

Justyna Majerowicz

Akademia Morska w Gdyni

KIERUNEK ZMIAN W OTOCZENIU REGULACYJNYM POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO DLA EMITENTÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W LATACH 1991-2005

1. Wstęp

W niniejszym artykule dokonano identyfikacji zmian przepisów prawa pierwotnego rynku kapitałowego w latach 1991-2005, które świadczą o dokonującej się liberalizacji i zróżnicowaniu uregulowań prawnych dla emitentów papierów wartościowych¹.

Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* (PoPOPWiFP)² w art. 49 § 1 ustanowiła zasadę, stosownie do której publiczny obrót papierami wartościowymi może się odbywać po uprzednim wyrażeniu zgody przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd³. Wyjątek stanowiły papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski, które z mocy prawa są dopuszczone do publicznego obrotu.

Uzyskanie zgody na wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu wymagało od emitenta lub wprowadzającego wystąpienia, za pośrednictwem domu maklerskiego lub banku prowadzącego działalność maklerską, z wnioskiem do KPWiG. Wniosek o uzyskanie zgody na wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu musiał spełniać wymogi formalne (m.in. koniecz-

¹ Analizie podlegały art. 49-53 (rozdział V) ustawy z 1991 r. *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*, art. 61-88 (rozdział V) ustawy z 1997 r. *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, oraz art. 1-55 (rozdziały I i II) ustawy z 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

² Zob. tab. 1 pkt 1.

³ W PoPOPW (tekst jednolity: DzU 2005 nr 111, poz. 937) zasada ta sformułowana była w art. 61.

Tabela 1. Ustawy regulujące publiczny obrót papierami wartościowymi oraz wybrane zmiany tych ustaw w latach 1991-2005

Lp.	Akt prawny	Dziennik Ustaw	Akt z dnia	Wszedł w życie
1.	Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. <i>Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych</i>	DzU 1991 nr 35, poz. 155	1991.03.22	1991.04.25
2.	Ustawa z dnia 9 października 1991 r. o zmianie ustawy <i>Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych</i> (art. 1)	DzU 1991 nr 103, poz. 447	1991.10.09	1991.11.29
3.	Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (art. 41)	DzU 1993 nr 44, poz. 202	1993.04.30	1993.06.15
4.	Ustawa z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy <i>Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw</i> (art. 1)	DzU 1994 nr 4, poz. 17	1993.12.29	1994.02.14
5.	Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. <i>Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi</i>	DzU 1997 nr 118, poz. 754	1997.08.21	1998.01.04
6.	Ustawa z dnia 23 lipca 1998 r. o zmianie ustawy <i>Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi</i> , ustawy o rachunkowości oraz ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych (art. 1)	DzU 1998 nr 107, poz. 669	1998.07.23	1998.08.20
7.	Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. <i>Przepisy wprowadzające kodeks karny</i> (art. 5 §2 pkt 55)	DzU 1997 nr 88, poz. 554	1997.06.06	1998.09.01
8.	Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw (art. 5)	DzU 2000 nr 60, poz. 702	2000.06.29	2000.08.27
9.	Ustawa z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o postępowaniu egzekucyjnym w administracji, ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, ustawy o dopłatach do oprocentowania niektórych kredytów bankowych, ustawy <i>Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi</i> , ustawy <i>Ordynacja podatkowa</i> , ustawy o finansach publicznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w związku z dostosowaniem do prawa Unii Europejskiej (art. 4)	DzU 2000 nr 122, poz. 1315	2000.12.08	2001.01.15 2004.05.01
10.	Ustawa z dnia 5 grudnia 2002 r. o zmianie ustawy o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa, ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz niektórych innych ustaw (art. 10)	DzU 2002 nr 240, poz. 2055	2002.12.05	2003.01.15
11.	Ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz innych ustaw (art. 2)	DzU 2003 nr 170, poz. 1651	2003.08.27	2003.10.15
12.	Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy <i>Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw</i> (art. 1)	DzU 2004 nr 64, poz. 594	2004.03.12	2004.05.01
13.	Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o europejskim zgrupowaniu interesów gospodarczych i spółce europejskiej (art. 135)	DzU 2005 nr 62, poz. 551	2004.03.04	2005.05.19

Źródło: opracowanie własne.

ność załączenia prospektu emisyjnego), określone pierwotnie w art. 50 PoPOPWiFP, a w ustawie z 21 sierpnia 1997 r. *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* (PoPOPW) w art. 68, pod rygorem zwrócenia wniosku bez rozpoznania.

Nowelizacja PoPOPWiFP z grudnia 1993 r. (tab. 1, pkt 4) wprowadziła zapis, iż emitent, który zamierza uzyskać zezwolenie jedynie na obrót w regulowanym obrocie pozagiełdowym, nie musi tworzyć prospektu – wystarczy przygotowanie memorandum informacyjnego (art. 50 § 3 PoPOPWiFP)⁴. Przepis ten miał na celu uproszczenie procedury, jako że memorandum – pod względem zakresu informacji, jakie powinno zawierać – stanowiło bardzo zubożoną wersję prospektu. Różnica pomiędzy tymi dwoma dokumentami polegała na tym, że memorandum nie stanowiło prawnie wiążącego dokumentu zawierającego informacje o propozycji nabycia papierów wartościowych, gdyż przy wprowadzeniu papierów wartościowych do publicznego obrotu w tym trybie nie dochodziło do złożenia żadnej propozycji nabycia papierów, które zostały objęte bądź nabyte już uprzednio w obrocie niepublicznym. Z kolei do obrotu publicznego papiery wartościowe wprowadzane są tylko celem rozpoczęcia obrotu nimi na rynku pozagiełdowym regulowanym. Celem memorandum było wyłącznie przekazanie informacji o emitencie oraz o papierach wartościowych, będących przedmiotem wprowadzenia do publicznego obrotu, przy czym papiery wartościowe, których dotyczyło memorandum, wprowadzane były do obrotu na rynku pozagiełdowym regulowanym [4, s. 732-733]⁵.

Ustawa PoPOPW, która weszła w życie 4 stycznia 1998 roku, w art. 63 wprowadziła jedną z ważniejszych zmian do prawa rynku kapitałowego. Przepis ten ustanowił tzw. „rejestracyjny” tryb wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu [5, s. 353]. Celem przepisu było uproszczenie oraz przyspieszenie procedury wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu przez emitentów, którzy w sposób rzetelny ujawniali informacje przez czas określony w ustawie. Emitent, który podlegał nieprzerwanie przez co najmniej 36 miesięcy obowiązkowi informacyjnym określonym w przepisach wydanych na podstawie art. 81 ust. 5 lub w art. 82 ust. 2, nie musiał występować do KPWiG o zgodę na wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu. Wystarczy, że emitent złożył do KPWiG zawiadomienie, najpóźniej na 21 dni przed rozpoczęciem subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych.

⁴ Na mocy noweli z 2000 r. (zob. tab. 1, pkt 9) w art. 68 PoPOPW skreślono pkt 4, który w przypadku składania wniosku przez emitenta do KPWiG o uzyskanie zgody jedynie na obrót wtórny w regulowanym obrocie pozagiełdowym przewidywał możliwość załączenia do wniosku, zamiast prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego. Od momentu wejścia w życie nowelizacji dotyczącej emitentów oraz wprowadzających obowiązywały prospekty emisyjne, które w zależności od rynku, na którym miał odbywać obrót wtórny wprowadzanymi do publicznego obrotu papierami wartościowymi, różniły się wymogami informacyjnymi.

⁵ Sporządzenie prospektu emisyjnego było zatem obowiązkowe w trzech przypadkach: 1) wprowadzenia papierów wartościowych do publicznego obrotu w trybie obrotu pierwotnego (np. nowa emisja akcji), 2) wprowadzenia papierów wartościowych do publicznego obrotu w trybie pierwszej oferty publicznej (*initial public offering* – IPO), 3) wprowadzenia już istniejących papierów wartościowych do wtórnego obrotu dokonywanego na regulowanym rynku giełdowym bez przeprowadzania pierwszej oferty publicznej.

Ustawa PoPOPW w art. 80 wprowadziła ważne postanowienie, stosownie do którego cena emisyjna lub cena sprzedaży nie musiała być zawarta w prospekcie emisyjnym i jego skrócie, czyli dokumentach składanych do KPWIG jako załącznik do wniosku o uzyskanie zgody na wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu. Zamieszczenie ceny w prospekcie lub podanie jej w przypadku prospektu bez ceny najpóźniej na 2 dni robocze przed dniem rozpoczęcia subskrypcji lub sprzedaży powodował zakaz jej zmiany. Komentowany przepis umożliwiał emitentom lub wprowadzającym elastyczne reagowanie na zmieniające się warunki rynkowe, co miało znaczenie zwłaszcza w okresie koniunktury rynkowej podlegającej znacznym wahaniom [6, s. 439]. Od chwili złożenia wniosku do KPWIG do dnia rozpoczęcia subskrypcji upływało kilka miesięcy. W tym czasie możliwość uplasowania emisji po cenie ustalonej w warunkach rynkowych sprzed kilku miesięcy była niejednokrotnie utrudniona. Złożenie do KPWIG prospektu bez ceny pozwalało na określenie ceny z uwzględnieniem nie tylko bieżącej sytuacji i perspektyw spółki, ale także potencjalnego popytu na oferowane papiery wartościowe, wiążącego się w znacznym stopniu z sytuacją na rynku kapitałowym. Umożliwiał to ustalenie optymalnej ceny emisyjnej lub sprzedaży, uwzględniającej wartość rynkową spółki oraz sytuację spółki na rynku pierwotnym i wtórnym.

Nowelizacją z dnia 8 grudnia 2000 r.⁶ zmieniono art. 63 PoPOPW, rozszerzając możliwość zastosowania rejestracyjnego trybu wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu do pięciu przypadków. Zgody KPWIG nie wymagało wprowadzenie do publicznego obrotu: papierów wartościowych emitowanych przez spółkę, której akcje były notowane na urzędowym rynku giełdowym i jeżeli spółka ta podlegała nieprzerwanie przez okres co najmniej 18 miesięcy⁷ obowiązkowi informacyjnym, określonym w art. 81 ust. 1 pkt 3; walorów emitowanych przez spółkę, której akcje były notowane na urzędowym rynku giełdowym, jeżeli propozycja ich nabycia w obrocie pierwotnym kierowana była wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych⁸; papierów wartościowych, jeżeli obrót wtórny tymi papierami miał odbywać się wyłącznie na rynku nieurzędowym, o którym była mowa w art. 90 ust. 1 pkt ustawy, czyli na rynku zarówno giełdowym, jak i pozagiełdowym⁹.

⁶ W wyniku nowelizacji z grudnia 2000 r. (zob. tab. 1 pkt 9) zmianie uległo 109 spośród 178 artykułów ustawy, co stanowi ponad 60% wszystkich jej przepisów.

⁷ Do czasu sprzed nowelizacji z grudnia 2000 r. było to 36 miesięcy.

⁸ Nowelizacja z dnia 8 grudnia 2000 r. wprowadziła w art. 4 pkt. 21 PoPOPW definicję inwestora kwalifikowanego, przede wszystkim na potrzeby uproszczonego trybu wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu.

⁹ Z dniem uzyskania przez Polskę członkostwa w Unii Europejskiej wszedł w życie art. 63 ust. 1 pkt 2 PoPOPW, który określał, iż zgody KPWIG nie wymagało wprowadzenie do publicznego obrotu papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym wskazanym Komisji Europejskiej jako rynek urzędowy przez państwo członkowskie inne niż Rzeczpospolita Polska, jeżeli papiery te były notowane na rynku urzędowym w jednym z państw Unii Europejskiej lub proponowanie ich nabycia nastąpiło zgodnie z prospektem będącym podstawą tego dopuszczenia (tzw. zasada wzajemnego uznawania prospektów w ramach państw Unii Europejskiej). Artykuł 63 ust. 1 pkt 2 w powyższym brzmieniu usunięto nowelizacją PoPOPW z marca 2004 r. (zob. tab. 1 pkt 12).

Nowelizacją z grudnia 2000 r. dodany został do PoPOPW art. 72 ust. 2. Przepisy te wprowadziły możliwość zwolnienia przez KPWiG emitenta, na jego wniosek, z obowiązku zamieszczenia w prospekcie informacji, które naruszyłyby jego interes gospodarczy lub interes osób wchodzących w skład organów zarządzających lub kontrolujących emitenta.

Nowela z 8 grudnia 2000 r., w art. 76 ust. 1, w art. 77 ust. 1 oraz w art. 80 ust. 1 PoPOPW wprowadziła zapisy skracające okres, w jakim powinna być podana do publicznej wiadomości informacja odpowiednio o zawartej umowie o subemisję inwestycyjną, usługową oraz o cenie emisyjnej lub cenie sprzedaży papierów wartościowych, co umożliwi bardziej elastyczne reagowanie emitentów na sytuację na rynku. Informacje te emitent lub wprowadzający zobowiązany był podać do publicznej wiadomości przed rozpoczęciem subskrypcji lub sprzedaży¹⁰.

24 października 2005 r. w miejsce obowiązującej dotąd jednej ustawy *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* zaczęły obowiązywać trzy nowe: o ofercie¹¹ [10]; o obrocie instrumentami finansowymi [9] oraz o nadzorze nad rynkiem kapitałowym [8]. W uproszczeniu – każda z nowych ustaw reguluje jeden z obszarów struktury rynku kapitałowego: rynek pierwotny, rynek wtórny oraz nadzór nad rynkiem kapitałowym. Potrzeba nowej regulacji miała uzasadnienie wynikające zarówno z doświadczeń praktycznego funkcjonowania prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, jak i ujednolicenia zasad funkcjonowania rynku kapitałowego w ramach Unii Europejskiej w wyniku implementacji Dyrektywy Rady i Parlamentu Europejskiego (2003/71/WE) i Rozporządzenia Komisji Europejskiej (809/2004) [2, s. 20].

Nowa ustawa w art. 3 wprowadziła definicję „publicznego proponowania papierów wartościowych” oraz „oferty publicznej”¹² jako podstawowych pojęć ustawy, które zastępują definicję „publicznego obrotu” funkcjonującą w uchylonej ustawie PoPOPW. Ponadto do kompetencji KPWiG nie należy już wyrażanie zgody na wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu. Artykuł 7 ustawy o ofercie (odpowiadający art. 61 PoPOPW) formułuje obowiązek sporządzenia i zatwierdzenia przez KPWiG prospektu emisyjnego jako generalną zasadę obowiązującą emitentów i wprowadzających dokonujących publicznej oferty i zamierzają-

¹⁰ Do dnia 15 stycznia 2001 r. emitent lub wprowadzający zobowiązany był podać do publicznej wiadomości informacje o zawartej umowie o subemisję inwestycyjną, usługową oraz o cenie emisyjnej lub cenie sprzedaży papierów wartościowych najpóźniej na 2 dni przed rozpoczęciem subskrypcji lub sprzedaży.

¹¹ Ustawa o ofercie reguluje zasady i warunki dokonywania oferty publicznej papierów wartościowych oraz dopuszczania do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, jak również obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami wartościowymi oraz innymi instrumentami finansowymi (art. 1).

¹² Stosownie do art. 2 ust. 1 lit. d) Dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych.

cych uzyskać dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. KPWiG nie może odmówić zatwierdzenia prospektu, chyba że jego forma lub treść jest niezgodna z wymogami prawa [3, s. 5]. W trakcie procedury w KPWiG sprawdzana będzie jedynie zgodność zawartości dokumentu z wymogami formalnymi. W ramach określonych przepisami unijnego rozporządzenia o prospekcie¹³ emitenci sami decydują, jakie informacje ujawniają w prospekcie. Odpowiedzialność za podanie nieprawdziwych informacji i celowe pominięcie ważnych informacji spada na autorów prospektu.

Nowa ustawa dopuszcza przeprowadzanie niektórych emisji bez przymusu prospektowego lub na podstawie znacznie krótszego memorandum informacyjnego¹⁴. Artykuł 7 ust. 3 i 4 ustawy o ofercie wskazuje przypadki, kiedy sporządzenie, zatwierdzenie przez KPWiG i udostępnienie do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego nie jest wymagane¹⁵ – m.in. w związku z ofertą kierowaną wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych lub gdy oferta publiczna dotyczy papierów wartościowych, których jednostkowa wartość nominalna wynosi nie mniej niż 500 000 euro.

Pojęcie inwestora kwalifikowanego zdefiniowane w art. 8 ustawy o ofercie zostało znacznie rozszerzone w stosunku do definicji zawartej w PoPOPW. Inwestorem kwalifikowanym, obok instytucji finansowych (banków, domów maklerskich, funduszy inwestycyjnych i emerytalnych), państw, jednostek samorządu terytorialnego, mogą być małe i średnie przedsiębiorstwa oraz osoby fizyczne¹⁶, pod warunkiem że zarejestrują się w KPWiG. Takie zdefiniowanie pojęcia inwestora kwalifikowanego powinno ułatwić szybki dostęp do kapitału spółkom, które znajdują odpowiednich inwestorów.

W celu uelastycznienia zasad zawierania umów o subemisję usługową w art. 14 ustawy o ofercie wprowadzono możliwość zawierania właściwej umowy w dowolnym momencie, także w trakcie trwania subskrypcji.

W art. 21 ust. 1 komentowanej ustawy, jako opcję, wprowadzono nową formę prospektu emisyjnego¹⁷ w postaci trzech odrębnych dokumentów: dokumentu rejestracyjnego zawierającego informacje o emitencie, dokumentu ofertowego zawierającego informacje o ofercie papierów wartościowych oraz dokumentu podsumo-

¹³ Rozporządzenie 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wdrażające Dyrektywę 2003/71/WE w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odesłanie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz upowszechniania reklam.

¹⁴ Przypadki oraz zasady przeprowadzania ofert publicznych oraz dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym na podstawie memorandum informacyjnego określają przepisy art. 38-40 oraz 42 ustawy o ofercie.

¹⁵ Implementacja art. 3 ust. 2 Dyrektywy 2003/71/WE.

¹⁶ Artykuł 8 definiuje pojęcie „małego i średniego przedsiębiorcy” oraz podaje kryteria uznania osoby fizycznej za inwestora kwalifikowanego.

¹⁷ Przepis art. 25 ust. 1 ustawy o ofercie wskazuje rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 809/2004 jako akt prawny określający szczegółowe warunki, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny.

wującego streszczającego najważniejsze informacje zamieszczone w powyższych dwóch dokumentach. Przez wprowadzenie dwóch form prospektu emisyjnego (jednolity dokument bądź zestaw dokumentów) umożliwiono w komentowanej ustawie bardziej elastyczne planowanie ofert publicznych i ubieganie się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, w zależności od potrzeb emitenta.

W konsekwencji wprowadzono też nową procedurę wnioskowania o zatwierdzenie prospektu emisyjnego składającego się z trzech dokumentów (art. 28-30 ustawy o ofercie). Ze względu na to, że emitent w takim wypadku może wystąpić albo o zatwierdzenie wszystkich trzech dokumentów łącznie, albo samego dokumentu rejestracyjnego (a dokumentu ofertowego i podsumowującego w momencie podjęcia decyzji o emisji), określono szczegółowy tryb postępowania w obu przypadkach. Rozwiązanie to pozwala emitentom elastycznie podchodzić do możliwości częstego emitowania papierów wartościowych, jednak bez określania z góry, kiedy te oferty miałyby być przeprowadzone. Dysponując zatwierdzonym dokumentem rejestracyjnym, emitent może dowolnie wybrać moment (w okresie ważności dokumentu rejestracyjnego) na przeprowadzenie oferty.

Nowa ustawa wprowadziła również przepisy (art. 22 ust. 2) tworzące możliwość tzw. włączania przez odesłanie. Oznacza to, że informacje, które już uprzednio zostały przekazane do KPWIG i udostępnione do publicznej wiadomości, mogą być zamieszczone w prospekcie emisyjnym przez odesłanie do dokumentu, w którym były pierwotnie zamieszczone, bez ich powtarzania w prospekcie emisyjnym. Jest to znaczne ułatwienie dla emitentów, ponieważ nie są oni zobowiązani do ponownej publikacji różnych dokumentów korporacyjnych (np. statutu czy raportów rocznych), co znacznie zwiększa koszt przygotowania prospektu emisyjnego.

Artykuły 36 oraz 37 wprowadzają do polskiego prawa zasadę „jednego paszportu” (*single passport*)¹⁸. Artykuł 36 określa tryb powiadamiania organu nadzoru w państwie członkowskim UE o zatwierdzeniu prospektu przez KPWIG¹⁹. Przyjęte rozwiązanie umożliwia przeprowadzenie oferty papierów wartościowych lub ubieganie się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym w państwach członkowskich UE na podstawie prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez KPWIG (zob. [7])²⁰.

Jedną z głównych barier rozwoju rynku kapitałowego stanowi przeregulowana, mało elastyczna i restrykcyjna konstrukcja rynku, na której kształcie silnie zaważyła ustawa z 22 marca 1991 r., wprowadzająca kategorię publicznego obrotu. Kategoria ta konstruowana była przede wszystkim na potrzeby prywatyzacji kapitałowej przedsiębiorstw na podstawie ofert publicznych. W analizowanym okresie czasu dokonywała się liberalizacja przepisów prawa rynku kapitałowego dla emi-

¹⁸ Przepisy te stanowią transpozycję art. 18 Dyrektywy 2003/71/WE. Nowe prawo Unii Europejskiej regulujące kwestie związane z prospektem emisyjnym zastępuje system „wzajemnego uznawania” (*mutual recognition*) – zob. Dyrektywa 2001/34/WE i 89/298/EWG – prospektów emisyjnych przez państwa członkowskie Unii Europejskiej zasadą „jednego paszportu”.

¹⁹ Przepis ten stanowi transpozycję art. 18 Dyrektywy 2003/71/WE.

²⁰ Artykuł 37 natomiast wprowadza procedurę uznawania „zagranicznego” prospektu emisyjnego w Polsce.

tentów papierów wartościowych, uwieńczona wejściem w życie 24 października 2005 r. trzech nowych ustaw, w tym omawianej ustawy o ofercie, których założeniem było zwiększenie konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego i poprawienie sprawności jego funkcjonowania, szczególnie w zakresie warunków przeprowadzania publicznej oferty i dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

Literatura

- [1] Koziorowski L., *Ustawa o ofercie publicznej – kierunek zmian*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005 nr 9.
- [2] Mrowiec Z., *Nowa regulacja rynku kapitałowego w Polsce*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005 nr 9.
- [3] *Nowe regulacje rynku kapitałowego – najważniejsze zmiany i ich konsekwencje dla uczestników rynku*, KPWiG 2005, www.kpwig.gov.pl.
- [4] *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, red. L. Sobolewski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999.
- [5] Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999.
- [6] Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz. 2. wydanie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003.
- [7] Thiel S., *Europejski paszport prospektu emisyjnego*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005 nr 11.
- [8] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (DzU 2005 nr 183, poz. 1537).
- [9] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU 2005 nr 183, poz. 1538).
- [10] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005 nr 184, poz. 1539).

MAJOR CHANGES ON THE POLISH CAPITAL MARKET FOR ISSUERS OF SECURITIES IN 1991-2005

Summary

This article indicates the most important changes for issuers introduced on Polish capital market in 1991-2005. The author describes changes which were made by the amendment to the Law on the public trading of securities and investment funds dated 22nd march 1991 and to the Law on the public trading of securities dated 21st august 1997, and changes which have been introduced by three acts pas-

sed by the Parliament on July 29th 2005 which are now a new constitution of the Polish capital market. The new law came into force on October 24th 2005. The changes aim mainly at increasing the role of the Polish capital market in the economy. These three acts are:

1. On public offering, conditions governing an introduction of financial instruments to organised trading and public companies („act on offering and companies”).
2. On trading in financial instruments (“act on trading”).
3. On capital market supervision (“act on supervision”).

Changes are based on three basic assumptions: 1) stimulation of competition and liberalization for issuers (allowing trading off the regulated market, wider forms of trading); 2) full harmonisation with EU regulations (implementation of prospectus directive); 3) three acts regulating the whole capital market (primary market, secondary market and supervision are regulated separately, breakout complies better with EU rules on law-making and will facilitate further harmonisation with new EU regulations).