia 2002 r. Do najważniejszych zaleceń sformułowanych przez ekspertów należało: po pierwsze – w sytuacji objęcia przez spółkę przejmującą powyżej 75% lub więcej kapitału zakładowego, dającego prawo głosu, przyznanie tej spółce prawa do zmiany statutu i obsady zarządu spółki i bezskuteczność postanowień statutowych lub innych utrudniających lub uniemożliwiających wykonanie takiego prawa (zasada przełamania – *breakthrough rule*); po drugie – gdy spółka przejmująca przejmie kontrolę nad spółką przejmowaną, cena oferowana w ramach obowiązkowej oferty nabycia pozostałych akcji (*mandatory bid*) powinna odpowiadać najwyższej cenie płaconej przez spółkę przejmującą w okresie od 6 do 12 miesięcy przed nabyciem kontroli; po trzecie – w sytuacji objęcia przez spółkę przejmującą powyżej 90–95% kapitału zakładowego, dającego prawo głosu, spółka ta powinna uzyskać prawo przymusowego wykupu akcji należących do pozostałych akcjonariuszy (*squeeze-out*), a ci z kolei powinni uzyskać prawo żądania wykupu należących do nich akcji (*sell-out*).

Pierwsze ze wspomnianych zaleceń wzbudziło największe emocje w państwach członkowskich dopuszczających akcje wielogłosowe, takich jak Szwecja, Dania, Finlandia i Francja. Również Niemcy obawiały się, że zalecenie to doprowadzi do utraty przez nie kontroli nad największym producentem samochodów w Europie – firmą Volkswagen, chronioną przed przejęciem regulacją, łączącą ograniczenie wykonywania głosów z akcją z utrudnieniem zmian statutu przez wymóg większości wynoszącej

80% głosów. Rząd szwedzki wskazywał, że decyzja o zawieszeniu szczególnych uprawnień akcjonariuszy stanowiłaby formę wyłączenia, naruszającą prawa podstawowe. 2 października 2002 r. – nieco ponad rok po odrzuceniu pierwszego projektu dyrektywy – Komisja Europejska zgłosiła nowy projekt dyrektywy w sprawie ofert przejęcia. Projekt uwzględniał wspomniane wyżej zastrzeżenia państw członkowskich dotyczące akcji wielogłosowych. Komisja uzasadniała brak zdecydowanego zakazu obejmowania takich akcji, wskazując, że postanowienie takie wpływałoby na problematykę prawa własności w państwach członkowskich (co byłoby niezgodne z art. 295 TWE) i w niektórych z nich wymagałoby zmiany konstytucji. Parlament Europejski, rozpatrując projekt, krytycznie odniósł się do zaproponowanego w projekcie dyrektywy rozwiązania problemu akcji wielogłosowych. Klaus-Heiner Lehne, sprawozdawca projektu w Parlamencie, polemizował ze stanowiskiem Komisji, wskazując, że problem ochrony prawa własności można by rozwiązać poprzez system odszkodowań. Wskazywał on, że dopóki w niektórych państwach członkowskich dopuszczalne są akcje wielogłosowe, a w niektórych nie – dopóty nie osiągnie się prawdziwie równych warunków dla przejęć spółek (*level-playing field for takeovers*) w Europie. Również w Radzie toczyła się bardzo zdecydowana dyskusja dotycząca poszczególnych rozwiązań dyrektywy. Początkowo Niemcy budowały koalicję, zmierzającą do wprowadzenia zakazu akcji wielogłosowych, pozyskując między innymi Wielką Brytanię. Następnie jednak Niemcy zmieniły stanowisko, a prezydencja grecka, formułując różne propozycje, próbowała doprowadzić państwa członkowskie zasiadające w Radzie do satysfakcjonującego kompromisu. Ostatecznie pod przewodnictwem włoskiej prezydencji osiągnięto kompromis, polegający na wprowadzeniu możliwości zastrzeżenia niestosowania najbardziej spornych zapisów przez państwa członkowskie (*opt-out*) i ewentualnego dobrowolnego poddania się im przez same spółki (*opt-in*). W ostatniej chwili Szwecja doprowadziła do włączenia do dyrektywy klauzuli przeglądu. Zgodnie z jej treścią, pięć lat po upływie terminu implementacji dyrektywy, Komisja dokona przeglądu funkcjonowania jej postanowień i ewentualnie proponuje zmiany. Państwa członkowskie podjęły więc decyzję o niewprowadzaniu w prawie Unii Europejskiej zakazu utrzymywania akcji wielogłosowych. Dyrektywa została przyjęta

przez Radę i Parlament Europejski 21 kwietnia 2004 r. Warto podkreślić, że wspomniany F. Bolkenstein – oceniając wypracowany przez Włochów kompromis – uznał, że uchwalona dyrektywa „nie jest warta papieru, na którym została napisana” (por. M. Mataczyński, *Swoboda...*, s. 256–260).

5.2. Najważniejsze postanowienia dyrektywy

Trzynasta dyrektywa harmonizuje przepisy wewnętrzne państw członkowskich wraz z kodeksami praktyk i przepisami ustanowionymi przez organizacje oficjalnie upoważnione do regulowania rynków, odnoszące się do ofert przejęcia dotyczących papierów wartościowych spółek podlegających prawom państw członkowskich, w sytuacji gdy wszystkie lub niektóre z tych papierów wartościowych są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w rozumieniu dyrektywy Rady 93/22/EWG z 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych w jednym lub więcej państw członkowskich (art. 1 ust. 1). Artykuł 1 stanowi jednostronną normę kolizyjną wyznaczającą zakres zastosowania dyrektywy. Przedmiotem regulacji są jak widać spółki podlegające prawom państw członkowskich i notowane w nich na giełdach. Dyrektywa nie ma zastosowania do ofert przejęcia dotyczących papierów wartościowych wyemitowanych przez fundusze inwestycyjne oraz banki centralne państw członkowskich. Jak trafnie wskazano w literaturze na tle poprzedniego stanu prawnego, miało to znikome znaczenie w świetle prawa polskiego, zgodnie z którym akcje spółek akcyjnych – towarzystw funduszy inwestycyjnych, mogły być wyłącznie imienne (art. 38 ustawy z 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych). Obecnie akcje towarzystwa mogą być wyłącznie imienne, chyba że są zdematerializowane (art. 53 ustawy z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych). Jeśli zaś chodzi o Narodowy Bank Polski, to nie jest on w ogóle spółką akcyjną (K. Oplustil, M. Bobrzyński, *Europejskie prawo przejęć...*, s. 49).

W świetle definicji zawartej w art. 2 dyrektywy ofertą przejęcia lub ofertą jest oferta publiczna (inna niż dokonywana przez samą spółkę będącą przedmiotem oferty), złożona posiadaczom papierów wartościowych spółki w celu nabycia wszystkich lub niektórych z tych papierów

wartościowych, czy to z mocy prawa, czy dobrowolnie, która następuje po lub ma na celu przejęcie kontroli nad spółką, będącą przedmiotem oferty, zgodnie z prawem krajowym.

Dyrektywa wprowadza trzy najistotniejsze rozwiązania: po pierwsze, obowiązek ogłoszenia przez nabywcę akcji obowiązkowej oferty na nabycie wszystkich pozostałych akcji spółki, w sytuacji nabycia akcji w liczbie pozwalającej na przejęcie kontroli nad spółką (*mandatory bid, Pflichtangebot, les offres publiques obligatoires*); po drugie, nakłada na zarząd spółki będącej przedmiotem przejęcia obowiązek uzyskania zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy przed podjęciem jakiegokolwiek działania, innego niż poszukiwanie ofert alternatywnych, które mogłoby skutkować udaremnieniem oferty (*neutrality rule, Neutralitätspflicht*); i wreszcie po trzecie, wprowadza zasadę zniesienia przeszkód dla przejęcia kontroli nad spółką, zwaną też zasadą przełamania (*break-through rule, Durchbruchsregel*).

Instytucja oferty obowiązkowej uregulowana została w art. 5 ust. 1 dyrektywy. Jest ona wprowadzona w interesie akcjonariuszy mniejszościowych, którzy w związku z przejęciem przez inny podmiot kontroli nad spółką chcą zrezygnować z dalszego w niej udziału. Zgodnie z treścią tego przepisu, w sytuacji gdy osoba fizyczna lub prawna w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu posiada papiery wartościowe spółki publicznej, które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu, dają jej bezpośrednio lub pośrednio kontrolę nad tą spółką – podmiot taki zobowiązany jest do złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki. Taka oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe w godziwej cenie. Udział w ogólnej liczbie głosów, jaki daje kontrolę nad spółką i sposób jego obliczania pozostawiono, zgodnie z treścią art. 5 ust. 3, ustaleniu przez przepisy państwa członkowskiego, w którym spółka ma swoją siedzibę statutową. W większości państw europejskich obowiązuje próg 30% (np. w Niemczech, Holandii, Włoszech, Finlandii, Austrii), natomiast we Francji, Grecji i Portugalii próg ten wynosi 33,3%.

Godziwą ceną (*equitable price*) w świetle art. 5 ust. 4 dyrektywy jest najwyższa cena, zapłacona przez oferenta lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, za te same papiery wartościowe w okresie, który ma być ustalony przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż 6 i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty. Należy zwrócić uwagę, że godziwa cena w świetle regulacji art. 5 ust. 4 dyrektywy jest – jako najwyższa cena zapłacona przez oferenta – ceną obejmującą premię za kontrolę (*control premium*). Dzięki takiemu kształtowi omawianego przepisu, akcjonariusze mniejszościowi, pragnący sprzedać swoje akcje, mogą uczynić to po cenie, po jakiej podmiot przejmujący kontrolę nabywał kontrolny udział w spółce. W literaturze wskazuje się, że regulacja ta zapobiega absorpcji całej premii za kontrolę przez dotychczasowego akcjonariusza kontrolującego spółkę i przyczynia się do rozłożenia korzyści pomiędzy wszystkich akcjonariuszy.

Zasada neutralności władz spółki wyrażona jest w art. 9 dyrektywy. Rozstrzyga ona jedną z najbardziej istotnych kwestii, przed którą musiał stanąć prawodawca unijny, uchwalając dyrektywę regulującą przejęcie spółki publicznej. Jest nią sytuacja zarządu spółki będącej celem przejęcia. W procesie przejmowania spółki publicznej zarząd spółki-celu odgrywa bowiem kluczową rolę. Ze względu na to, że w scenariuszu tzw. wrogiego przejęcia spółki oferta przejęcia składana jest akcjonariuszom wbrew woli zarządu, a jej powodzenie oznacza zakończenie misji dotychczasowego zarządu i powołanie nowego zarządu przez podmiot przejmujący, dotychczasowy zarząd często przyjmuje różnego rodzaju środki obronne (*defensive measures*), mające na celu zapobieżenie przejęciu. Zasada neutralności władz spółki zapobiegać ma udaremnianiu przez zagrożone utratą swoich stanowisk dotychczasowe władze spółki przejęcia spółki, które byłoby w interesie jej akcjonariuszy (np. poprzez wprowadzenie lepszego zarządzania czy wykorzystanie synergii z podmiotem przejmującym). Zgodnie z treścią art. 9 ust. 2 od momentu, gdy zarząd spółki będącej przedmiotem oferty otrzyma informację o złożeniu oferty, i aż do momentu, gdy wynik oferty zostanie podany do wiadomości publicznej lub oferta wygaśnie, zarząd spółki będącej przedmiotem oferty uzyskuje zgodę walnego zgromadzenia akcjonariuszy przed podjęciem jakiegokolwiek działania, innego niż poszukiwanie ofert alternatywnych,

które mogłoby skutkować udaremnieniem oferty, w szczególności przed wyemitowaniem jakichkolwiek akcji, które mogłyby stanowić trwałą przeszkodę dla uzyskania przez oferenta kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty. Przepis ten zakazuje zarządowi spółki będącej przedmiotem oferty podejmowania, bez zgody akcjonariuszy, środków obronnych, które mogłyby udaremnić przejęcie kontroli nad spółką.

Zasada przełamania została wyrażona w artykule 11 dyrektywy. Zgodnie z ust. 3 tego przepisu ograniczenia odnośnie do wykonywania prawa głosu, przewidziane w statucie spółki będącej przedmiotem oferty, nie mają zastosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, które podejmuje decyzję o jakichkolwiek środkach obronnych zgodnie z art. 9. Ograniczenia odnośnie do wykonywania prawa głosu przewidziane w umowach zawartych między spółką będącą przedmiotem oferty i posiadaczami papierów wartościowych lub między posiadaczami papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty, a które weszły w życie po przyjęciu dyrektywy, nie mają zastosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, które podejmuje decyzję o jakichkolwiek środkach obronnych zgodnie z art. 9. Papiery wartościowe uprzywilejowane co do głosu uprawnniają wyłącznie do jednego głosu każdy, na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, które podejmuje decyzję o jakichkolwiek środkach obronnych zgodnie z art. 9.

Przepis art. 11 ust. 4 wysławia istotę zasady przełamania, przyznając oferentowi posiadającemu 75% lub więcej kapitału zakładowego dającego prawo głosu, pełną możliwość kształtowania sytuacji spółki w myśl zasady „jedna akcja równa się jeden głos” (*one share, one vote*). Zgodnie z jego treścią, jeśli w następstwie oferty oferent posiada 75% lub więcej kapitału zakładowego dającego prawo głosu, żadne ograniczenia odnośnie do przenoszenia papierów wartościowych lub wykonywania prawa głosu, o których mowa w ust. 2 i 3, ani jakiekolwiek nadzwyczajne uprawnienia akcjonariuszy, dotyczące mianowania lub odwoływania członków zarządu, przewidziane w umowie spółki będącej przedmiotem oferty, nie mają zastosowania, na pierwszym walnym zgromadzeniu akcjonariuszy następującym po zamknięciu oferty, zwołanym przez oferenta w celu zmiany statutu spółki lub odwołania lub mianowania członków zarządu. Papiery wartościowe uprzywilejowane co do głosu uprawnniają tylko do jednego

głosu każdy. W tym celu oferent ma prawo zwołać walne zgromadzenie akcjonariuszy w trybie przyspieszonym, pod warunkiem, że zgromadzenie nie odbędzie się wcześniej niż po upływie dwóch tygodni od jego zwołania.

Motywnym takiego rozwiązania jest przekonanie, że oferent posiadający ponad 3/4 kapitału zakładowego dającego prawo głosu – a więc ponoszący nieproporcjonalnie większe ryzyko gospodarcze niż inni akcjonariusze – nie powinien być w żaden sposób ograniczany poprzez postanowienia statutowe lub umowne. W szczególności taki oferent nie powinien napotykać na żadne trudności w realizacji podstawowych uprawnień akcjonariusza sprawującego kontrolę nad spółką, tj. powołania zarządu spółki i zmiany statutu spółki. Sytuacja, w której – przy założeniu, że w spółce jest samodzielny akcjonariusz posiadający co najmniej 3/4 głosów – akcjonariusze mniejszościowi dysponujący poniżej 1/4 głosów w spółce kontrolują zarząd i są w stanie skutecznie zapobiec zmianie statutu, nie ma nic wspólnego ze „stworzeniem efektywnego rynku kontroli nad spółkami” w rozumieniu preambuły dyrektywy.

Przyczyną tak niskiej oceny dyrektywy przez F. Bolkensteina nie były wskazane wyżej regulacje, które co do zasady wdrażały założenia sformułowane przez Grupę Ekspertów pod kierunkiem J. Wintera, lecz przewidziane odstępstwa od bezwzględnego ich obowiązywania. Zostały one zawarte w art. 11 ust. 7 i art. 12 dyrektywy. Pierwszy z tych przepisów stanowi, że zasada przełamania nie ma zastosowania w przypadku, gdy państwa członkowskie posiadają papiery wartościowe spółki będącej przedmiotem oferty, przyznające im specjalne uprawnienia, które są zgodne z Traktatem, ani w przypadku specjalnych uprawnień przewidzianych w prawie krajowym, które są zgodne z Traktatem, ani też do spółdzielni. Przepis ten wyłącza całkowicie zastosowanie zasady przełamania w stosunku do przywilejów (*special rights*) państwa jako akcjonariusza, jeśli są one zgodne z Traktatem. Dotyczy to zarówno przywilejów ustanowionych na podstawie statutu, jak i przepisów powszechnie obowiązujących prawa wewnętrznego. Ocena co do zgodności z Traktatem dotyczy w szczególności zgodności z wyrażoną w art. 56 Traktatu swobodą przepływu kapitału i тезami z orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości, sformułowanymi na podstawie tego przepisu. Konsekwencje takiego wyłączenia są bardzo daleko idące. Należy bowiem pamiętać, że to z papierami wartościowymi

należącymi do państw członkowskich związane jest gros przywilejów. Prawodawca unijny podjął decyzję, że na tym etapie procesu harmonizacji prawa i tworzenia rynku kontroli nad spółkami przywileje państw należy pozostawić poza tym procesem (por. M. Mataczyński, *Swoboda...*, s. 293–294).

Drugi ze wskazanych przepisów – art. 12 ust. 1 dyrektywy – stanowi, że państwa członkowskie mogą zastrzec sobie prawo, aby nie żądać (*opt-out*) od spółek objętych zakresem dyrektywy i które mają swoją siedzibę statutową na ich terytorium stosowania art. 9 ust. 2–3 (zasada neutralności władz spółki) i/lub art. 11 (zasada przełamania). W takiej sytuacji spółkom tym przysługuje odwoływalna możliwość stosowania tych przepisów (*opt-in*). Decyzja spółki podejmowana jest przez walne zgromadzenie akcjonariuszy zgodnie z prawem państwa członkowskiego, w którym spółka ma swoją statutową siedzibę, oraz zgodnie z przepisami dotyczącymi zmiany statutu spółki. Decyzja przekazywana jest organowi nadzoru państwa członkowskiego, w którym spółka ma swoją statutową siedzibę oraz wszystkim organom nadzoru państw członkowskich, w których papiery wartościowe tej spółki są dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych lub gdzie złożono wnioski o takie dopuszczenie. Należy zwrócić uwagę, że podjęcie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy decyzji o stosowaniu tych przepisów (*opt-in*) wymagałoby zgody wszystkich tych akcjonariuszy, których prawa zostaną w rezultacie takiego głosowania, w przypadku oferty przejęcia, ograniczone (w terminie odpowiadania na ofertę). Z przepisów dyrektywy nie wynika bowiem, że już w czasie głosowania nad przyjęciem stosowania art. 9 i 11 dochodzi do zawieszenia różnego rodzaju szczególnych uprawnień głosowych (a więc, by obowiązywała zasada przełamania). Wydaje się więc wątpliwe, żeby do przyjęcia uchwały *opt-in* doszło w spółkach, w których akcjonariusze, posiadający szczególne przywileje głosowe, posiadają większość głosów na walnym zgromadzeniu lub nawet mniejszość zdolną do zapobieżenia zmianie statutu. Artykuł 12 ust. 2 przewiduje bowiem, że decyzja spółki podejmowana jest przez walne zgromadzenie akcjonariuszy zgodnie z prawem państwa członkowskiego, w którym spółka ma swoją statutową siedzibę, oraz zgodnie z przepisami dotyczącymi zmiany statutu spółki. W praktyce uprzywilejowanym akcjonariuszom przysługuje prawo weta

w stosunku do uchwały o zniesieniu ich przywilejów w sytuacji oferty przejęcia spółki. Pamiętając, że część z tych przywilejów została przyznana właśnie w celu zapobieżenia wrogiemu przyjęciu spółki, trudno wyobrazić sobie sytuację, w której akcjonariusze ci głosują za przyjęciem takiej uchwały. W przypadku akcjonariuszy będących spółkami handlowymi, działania ich organów zmierzające do przyjęcia takiej uchwały mogłyby w pewnym kontekście sytuacyjnym wręcz wypełniać znamiona działania na szkodę spółki (por. M. Mataczyński, *Swoboda...*, s. 295–299).

Oprócz omówionych wyżej trzech najważniejszych instytucji trzynasta dyrektywa wprowadza też szereg uregulowań szczegółowych, lecz o dużym znaczeniu dla prawa rynku kapitałowego. Reguluje ona między innymi zagadnienia kolizyjnoprawne prawa rynku kapitałowego (art. 4), dodatkowe obowiązki informacyjne spółek (art. 10) oraz uprawnienie akcjonariuszy mniejszościowych do sprzedaży ich akcji, czyli tzw. *sell-out* (art. 16).

5.3. Podsumowanie

Omówione regulacje dowodzą, że cele deklarowane w preambule trzynastej dyrektywy musiały przy jej uchwaleniu ustąpić dążeniu państw członkowskich do zachowania kontroli nad procesem przejęć. Przyjęcie zasady neutralności władz spółki i zasady przełamania uzależniono faktyczne od decyzji państw, podejmowanej w chwili implementacji. Większość z nich skorzystała z możliwości wyłączenia zastosowania art. 9 ust. 2–3 oraz art. 11 w jego podstawowej wersji. Spotkało się to z bardzo krytyczną reakcją niektórych komentatorów, podważających sens dokonywania takiej opcjonalnej harmonizacji. Z drugiej strony wskazywano, że jedynie przyjęcie opcjonalnej regulacji pozwoliło na kompromis między Radą a Parlamentem Europejskim i w ogóle umożliwiło uchwalenie dyrektywy.

USTAWA

z dnia 29 lipca 2005 r.

o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹

(tekst jedn.: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439)

¹ Niniejsza ustawa dokonuje w zakresie swojej regulacji wdrożenia następujących dyrektyw: 1) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/34/WE z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. WE L 184 z 06.07.2001, Dz. Urz. WE L 96 z 12.04.2003, Dz. Urz. WE L 345 z 31.12.2003 oraz Dz. Urz. WE L 390 z 31.12.2004); 2) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz. Urz. WE L 96 z 12.04.2003); 3) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. WE L 345 z 31.12.2003); 4) dyrektywy Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (Dz. Urz. WE L 339 z 24.12.2003).

Dane dotyczące ogłoszenia aktów prawa Unii Europejskiej, zamieszczone w niniejszej ustawie – z dniem uzyskania przez Rzeczpospolitą Polską członkostwa w Unii Europejskiej – dotyczą ogłoszenia tych aktów w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej – wydanie specjalne.

Rozdział 1

Przepisy ogólne

Art. 1. [Zakres zastosowania]

Ustawa reguluje:

- 1) zasady i warunki dokonywania oferty publicznej papierów wartościowych, prowadzenia subskrypcji lub sprzedaży tych papierów wartościowych oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym;**
- 2) obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi;**
- 3) skutki uzyskania statusu spółki publicznej oraz szczególne prawa i obowiązki związane z posiadaniem i obrotem akcjami takich spółek.**

1. Komentowany przepis określa zakres zastosowania unormowań ustawy o ofercie publicznej. Przepis ten został nieznacznie znowelizowany ustawą z 4 września 2008 r. w zakresie punktu pierwszego, który w aktualnym brzemieniu dodatkowo stanowi, że ustawa reguluje także zasady i warunki prowadzenia subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych.

2. Ustawa o ofercie publicznej dokonuje w zakresie swojej regulacji wdrożenia następujących dyrektyw:

- a) dyrektywy prospektowej,
- b) dyrektywy 2004/25/WE,
- c) dyrektywy o przejrzystości,
- d) dyrektywy Komisji 2007/14/WE z 8 marca 2007 r. ustanawiającej szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym (Dz. Urz. UE L 69 z 9.03.2007, s. 27),
- e) dyrektywy o nadużyciach.

3. Zasadniczo ustawa o ofercie publicznej reguluje następujące sfery zagadnień: po pierwsze, przeprowadzanie subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych w trybie oferty publicznej (na temat pojęcia oferty publicznej zob. niżej art. 3); po drugie, przesłanki ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie instrumentów finansowych, w tym papierów wartościowych, do obrotu na rynku regulowanym (na temat pojęcia rynku regulowanego zob. niżej art. 3); po trzecie, niektóre obowiązki emitentów lub innych uczestników obrotu instrumentami finansowymi; po czwarte, szczególne prawa i obowiązki spółek publicznych (na temat pojęcia spółki publicznej zob. art. 3); po piąte wreszcie, szczególne prawa i obowiązki akcjonariuszy oraz zbywców i nabywców akcji spółek publicznych.

4. Kwestią wartą podkreślenia jest to, że wymienione wyżej grupy zagadnień nie zostały bynajmniej uregulowane przez ustawę o ofercie publicznej w sposób samodzielny i wyczerpujący. Tytułem przykładu: problematyka subskrypcji akcji uregulowana została także przez odpowiednie przepisy k.s.h. (art. 431–439 k.s.h.). Podobnie prawa i obowiązki uczestników obrotu instrumentami finansowymi unormowane zostały także na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Art. 2. [Ograniczenia stosowania]

Przepisów ustawy nie stosuje się do:

- 1) weksli i czeków w rozumieniu przepisów prawa wekslowego i czekowego;
- 2) bankowych papierów wartościowych w rozumieniu ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz. U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665, z późn. zm.) oraz innych papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, stanowiących potwierdzenie przyjęcia środków pieniężnych do depozytu i objętych systemem gwarantowania depozytów, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się przez instytucję kredytową, które nie są podporządkowane, zamienne lub wymienne, nie inkorporują prawa do subskrybowania lub nabycia innego rodzaju papierów wartościowych oraz nie stanowią podstawy dla papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. b ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instru-

- mentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538, z późn. zm.), zwanej dalej „ustawą o obrocie instrumentami finansowymi”;**
- 3) papierów wartościowych będących instrumentami rynku pieniężnego w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.**

1. Przepis określa zakres instrumentów finansowych, w stosunku do których nie stosuje się przepisów ustawy o ofercie publicznej. Został on nieznacznie znowelizowany ustawą z 4 września 2008 r. w zakresie pkt 3, z którego usunięto dodatkowe postanowienie, zgodnie z którym dotyczył on instrumentów finansowych o terminie realizacji praw nie dłuższym niż rok. Postanowienie to było zbędne, gdyż cecha ta należy do samej definicji instrumentów rynku pieniężnego, zawartej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi.

2. Artykuł 2 pkt 3 komentowanej ustawy wyłącza spod zakresu jej zastosowania instrumenty rynku pieniężnego. Wyłączenie to jest zgodne z art. 2 ust. 1 lit. a) dyrektywy prospektowej, która z pojęcia instrumentów finansowych (*securities*) wyłącza instrumenty rynku pieniężnego zdefiniowane przez art. 1 (5) dyrektywy 93/22/EWG (10.05.1993 on investment services in the securities field) o terminie wymagalności nie dłuższym niż rok. Należy jednak nadmienić, że definicja zawarta w art. 1 (5) wspomnianej dyrektywy nie jest nadmiernie precyzyjna, gdyż w istocie rzeczy odnosi się ona do pewnej ustalonej praktyki rynkowej. Zgodnie z tym przepisem instrumentami finansowymi są te klasy instrumentów, którymi normalnie handluje się na rynku pieniężnym. Dlatego też art. 2 ust. 1 lit. a) dyrektywy prospektowej precyzuje, że zakresem dyrektywy nie są objęte instrumenty rynku pieniężnego o okresie wymagalności krótszym niż rok; co z kolei odzwierciedla wątpliwości, które powstały podczas tworzenia dyrektywy prospektowej – czy rzeczywiście wszystkie instrumenty rynku pieniężnego *per se* mają zawsze okres wymagalności krótszy niż 12 miesięcy (ESME, Report 2007, s. 12).

3. W tym kontekście art. 2 pkt 3 ustawy o ofercie trafnie odwołuje się do definicji instrumentów rynku pieniężnego, zawartych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie bowiem z art. 3 pkt 28 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi instrumentami rynku pieniężnego są

papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym. W art. 3 pkt 27 tejże ustawy doprecyzowuje się, że rynkiem pieniężnym jest system obrotu instrumentami finansowymi, opiewającymi wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok.

4. Artykuł 2 pkt 1 wyłącza spod zakresu ustawy o ofercie publicznej także weksle i чеки w rozumieniu prawa wekslowego i czekowego. Jakkolwiek dla takiego przepisu brak *explicite* podstawy prawnej w dyrektywie prospektowej, jednak ustawodawca uznał, że weksle i чеки są typowymi instrumentami rynku pieniężnego, a nie rynku kapitałowego (por. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 23).

5. Z kolei z art. 2 pkt 2 wyłącza z zakresu zastosowania ustawy o ofercie publicznej bankowe papiery wartościowe w rozumieniu prawa bankowego oraz inne papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym, stanowiące potwierdzenie przyjęcia przez instytucję kredytową środków pieniężnych do depozytu i objętych systemem gwarantowania depozytów, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się, które nie są podporządkowane, zamienne lub wymienne, nie inkorporują prawa do subskrybowania lub nabycia innego rodzaju papierów wartościowych oraz nie stanowią podstawy dla papierów wartościowych inkorporujących prawa pochodne w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. b ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Komentowany przepis implementuje stosunkowo dosłownie art. 1 ust. 2 lit. f) dyrektywy prospektowej (por. także art. 92 prawa bankowego, zgodnie z którym do bankowych papierów wartościowych nie stosuje się przepisów ustawy, o której mowa w art. 4 ust. 1 pkt 8, tj. ustawy o ofercie publicznej).

6. Bankowe papiery wartościowe zostały zdefiniowane i uregulowane w art. 89–92 prawa bankowego jako jedna z form pozyskiwania środków pieniężnych przez bank. W literaturze zwraca się uwagę, że bankowe papiery wartościowe nie stanowią jednolitej kategorii (por. art. 89 ust. 1 prawa bankowego). Wprawdzie łączy je wierzycielski charakter, jednak

uprawnienia przez nie inkorporowane mogą mieć stosunkowo różnorodną konstrukcję – mogą mieć one charakter papierów depozytowych (tj. powiązanych ze stosunkiem rachunku bankowego), jak i papierów pożyczkowych – „kreowanych w oparciu o stosunek pożyczki udzielanej bankowi przez nabywców takich papierów” (M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, s. 480).

7. Do kategorii papierów wartościowych innych niż bankowe, o charakterze nieudziałowym, o których mowa w art. 2 pkt 2 *in fine*, mogą być zaliczone np. imienne papiery wartościowe, wystawiane przez bank na podstawie art. 53 prawa bankowego. Należy bowiem zgodzić się z poglądem, że oszczędnościowe dokumenty imienne z art. 53 prawa bankowego mogą być wystawiane jako imienne papiery wartościowe (tak: D. Rogoń (w:) F. Zoll (red.), *Prawo bankowe. Komentarz*, t. I, Kraków 2005, s. 468; M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, s. 480).

8. W doktrynie zwraca się uwagę, że podwójne wyłączenie zastosowania ustawy o ofercie publicznej w stosunku do bankowych papierów wartościowych (zawarte zarówno w art. 92 prawa bankowego, jak i art. 2 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej) sprawia istotne problemy interpretacyjne (M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, s. 516, autor ten przyjmuje, że każdy ze wspomnianych przepisów ma odrębny charakter: „Pierwszy z powołanych przepisów [a więc art. 92 prawa bankowego – T.S.] zwolnił emitentów bankowych papierów wartościowych z obowiązku podlegania rygorom, związanym z publicznym proponowaniem nabycia bankowych papierów wartościowych [...], o tyle drugi ze wspomnianych przepisów [a więc art. 2 pkt 2 ustawy o ofercie – T.S.] musi być wykładany jako zakaz wprowadzania bankowych papierów wartościowych do obrotu na rynku zorganizowanym, a także stosowania do nich wymogów prospektowych także i wówczas, kiedy zamiar taki wyrazi emitent”. Zdaniem tego autora ten stan rzeczy dowodzi, że ustawodawca „(...) z jednej strony stara się nadal przyznać bankom szczególną pozycję jako emitentom papierów wartościowych, które nie są związane obowiązkiem prospektowym, ani nadzorem ze strony Kpwig [dziś: KNF – T.S.], jednak z drugiej strony, odmawia on bankowym papierom wartościowym statusu instrumentów zintegrowanego rynku finansowego. Banki nie mogą zatem skorzystać z mechanizmu tego rynku, aby pozyskać w ten sposób

konieczne środki finansowe”. Pogląd ten wydaje się tylko częściowo trafny. Emitenci bankowych papierów wartościowych nie mogą skorzystać na zasadzie dobrowolności z reżimu prospektowego określonego przez ustawę o ofercie publicznej. Za taką interpretacją przemawia art. 1 ust. 3 dyrektywy prospektowej, który w niektórych przypadkach oferty, wyłączonych spod zakresu zastosowania dyrektywy prospektowej, pozwala emitentom na zasadzie dobrowolności poddać się wyznaczonemu tą dyrektywą reżimowi prospektowemu, aby skorzystać z europejskiego paszportu. Komentowany przepis dyrektywy prospektowej (art. 1 ust. 3) nie znajduje jednak zastosowania do papierów wartościowych, emitowanych przez instytucje kredytowe, zdefiniowanych w art. 1 ust. 2 lit. f) dyrektywy prospektowej, a więc także do bankowych papierów wartościowych. Wątpliwa jest zatem teza, że art. 92 prawa bankowego oraz art. 2 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej można interpretować jako zakaz wprowadzania bankowych papierów wartościowych do zorganizowanego obrotu (nawet nieregulowanego). Nie budzi natomiast kontrowersji to, że do emisji bankowych papierów wartościowych nie stosuje się przepisów ustawy o ofercie publicznej w zakresie obowiązku prospektowego w związku z publiczną ofertą akcji lub ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. Natomiast ani z art. 92 prawa bankowego, ani art. 2 pkt 2 ustawy o ofercie nie wynika zakaz publicznego proponowania bankowych papierów wartościowych, ani zakaz dopuszczania ich do obrotu na rynku regulowanym, ani też zakaz wprowadzania ich do obrotu w alternatywnych systemach obrotu. Byłaby to wykładnia rozszerzająca zakres normowania tych przepisów, nieznajdująca poparcia ani w językowych, ani funkcjonalnych dyrektywach wykładni. Inną kwestią jest to, że jak się wydaje *de lege ferenda* publiczna oferta bankowych papierów wartościowych oraz ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym powinny podlegać obowiązkowi prospektowemu, czemu brzmienie art. 1 dyrektywy prospektowej nie stoi na przeszkodzie.

9. Należy zwrócić uwagę, że ustawodawca polski nie skorzystał ze wszystkich możliwości, gwarantowanych przez dyrektywę prospektową, wyłączenia pewnych instrumentów finansowych spod reżimu prospektowego określanego przez ustawę o ofercie. Na przykład oferty instrumentów finansowych o łącznej wartości nieprzekraczającej 2.500.000 euro

zostały w ogóle wyłączone spod zakresu zastosowania dyrektywy prospektowej (art. 1 ust. 2 lit. h) dyrektywy prospektowej), podczas gdy ustawa o ofercie poddała tego rodzaju oferty uproszczonym regulacjom (zob. niżej uwagi do art. 41). Należy jednak przyjąć, że tego rodzaju praktyka jest dopuszczalna (T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 74; tak w doktrynie niemieckiej G. Spindler (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 60). Wprawdzie zasada jednolitego paszportu europejskiego nie znajduje zastosowania w tym segmencie rynku, a zatem emitenci takich transgranicznych ofert muszą się liczyć z różnicami regulacyjnymi w zakresie poszczególnych państw członkowskich (J. Jerzmanowski, *Zasada jednolitego paszportu...*, s. 403 i n.), jednak przyjmuje się, że prawodawca europejski, nie obejmując pewnych segmentów rynku zakresem zastosowania dyrektywy prospektowej, pozostawił decyzję – czy i jak te dziedziny uregulować – państwom członkowskim. Nie można też kwestionować takiego rozwiązania z punktu widzenia traktatowej zasady swobody przepływu kapitału, pomimo faktu, że prowadzi to do sytuacji, iż przedmiotowe oferty w niektórych państwach członkowskich nie będą kreowały obowiązku prospektowego, a w inny z kolei mogą być poddane wszystkim rygorom prospektowym. Nałożenie tego rodzaju rygorów można bowiem usprawiedliwić postulatem ochrony inwestorów. W analizowanym przypadku nie sposób przyjąć, że brak obowiązku prospektowego w macierzystym państwie członkowskim gwarantuje należyłą ochronę inwestorów państwa przyjmującego (G. Spindler (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 61).

Art. 3. [Oferta publiczna]

1. Publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych jest proponowanie odpłatnego nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata.

2. Publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych może być dokonywane wyłącznie w drodze oferty publicznej.

3. Ofertą publiczną jest udostępnianie, 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.

4. Przedmiotem oferty publicznej dokonywanej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej nie mogą być papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, inne niż fundusze zagraniczne, o których mowa w art. 2 pkt 9 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546, z późn. zm.).

5. W przypadku proponowania nabycia lub wydawania akcji przez ich emitenta skierowanego do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata, w dowolnej formie i w dowolny sposób, w celu realizacji uprawnień posiadaczy innych papierów wartościowych tego emitenta, przepisu ust. 2 nie stosuje się, jeżeli termin realizacji tych uprawnień przypada nie wcześniej niż po upływie 12 miesięcy od dnia dokonania przydziału tych innych papierów wartościowych lub gdy w związku z ofertą publiczną tych innych papierów wartościowych prospekt emisyjny był sporządzony, zatwierdzony i udostępniony do publicznej wiadomości.

1. Wprowadzenie

1. Artykuł 3 ust. 1–3 definiuje kluczowe dla ustawy o ofercie pojęcie publicznego proponowania papierów wartościowych oraz oferty publicznej, które należą do najistotniejszych pojęć prawa rynku kapitałowego, gdyż stanowią one zdarzenie inicjujące obowiązek sporządzenia oraz upublicznienia prospektu emisyjnego (art. 7 ust. 1 ustawy o ofercie).

2. Komentowany przepis został znowelizowany ustawą z 4 września 2008 r. poprzez dodanie do treści ustawy zdania, że publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie jest wyłącznie proponowanie odpłatnego nabycia papierów wartościowych i tylko takie publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych wymaga formy oferty publicznej oraz sporządzenia prospektu emisyjnego. Ponadto doprecyzowano, że ofertą publiczną w rozumieniu ustawy są nie tylko działania podejmowane na terenie Rzeczypospolitej

Polskiej, ale także na terenie innego państwa członkowskiego. Dodano także ust. 4 oraz 5 tego przepisu, przy czym pierwszy dotyczy oferowania papierów wartościowych przez jednostki zbiorowego inwestowania, a drugi emisji papierów wartościowych (np. akcji) w celu realizacji uprawnień do objęcia tych papierów, wynikających z innych papierów wartościowych (warrantów subskrypcyjnych lub obligacji zamiennych).

2. Publiczne proponowanie i publiczna oferta papierów wartościowych

3. Ofertą publiczną jest udostępnianie 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 (art. 3 ust. 3 ustawy o ofercie). Oferta publiczna jest jedyną dopuszczalną metodą publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych (art. 3 ust. 2). Publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych może być dokonywane wyłącznie w drodze oferty publicznej. Z publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych mamy do czynienia – niezależnie od formy i sposobu proponowania – wtedy, kiedy propozycja kierowana jest do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata (art. 3. ust. 1).

4. Na gruncie dyrektywy prospektowej zdarzeniem kreującym obowiązek prospektowy jest oferta publiczna, a precyzyjniej rzecz ujmując, oferta papierów wartościowych (*securities*) skierowana do publiczności (art. 3 ust. 1 dyrektywy prospektowej). Artykuł 2 ust. 1 lit. d) tej dyrektywy definiuje ją jako akt komunikacji skierowany do osób, przedstawiający w jakiegokolwiek formie i w jakimkolwiek sposób informacje dotyczące warunków oferty oraz papierów wartościowych (*securities*) podlegających ofercie, które są wystarczające dla podjęcia przez inwestorów decyzji o nabyciu lub subskrybowaniu tych papierów wartościowych.

5. Prawodawca unijny zwolnił emitentów z obowiązku prospektowego w przypadku, gdy oferta skierowana jest **do mniej niż 100 osób** w ramach jednego państwa członkowskiego (art. 3 ust. 2 lit. b) dyrektywy prospekto-

wej), podobnie jak w przypadku ofert kierowanych wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych (art. 3 ust. 2 lit. a) dyrektywy prospektowej) czy też ofert o całkowitej wartości mniejszej niż 100.000 euro (art. 3 ust. 2 lit. e) dyrektywy prospektowej). Jednak technika legislacyjna przyjęta przez prawodawcę europejskiego wydaje się sugerować, że mogą istnieć oferty publiczne skierowane do mniej niż 100 określonych osób. W konsekwencji należałoby przyjąć, że tego typu oferty wprawdzie nie kreują obowiązku prospektowego, ale jednak podlegają określonym w art. 15 dyrektywy prospektowej regułom prowadzenia akcji promocyjnej związanej z ofertą publiczną. Należy przy tym przyznać, że za taką interpretacją przemawiają pewne argumenty wynikające z historii procesu legislacyjnego dyrektywy prospektowej (V. Wiegel, *Die Prospekttrichtlinie...*, s. 153). Jednak pozostaje wysoce dyskusyjnym, czy w przypadku oferty skierowanej do mniej niż 100 osób nadal można mówić o publiczności oferty. W literaturze przedmiotu zauważa się, że sama definicja oferty publicznej, zawarta w art. 2 ust. 1 lit. d) dyrektywy prospektowej, jest na tyle wieloznaczna, że odwołanie się do jasnego kryterium rachunkowego wprowadza pewną dozę pewności prawnej, która niewątpliwie pozostaje zgodna z celami dyrektywy. Prezentowany jest więc pogląd, że w istocie rzeczy art. 3 ust. 2 lit. b) dyrektywy prospektowej dotyczy ofert, które *ex definitone* nie mogą być publiczne, a przez to przepis ten należy postrzegać raczej jako ograniczenie definicji oferty publicznej z art. 2 dyrektywy (K.J. Hopt, H. Voigt (red.), *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, Tübingen 2005, s. 21). W tym kontekście wydaje się, że rozwiązania legislacyjnego, przyjętego przez polskiego ustawodawcę, można bronić na gruncie funkcjonalnie interpretowanych przepisów dyrektywy prospektowej, gdyż pozostaje ono zgodne z celem i funkcją komentowanych przepisów tej dyrektywy. Zgodnie bowiem z art. 3 ust. 3 ustawy o ofercie oferta skierowana do mniej niż 100 inwestorów nie jest po prostu ofertą publiczną.

6. Wiodące ustawodawstwa europejskie zdecydowały się na stosunkowo dosłowną transpozycję do prawa krajowego definicji oferty publicznej, zawartej w dyrektywie prospektowej (por. np. § 2 pkt 4 WpPG), jako zdarzenia kreującego powstanie obowiązku prospektowego. Wynika to z faktu, że „jednolite stosowanie tego kluczowego pojęcia pozostaje najistotniejszym warunkiem osiągnięcia celów dyrektywy” (N. Molo-

ney, *EC Securities...*, s. 133). Jednym z najdonioślejszych celów działań harmonizacyjnych w zakresie europejskiego prawa rynku kapitałowego, a w szczególności regulacji dotyczących pozyskiwania kapitału na tym rynku, było wykluczenie ryzyka, że niektóre oferty nabycia papierów wartościowych w jednym z krajów członkowskich traktowane będą jako wolny od obowiązku prospektowego *private placement*, a w innych z kolei jako oferta publiczna, implikująca obowiązek sporządzenia i publikacji prospektu emisyjnego (szerzej na ten temat zob. wyżej „Wprowadzenie”). Tym krytyczniej należy ocenić taki sposób implementacji analizowanych przepisów dyrektywy prospektowej do prawa polskiego, który jako kluczowe pojęcie wprowadza wieloznaczne i niezdefiniowane w prawie unijnym pojęcie publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych. Na gruncie czysto językowej wykładni ustawy o ofercie publicznej – wbrew przepisom dyrektywy – pojęciem inicjującym powstanie obowiązku prospektowego staje się publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych (art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie). Natomiast pojęcie oferty publicznej z art. 3 ust. 3 zostało sprowadzone w istocie rzeczy do swoistego łącznika pomiędzy publicznym proponowaniem papierów wartościowych a obowiązkiem prospektowym. Innymi słowy – jeżeli publicznie proponujemy nabycie papierów wartościowych, to musimy to zrobić w formie oferty publicznej, a ta z kolei zakłada realizację obowiązku prospektowego. Jednak nie taką rolę pojęciu oferty publicznej przypisuje dyrektywa prospektowa, dla której jest to definicja centralna. Kluczowa dla obowiązku prospektowego na gruncie ustawy o ofercie definicja publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych ma uboższą treść niż europejska definicja oferty publicznej, a przez to szerszy zakres zastosowania. Prawodawca europejski rolę zdarzenia kreującego obowiązek prospektowy przypisał pojęciu oferty publicznej i należy przyjąć, że miał ku temu istotne przyczyny natury funkcjonalnej i aksjologicznej.

7. Szeroka interpretacja pojęcia publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych z art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie może wprowadzać duży zakres niepewności prawnej, jeśli chodzi o dopuszczalność niektórych form prowadzenia działań informacyjnych w stosunku do planowanej oferty jeszcze przed ogłoszeniem publicznej oferty nabycia papierów wartościowych (W. Groß, *Kapitalmarktrecht...*, s. 273). Dzia-

łania takie są korzystne dla rynku, gdyż służą badaniu zainteresowania rynku ewentualną ofertą lub też pozyskaniu informacji pomocnych dla prawidłowego ustrukturyzowania oferty. Niektóre z takich działań, skierowane do większej liczby niż 100 adresatów, mogłyby bowiem zostać potraktowane jako „proponowanie nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób”, a więc jako publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych (art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie), co zgodnie z art. 3 ust. 2 ustawy o ofercie powinno nastąpić w formie oferty publicznej, pociągającej za sobą obowiązek prospektowy (art. 7 ust. 1 ustawy o ofercie). Nakreślona wyżej szeroka interpretacja pojęcia publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych winna zostać odrzucona z uwagi na treść pozostałych przepisów ustawy o ofercie, jak i dyrektywy prospektowej.

8. Dokonując zatem **wykładni definicji publicznego proponowania** nabycia papierów wartościowych, należy: po pierwsze, wziąć pod uwagę art. 53 ustawy o ofercie, który w sposób jednoznaczny wskazuje na to, że dopuszczalne jest prowadzenie akcji promocyjnej (reklamowej) przed opublikowaniem prospektu emisyjnego, a zatem także przed ogłoszeniem publicznej oferty papierów wartościowych (art. 53 ust. 2 pkt 2–3 ustawy o ofercie oraz art. 15 ust. 2 dyrektywy prospektowej); po drugie, zawarta w art. 2 ust. 1 lit. d) dyrektywy prospektowej definicja oferty publicznej – będąca zdarzeniem inicjującym obowiązek prospektowy – wskazuje jednoznacznie, że oferta tego rodzaju musi zawierać wyczerpujące informacje dotyczące warunków oferty i jednocześnie dotyczące oferowanych papierów wartościowych, pozwalające inwestorowi podjąć decyzję o ich nabyciu lub subskrypcji. Działania informacyjno-promocyjne „na przedpolu” publicznej oferty akcji z reguły nie zawierają takich wyczerpujących informacji o warunkach oferty i jednocześnie wyczerpujących informacji o oferowanych papierach wartościowych, które same w sobie pozwalają inwestorowi podjąć decyzję o nabyciu lub subskrypcji przedmiotowych papierów wartościowych. Wydaje się, że dyrektywa nie bez przyczyny wiąże obowiązek prospektowy właśnie z tak zdefiniowaną ofertą publiczną, a nie różnorodnymi działaniami marketingowymi nakierowanymi na przyszłą ofertę – chodzi o to, aby umożliwić emitentom prowadzenie tego rodzaju akcji promocyjnych poprzedzających ofertę, względnie działań

mających za zadanie określenia zainteresowania rynku (inwestorów) planowaną ofertą (W. Groß, *Kapitalmarktrecht...*, s. 273). Wykładnia z art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie dokonana w zgodzie z dyrektywą prospektową oraz przepisem art. 53 ustawy o ofercie, dotyczącym akcji promocyjnej, pozwala przyjąć taką wykładnię pojęcia publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych, zgodnie z którym jest nim publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych, gdy propozycja ta jest skierowana do co najmniej 100 osób (względnie nieoznaczonego adresata) i jednocześnie zawiera wyczerpujące informacje dotyczące: 1) oferowanych papierów wartościowych oraz 2) warunków nabycia oferowanych papierów wartościowych, stanowiących łącznie dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o ich odpłatnym nabyciu lub subskrypcji (na temat praktycznych implikacji takiej wąskiej interpretacji pojęcia publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych zob. niżej). Nie są przekonujące argumenty A. Chłopeckiego (A. Szumański (red.), *System...*, s. 820), który uzasadnia rygorystyczną – tzn. szeroką – interpretację pojęcia publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych potrzebą ochrony inwestorów, skoro prowadzenie akcji promocyjnej przed ofertą publiczną zostało stosunkowo szczegółowo uregulowane przez ustawodawcę polskiego i unijnego – zob. szerzej uwagi do art. 53 ustawy o ofercie – właśnie ze względu na potrzebę ochrony inwestorów. Poza tym ochrona inwestorów na rynku kapitałowym nie jest wartością jedyną i absolutną. Znajduje ona ograniczenia m.in. w dążeniu do zachowania efektywności rynku kapitałowego, co zakłada nieobciążanie emitentów nadmiernymi kosztami (np. sporządzania prospektu emisyjnego), w sytuacji gdy nie przemawia za tym swoisty bilans korzyści i kosztów takiej regulacji. Wszak przeregulowany rynek kapitałowy powoduje zwiększenie kosztów pozyskiwania kapitału, co w ostateczności negatywnie wpływa zarówno na interesy emitentów, jak i samych inwestorów. Poszczególne przepisy dyrektywy prospektowej stanowią efekt – oczywiście daleki od doskonałości – przeprowadzenia na skalę europejską bilansu korzyści i kosztów unormowań w zakresie obowiązku prospektowego. Abstrahując od wspólnotowego wymiaru tego zagadnienia, wydaje się, że nie warto wykraczać poza przyjęty na płaszczyźnie europejskiej konsensus regulacyjny, nie mając ku temu rzeczywiście ważkich powodów.

3. Publiczne proponowanie a nabywanie akcji własnych

9. Należy natomiast zgodzić się z poglądem wyrażonym przez A. Chłopeckiego (A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System...*, s. 820), że „proponowanie nabycia papierów wartościowych” oznacza jedynie propozycję skierowaną do określonych adresatów, aby ci nabyli określone papiery wartościowe” (tamże, s. 820). Zakresem tego pojęcia nie jest objęta zatem propozycja, aby jej adresaci zbyli należące do nich papiery wartościowe na rzecz proponującego, gdyż w tym przypadku mielibyśmy do czynienia z propozycją zbycia papierów wartościowych, a nie ich nabycia. Jeśli zatem niepubliczna spółka akcyjna o stosunkowo rozproszonym akcjonariacie, w rezultacie podjętej decyzji o nabywaniu akcji własnych w celu umorzenia skieruje do swoich akcjonariuszy propozycję zbycia na jej rzecz wyemitowanych przez nią akcji, to propozycja ta nie będzie stanowić „publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych” w rozumieniu art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie. W rezultacie tego rodzaju program nabywania akcji własnych przez spółkę nie będzie podlegał obowiązkowi prospektowemu, a więc spółka nie będzie musiała złożyć tego rodzaju propozycji w formie oferty publicznej, z którą co do zasady wiązałby się obowiązek upublicznienia prospektu emisyjnego (art. 7 ust. 1 ustawy o ofercie).

4. Oferta publiczna a oferta w rozumieniu art. 66 k.c.

10. Należy przyjąć, że oferta publiczna w rozumieniu art. 3 ust. 3 ustawy o ofercie nie musi stanowić oferty w rozumieniu art. 66 § 1 k.c. Informacje o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiące dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów, mogą określać istotne warunki umowy subskrypcyjnej (w przypadku emisji nowych akcji), względnie umowy sprzedaży akcji (w przypadku sprzedaży wcześniej wyemitowanych akcji), jednak art. 3 ust. 3 ustawy o ofercie w żadnym razie nie przesądza, że oferta publiczna powinna zawierać oświadczenie woli emitenta, dotyczące zawarcia umowy na warunkach tam określonych (A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.),

System..., s. 822). Oferta publiczna może być bowiem jedynie zaproszeniem do składania ofert – *invitatio ad offerendum* (W. Groß, *Kapitalmarktrecht...*, s. 273; por. także: A. Chłopecki, *Glosa do postanowienia Sądu Najwyższego z 8 września 1995 r.*, III CZP 102/95, OSN 1995, nr 12).

11. Charakter prawny określonej oferty publicznej należy badać, mając na uwadze jej szczegółową treść, a zwłaszcza zawarte w prospekcie emisyjnym warunki oferty. Należy mieć także na uwadze, że w analizowanym przypadku znajdzie zastosowanie art. 71 k.c., zgodnie z którym ogłoszenia i inne informacje, skierowane do ogółu lub do poszczególnych osób, poczytuje się w razie wątpliwości nie za ofertę, lecz za zaproszenie do zawarcia umowy. Reasumując, należy uznać, że pojęcie oferty publicznej jest swoistym terminem technicznym ustawy o ofercie, używanym dla wymaganego przez tę ustawę trybu publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych.

5. Nieodpłatna oferta publiczna

12. W poprzednim stanie prawnym zagadnieniem dyskusyjnym zarówno w świetle dyrektywy prospektowej, jak i obowiązujących norm prawa polskiego była kwalifikacja publicznej oferty papierów wartościowych o **charakterze nieodpłatnym**, pomimo tego, że art. 3 ust. 2 lit. e) dyrektywy prospektowej ustanawia wyjątek od obowiązku prospektowego w przypadku ofert papierów wartościowych o całkowitej wartości nieprzekraczającej 100.000 euro. Taki kształt unormowań był krytycznie oceniany w doktrynie (por. T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 66). Nowelizacja ustawy o ofercie publicznej z 4 września 2008 r. zmieniła komentowany przepis w ten sposób, że publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej jest wyłącznie proponowanie **odpłatnego nabycia** papierów wartościowych i tylko takie publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych wymaga formy oferty publicznej oraz sporządzenia prospektu emisyjnego.

13. Nie zmienia to faktu, że w praktyce rozgraniczenie odpłatnego i nieodpłatnego publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych może nastroczać pewne trudności. Pojęcie odpłatności umowy zakłada

istnienie jakiegokolwiek świadczenia po stronie inwestora, a więc jego świadczenie bynajmniej nie musi mieć charakteru pieniężnego. W związku z tym CESR w swoim stanowisku z września 2007 r. zwraca uwagę na możliwość takiego konstruowania ofert w celu ominięcia obowiązku prospektowego, że *prima facie* nie zawierają one żadnego świadczenia wzajemnego ze strony inwestorów, jednak w istocie rzeczy nieodpłatny przydział akcji na rzecz określonych podmiotów stanowi wówczas formę zapłaty za określone świadczenia spełnione wcześniej przez tych inwestorów (CESR, FAQ, Prospectus 2007, s. 7). Chodzi tu np. o zbycie akcji na rzecz nabywców dóbr lub usług spółki, które stanowi swoistą premię za lojalność i dokonywanie zakupów produktów emitenta o wysokiej wartości.

14. Wątpliwości budzi jednak przedstawiona w tym samym dokumencie opinia, zgodnie z którą nie należy doszukiwać się ukrytego świadczenia w zamian za oferowane akcje, w przypadku gdy spółka lub podmioty działające na jej zlecenie dokonuje nieodpłatnej oferty akcji na rzecz pracowników emitenta, dla których prawo do nieodpłatnego nabycia akcji pracodawcy stanowi element ich wynagrodzenia. CESR argumentuje, że w tym przypadku doszukiwanie się ukrytego świadczenia po stronie pracowników w postaci ich pracy byłoby nadmierne „spekulatywne, trudne do udowodnienia i wyliczenia” (CESR, FAQ, Prospectus 2007, s. 7). Wbrew temu stanowisku należy podnieść, że dla uznania odpłatnego charakteru publicznego proponowania nabycia akcji nie jest konieczne dokładne wyliczenie wartości świadczenia inwestorów, lecz istnienie takiego świadczenia. W omawianym przypadku mamy więc niewątpliwie do czynienia z odpłatnym proponowaniem nabycia akcji. Emitent zwolniony byłby z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego, jeśli wartość tej oferty pozwalałaby na skorzystanie z wyjątku, o którym mowa w art. 7 ust. 3 pkt 4 ustawy o ofercie (oferty o całkowitej wartości do 100.000 euro).

15. Dyskusyjna jest także – sugerowana przez CESR – próba ominięcia obowiązku prospektowego w ten sposób, że z treści umowy o pracę wynika, że pracownik nie podejmuje decyzji o nabyciu lub subskrybowaniu akcji, lecz nabywa te akcji w pewnym sensie automatycznie, bez składania jakiegokolwiek oświadczenia woli (CESR, FAQ, Prospectus 2007, s. 7). Niewątpliwie zarówno definicja publicznego proponowania nabycia akcji,

jak również publicznej oferty akcji zakłada możliwość podejmowania decyzji przez inwestora o nabyciu (subskrybowaniu) tych akcji lub też o nieskorzystaniu z tej oferty. Rekapitułując powyższe rozważania, wydaje się, że problem nieodpłatnego zbywania akcji na rzecz pracowników emitenta wymaga ingerencji prawodawcy w celu usunięcia nakreślonych wyżej wątpliwości.

6. Szczegółowość publicznej propozycji nabycia papierów wartościowych

16. Zgodnie z prezentowanym tutaj poglądem z publiczną propozycją nabycia papierów wartościowych mamy do czynienia tylko w przypadku, gdy propozycja ta jest skierowana do co najmniej 100 osób (względnie nieoznaczonego adresata) i jednocześnie zawiera wyczerpujące informacje dotyczące: 1) **oferowanych papierów wartościowych** oraz 2) **warunków nabycia** oferowanych papierów wartościowych, stanowiących łącznie dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o ich odpłatnym nabyciu lub subskrypcji. Za taką interpretacją przemawia systemowa oraz proeuropejska wykładnia pojęcia publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych, zawartego w art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie (szerzej na temat uzasadnienia dla takiej interpretacji zob. wyżej tezy 6–8). Nie rozwiązuje to jednak problemu, w jakich okolicznościach można uznać, że przekazane na rzecz inwestorów informacje są wyczerpujące w zakresie oferowanych papierów wartościowych oraz warunków nabycia tych papierów i stanowią dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o ich odpłatnym nabyciu.

17. W przypadku publicznego proponowania nabycia (publicznej oferty) papierów wartościowych inwestor powinien mieć możliwość podjęcia konkretnej decyzji o odpłatnym nabyciu lub subskrypcji oferowanych papierów wartościowych. Oznacza to, że przekazane mu informacje winny w pewien sposób określać warunki nabycia oferowanych papierów wartościowych. W innym przypadku inwestor nie dysponuje informacjami stanowiącymi dostateczną podstawę (art. 3 ust. 3 ustawy o ofercie) do podjęcia decyzji inwestycyjnej. W tym kontekście uznać należy, że nie jest publicznym proponowaniem akcji

przekazanie informacji na rzecz inwestorów, która wprowadzie wyczerpująco opisuje emitenta oraz papiery wartościowe mające zostać zaoferowane, jednak nie wskazuje na warunki oferty, a w szczególności okoliczności (kiedy i w jaki sposób), w których można złożyć zapis na oferowane papiery wartościowe. Nie należy traktować jako publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych informacji o emitencie oraz planowanej emisji papierów wartościowych, przedstawianych na łamach prasy lub podczas spotkań z analitykami czy też przedstawicielami inwestorów, jeżeli nie przedstawia się w nich informacji o okolicznościach zbierania zapisów na oferowane papiery wartościowe. W szczególności dotyczy to przekazywania ogólnych informacji o planowanym debiucie giełdowym, publicznych prezentacji emitenta oraz jego planów inwestycyjnych, które zamierza sfinansować za pomocą środków pozyskanych z emisji (M.E. Foelsch (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 80).

18. Wydaje się, że dla uznania, iż danego rodzaju przekaz informacyjny stanowi publiczne proponowanie (ofertę publiczną) papierów wartościowych, musi on zawierać dane umożliwiające określenie ceny nabycia oferowanych papierów wartościowych. Informacja ta nie musi wskazywać bezpośrednio na cenę poszczególnego papieru wartościowego. Wystarczy jeśli zawiera informacje wskazujące na zakres cenowy oferowanych papierów lub też zakres wyceny wszystkich oferowanych papierów wartościowych. Innymi słowy – wystarczy jeśli zawiera dane pozwalające inwestorowi na przeprowadzenie kalkulacji niezbędnej dla podjęcia decyzji inwestycyjnej. W typowym przypadku wystarczy, jeśli np. upublicznione zostaną dane, o ile podniesiony zostaje kapitał zakładowy, a także jaką kwotę środków zamierza pozyskać emitent z nowej emisji akcji (M.E. Foelsch (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 80).

19. Dla oceny, czy danego rodzaju przekaz informacyjny stanowi publiczne proponowanie (ofertę publiczną) papierów wartościowych, należy oceniać całość wszystkich informacji przekazywanych na rzecz inwestorów za pomocą różnych kanałów informacyjnych. Zarówno ustawa o ofercie publicznej, jak i dyrektywa prospektowa jednoznacznie wskazują, że informacje te mogą być przekazywane w dowolnej formie i w dowolny sposób, a więc za pomocą dowolnych instrumentów. Dlatego

też, gdy w środkach masowego przekazu ukazują się informacje na temat emitenta oraz przeprowadzanej ofercie papierów wartościowych, natomiast na stronie internetowej emitenta znajdują się informacje na temat ceny i innych warunków nabycia oferowanych papierów wartościowych wraz z informacjami o działaniach, które należy podjąć w celu nabycia tych papierów wartościowych, to w takim wypadku ogół tych zachowań należy traktować raczej jako publiczne proponowanie (publiczną ofertę) nabycia papierów wartościowych (M.E. Foelsch (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 80).

20. Oceniając, czy w danym przypadku mamy do czynienia z publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych, należy brać pod uwagę kształt tej propozycji pomiędzy emitentem (lub sprzedawcą) papierów a konkretnymi, potencjalnymi nabywcami. Jeżeli zatem emitent (wprowadzający) zaproponował nabycie papierów wartościowych na rzecz 99 osób (nabywcy pierwotni), to oferta taka co do zasady nie stanowi publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych, nawet jeśli nabywcy pierwotni wkrótce potem zbyli część posiadanych papierów wartościowych w taki sposób, że każdy nabywca pierwotny zaoferował ich nabycie kolejnym 99 osobom (nabywcom wtórnym). Żadna z tych osób nie zrealizowała bowiem przesłanek publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych. Nieco inaczej należałoby oceniać tę sytuację, gdyby emitent lub wprowadzający z góry w ten sposób zorganizował proces emisji lub sprzedaży papierów wartościowych, że nabywcy pierwotni byłiby tylko pośrednikami, umownie zobowiązanymi do dalszego proponowania nabycia przedmiotowych papierów wartościowych. Oferty nabywców pierwotnych należałoby bowiem traktować łącznie jako elementy składające się na jedną propozycję nabycia papierów wartościowych zorganizowaną przez emitenta (albo sprzedającego) (por. M.E. Foelsch (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 87). Jeżeli każdy z nabywców pierwotnych działa niezależnie od emitenta (lub wprowadzającego/sprzedającego), to jego działania nie mogą rzutować na charakter prawnych działań emitenta lub wprowadzającego. Działania każdego z nabywców pierwotnych (czy też kolejnych osób znajdujących się w takim „łańcuchu” sprzedażowym) należy oceniać osobno z perspektywy art. 3

ust. 1–3 ustawy o ofercie, czy nie stanowią one publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych.

21. Samego wprowadzenia papierów wartościowych do alternatywnego systemu obrotu, w którym każdy inwestor może swobodnie zbywać lub nabywać te papiery wartościowe po ukształtowanym na tym rynku kursie, nie można traktować jako publicznego proponowania papierów wartościowych. Samo złożenie wniosku o wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu, mające na celu rozpoczęcie notowań określonych papierów wartościowych na takim rynku, ani też decyzja władz organizatora takiego rynku w tej materii, nie wiąże się z przekazaniem na rzecz inwestorów propozycji zawierającej wyczerpujące informacje dotyczące: 1) oferowanych papierów wartościowych oraz 2) warunków nabycia oferowanych papierów wartościowych, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o ich odpłatnym nabyciu lub subskrypcji. Nie zmienia tej oceny nawet fakt, że z wprowadzeniem do obrotu w alternatywnym systemie obrotu może wiązać się upublicznienie zestawu ogólnych informacji o określonym emitencie i przedmiotowych papierach wartościowych. Dopiero jeśli w tych okolicznościach emitent lub wprowadzający poinformowałby, że w określonym okresie i na określonych warunkach za pośrednictwem alternatywnego systemu obrotu będzie sprzedawał papiery wartościowe na rzecz inwestorów, to wydaje się, że takie działanie można by uznać za publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych (M.E. Foelsch (w:) T. Holzborn (red.), *WpPG...*, s. 87).

22. Należy zgodzić się z wyrażonym w literaturze poglądem, że „handlu giełdowego samego w sobie nie można traktować jako jednej zorganizowanej oferty publicznej papierów wartościowych” (tak M.E. Foelsch, tamże). Platformy obrotu papierami wartościowym stanowią mechanizm kojarzenia ofert nabycia lub zbycia papierów wartościowych, które z reguły nie spełniają kryterium publicznego proponowania (publicznej oferty) papierów wartościowych. Należy podnieść, że dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym stanowi samoistną, odrębną od oferty publicznej, przesłankę obowiązku prospektowego (zob. szerzej na ten temat uwagi do art. 7). Gdyby obrót giełdowy był tożsamy z publicznym proponowaniem (publiczną ofertą) papierów wartościowych, ustanawianie tego rodzaju

przesłanki byłoby zbędne. Por. także uwagi CESR na temat podawania przez emitenta notowań jego papierów wartościowych na swojej stronie internetowej, w których CESR zasadniczo nie dopatruje się w takich działaniach publicznej oferty papierów wartościowych (CESR, FAQ, Prospectus 2009, s. 47).

7. Papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania

23. Artykuł 3 ust. 4 ustawy o ofercie stanowi, że przedmiotem oferty publicznej dokonywanej na terytorium RP nie mogą być papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, inne niż fundusze zagraniczne. Zgodnie z art. 2 pkt 9 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.) pod pojęciem funduszu zagranicznego rozumie się fundusz inwestycyjny otwarty lub spółkę inwestycyjną z siedzibą w państwie członkowskim, prowadzące działalność zgodnie z prawem unijnym, regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe. Zgodnie z art. 1 ust. 2 lit. a) dyrektywy prospektowej nie znajduje ona zastosowania do jednostek uczestnictwa, wyemitowanych przez przedsiębiorstwa wspólnego inwestowania, inne niż typu zamkniętego. Co więcej, art. 1 ust. 3 wspomnianej dyrektywy nie zezwala nawet, aby scharakteryzowani wyżej emitenci na zasadzie dobrowolności sporządzili prospekt emisyjny na zasadach określonych w dyrektywie prospektowej. Papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego zarówno na gruncie krajowym, jak i europejskim poddane zostały odrębnym regulacjom przystosowanym do ich specyfiki. Przepis ten został dodany do ustawy o ofercie nowelą z 4 września 2008 r. Zgodnie z uzasadnieniem projektu ustawy z 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie celem tego przepisu było „zharmonizowanie przepisów ustawy o ofercie (...) z przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych (...)” (s. 3).

8. Oferta w celu realizacji uprawnień posiadaczy innych papierów wartościowych

24. Zgodnie z art. 3 ust. 4 ustawy o ofercie w przypadku proponowania nabycia lub wydawania akcji przez ich emitenta skierowanego do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata, w dowolnej formie i w dowolny sposób, w celu realizacji uprawnień posiadaczy innych papierów wartościowych tego emitenta, przepisu ust. 2 nie stosuje się, jeżeli termin realizacji tych uprawnień przypada nie wcześniej niż po upływie 12 miesięcy od dnia dokonania przydziału tych innych papierów wartościowych lub gdy w związku z ofertą publiczną tych innych papierów wartościowych prospekt emisyjny był sporządzony, zatwierdzony i udostępniony do publicznej wiadomości. Przepis ten został dodany do ustawy o ofercie nowelą z 4 września 2008 r. Zgodnie z uzasadnieniem projektu ustawy z 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie celem tej regulacji jest „jednoznacznie określenie podejścia do papierów wartościowych (przede wszystkim akcji), powstających w wyniku realizacji uprawnień inwestorów z tytułu posiadania innego papieru wartościowego (np. warrantów subskrypcyjnych, obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa). Zgodnie z ideą takich papierów wartościowych wydawania akcji w celu realizacji inkorporowanego w nich uprawnienia nie powinno się rozpatrywać w kontekście oferty tych akcji dokonywanej przez emitenta. *De facto* bowiem nie dochodzi (bo nie ma takiej potrzeby) do przekazywania przez emitenta pełnej informacji o nim i wydawanych akcjach – tę informację inwestorzy otrzymali już z chwilą odpowiadania na ofertę (publiczną) papierów wartościowych inkorporujących przedmiotowe uprawnienie” (s. 3). W dalszej części wywodu Uzasadnienie projektu ustawy nowelizującej wskazuje, że 12-miesięczny okres pomiędzy wydaniem papierów wartościowych, inkorporujących uprawnienie do uzyskania akcji, a realizacją tego prawa ma na celu uniemożliwienie „obchodzenia” obowiązku prospektowego poprzez emisję tego typu papierów wartościowych. Konsekwentnie więc 12-miesięczny okres „przejściowy” nie obowiązuje, jeżeli w związku z ofertą publiczną tych innych papierów wartościowych prospekt emisyjny został sporządzony, zatwierdzony i udostępniony do publicznej wiadomości (tamże).

25. Komentowany przepis dotyczy problemu niezwykle kontrowersyjnego na gruncie interpretacji dyrektywy prospektowej i przez to rodzącego istotne problemy w innych krajach członkowskich UE z uwagi na jego praktyczną doniosłość – np. związek z często stosowanymi programami opcji menadżerskich lub pracowniczych, a także wykonywaniem prawa poboru inkorporowanego w papierach wartościowych, będących przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Zgodność unormowania, zawartego w art. 3 ust. 5 ustawy o ofercie z regulacjami dyrektywy prospektowej, wydaje się być dyskusyjna.

26. Dyrektywa prospektowa w art. 4 ust. 1 zawiera kilka wyjątków od obowiązku prospektowego w przypadku ofert publicznych określonych papierów wartościowych. W tym kontekście należy wymienić zwolnienie przewidziane dla publicznej oferty papierów wartościowych, które są oferowane, wydawane lub mają być wydawane na rzecz aktualnych lub byłych dyrektorów lub pracowników przez pracodawcę, którego papiery wartościowe zostały wcześniej dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (art. 4 ust. 1 lit. e). Podobnie art. 4 ust. 1 lit. a) przewiduje podobne zwolnienie dla akcji emitowanych w zamian za akcje tej samej klasy, pod warunkiem że ta nowa emisja nie wiąże się z podniesieniem kapitału zakładowego, czy wreszcie akcji, które są oferowane, wydawane lub mają być wydawane nieodpłatnie na rzecz dotychczasowych akcjonariuszy oraz dywidend wypłacanych w formie akcji tego samego rodzaju. W przypadku zwolnienia z obowiązku prospektowego, opisanego w art. 3 ust. 5 ustawy o ofercie, można przyjąć, że w pewnym bardzo wąskim zakresie nawiązuje ono do pierwszego przypadku, a mianowicie dotyczącego ofert papierów wartościowych oferowanych bądź wydawanych na rzecz pracowników lub kadry menadżerskiej, która uzyskała papiery wartościowe inkorporujące opcję objęcia lub złożenia zapisu na akcje wyemitowane przez ich pracodawcę lub jednostką powiązaną, pod warunkiem że inne akcje ich pracodawcy zostały już dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Jest to niewątpliwie jeden z wielu „ukłonów” prawodawcy europejskiego wobec idei akcjonariatu pracowniczego. Problem jednak w tym, że zakres zastosowania art. 3 ust. 5 ustawy o ofercie jest zdecydowanie szerszy niż art. 4 ust. 1 lit. e) dyrektywy prospektowej. Ponadto w przypadku oferty publicznej papierów wartościowych, która nie została objęta zakresem za-

stosowania żadnego z wyjątków określonych w art. 3 ust. 2 lub art. 4 ust. 1, dyrektywa prospektowa jednoznacznie przewiduje powstanie obowiązku prospektowego (art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie). Powstaje więc pytanie, czy w innych przypadkach, objętych zakresem zastosowania art. 3 ust. 5, mamy do czynienia z publicznym proponowaniem (publiczną ofertą) papierów wartościowych.

27. Uzasadnienie projektu ustawy z 4 września 2008 r. nowelizującej ustawę o ofercie wydaje się wychodzić z założenia, że w przypadkach opisanych w art. 3 ust. 5 nie mamy do czynienia z publicznym proponowaniem (publiczną ofertą) akcji, gdyż byłoby to sprzeczne z „ideą takich papierów wartościowych”, która zakłada, że w przypadku wydawania akcji w celu realizacji inkorporowanego w nich uprawnienia „nie dochodzi [bo nie ma takiej potrzeby] do przekazywania przez emitenta pełnej informacji o nim i wydawanych akcjach – tę informację inwestorzy otrzymali już z chwilą odpowiadania na ofertę [publiczną] papierów wartościowych inkorporujących przedmiotowe uprawnienie” (s. 3 Uzasadnienia). Wydaje się, że założenie to jest zbyt generalne i w konkretnym przypadku nie zawsze musi być zasadne. Zależy to od konkretnego kształtu uprawnienia do nabycia akcji inkorporowanego w omawianych papierach wartościowych oraz zakresu informacji, które są im przekazywane na temat nabywania akcji w wyniku realizacji tych uprawnień. Interpretacja art. 3 ust. 5 ustawy o ofercie, zgodna z dyrektywą prospektową, nakazywałaby więc taką interpretację tego przepisu, która zawęży jego zastosowanie do przypadków, o których mowa w art. 4 ust. 1 lit. e) dyrektywy, względnie przypadków, w których nie mamy do czynienia z publiczną ofertą akcji w rozumieniu dyrektywy (a więc nie jest to publiczne proponowanie nabycia tych papierów wartościowych). Do tej drugiej grupy przypadków należałyby sytuacje, w których akcjonariusz nabywa akcje nieodpłatnie, względnie w ogóle nie podejmuje decyzji o ich nabyciu, uzyskując je niejako automatycznie bez konieczności ich obejmowania, tak jak akcje „gratisowe” (por. art. 442 § 3 k.s.h.), choć ten konkretny przypadek objęty jest zakresem zastosowania art. 7 ust. 3 pkt 5 lit. c) ustawy o ofercie.

Art. 4. [Objaśnienie pojęć]

Ilekoć w ustawie jest mowa o:

- 1) rynku regulowanym – rozumie się przez to rynek regulowany w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;**
- 2) alternatywnym systemie obrotu – rozumie się przez to alternatywny system obrotu w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;**
- 3) obrocie pierwotnym – rozumie się przez to dokonywanie oferty publicznej przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty;**
- 4) obrocie wtórnym – rozumie się przez to obrót wtórny w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;**
- 5) pierwszej ofercie publicznej – rozumie się przez to dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych;**
- 6) emitencie – rozumie się przez to podmiot emitujący papiery wartościowe we własnym imieniu;**
- 7) wprowadzającym – rozumie się przez to właściciela papierów wartościowych dokonującego oferty publicznej;**
- 8) instrumentach finansowych – rozumie się przez to instrumenty finansowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;**
- 9) papierach wartościowych – rozumie się przez to papiery wartościowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;**
- 10) papierach wartościowych o charakterze nieudziałowym – rozumie się przez to papiery wartościowe niebędące:
 - a) akcjami,**
 - b) papierami wartościowymi inkorporującymi prawa majątkowe tożsame z prawami wynikającymi z akcji,**
 - c) certyfikatami inwestycyjnymi,****

- d) papierami wartościowymi inkorporującymi prawo do objęcia lub nabycia papierów wartościowych, o których mowa w lit. a lub b, w wyniku ich zamiany lub wykonania prawa w nich inkorporowanego, emitowanymi przez emitenta papierów wartościowych, o których mowa w lit. a lub b, albo podmiot należący do jego grupy kapitałowej;
- 11) kwitach depozytowych – rozumie się przez to kwity depozytowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 12) subemitencie inwestycyjnym – rozumie się przez to podmiot będący stroną zawartej z emitentem albo wprowadzającym umowy, w której podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych oferowanych w ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania;
- 13) subemitencie usługowym – rozumie się przez to podmiot będący stroną zawartej z emitentem albo wprowadzającym umowy, w której podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej;
- 14) podmiocie dominującym – rozumie się przez to podmiot w sytuacji, gdy:
- a) posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub
 - b) jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu, lub
 - c) więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności;