

Przegląd Prawno-Ekonomiczny

REVIEW OF LAW, BUSINESS & ECONOMICS

styczeń-luty-marzec

Nr 46
(1/2019)



WYDZIAŁ ZAMIEJSKOWY
PRAWA I NAUK
O SPOŁECZEŃSTWIE | **KUL**

WYDAWCA

Katolicki Uniwersytet Lubelski Jana Pawła II | Wydział Zamiejscowy Prawa i Nauk o Społeczeństwie
w Stalowej Woli

ADRES REDAKCJI

Redakcja „Przeglądu Prawno-Ekonomicznego” | 37-450 Stalowa Wola, ul. Ofiar Katynia 6a |
e-mail: ppe@kul.pl

ZESPÓŁ REDAKCYJNY

dr Artur Lis – redaktor naczelny (editor-in-chief) | dr David W. Lutz (Holy Cross College w Notre Dame, USA) | dr Dariusz Żak – zastępcy redaktora naczelnego (associate editors) | dr hab. Grzegorz Wolak – sekretarz redakcji (administrative editor) | dr hab. Piotr T. Nowakowski – redaktor ds. międzynarodowych (international editor) | dr hab. Filip Ciepły, dr Isaac Desta (Holy Cross College w Notre Dame, USA), dr Dorota Tokarska, dr Dominik Tyrawa, dr Timothy Wright (Holy Cross College w Notre Dame, USA) – redaktorzy tematyczni (subject editors) | dr Piotr Pomorski – redaktor statystyczny (statistical editor) | mgr Agnieszka Lis – redaktor językowy polskojęzyczny (Polish-language editor) | mgr Tomasz Deptuła (USA) – redaktor językowy anglojęzyczny (English-language editor) | prof. dr hab. Nikolaï Gołowaty (UKRAINA) – redaktor językowy rosyjskojęzyczny | dr Judyta Przyłuska-Schmitt – redaktor konsultant (consulting editor) | mgr Rafał Podlesny – redaktor techniczny (layout editor)

RADA NAUKOWA

ks. prof. dr hab. Antoni DĘBIŃSKI (Rektor KUL Lublin) | prof. dr hab. Thomas BURZYCKI (Holy Cross College w Notre Dame, USA) | prof. dr hab. Wiktor CZEPURKO (Ukraina) | dr hab. Leszek CWIKAŁA (KUL Stalowa Wola) | prof. dr hab. Czesław DEPTUŁA (KUL Lublin) | dr hab. Marzena DYJAKOWSKA (KUL Lublin) | abp. prof. dr hab. Andrzej DZIĘGA (Szczecin) | dr hab. Krzysztof GRZEGORCZYK (Wyższa Szkoła Humanistyczno-Przyrodnicza w Sandomierzu) | nadkom. dr Dominik HRYSZKIEWICZ (Wyższa Szkoła Policji w Szczytnie) | prof. dr hab. Aleks JUDASZEW (Interregional Academy of Personnel Management, Ukraina) | prof. dr hab. Marian KOZACZKA (KUL Stalowa Wola) | prof. dr hab. Andrzej KUCZUMOW (KUL Stalowa Wola) | prof. dr hab. Pantelis KYRMIZOGLOU (Alexander TEI of Thessaloniki, Greece) | dr hab. Antoni MAGDOŃ (KUL Stalowa Wola) | ks. prof. dr hab. Henryk MISZTAŁ (KUL Lublin) | prof. dr hab. Wojciech NASIEROWSKI (University of New Brunswick) | prof. dr hab. Jurij PACZKOWSKI (Ukraina) | prof. dr hab. Pylyp PYLYPENKO (Ukraina) | prof. dr hab. Anton STASCH (European Academy of Technology & Management, Oedheim Niemcy) | prof. dr hab. Tomasz WIELICKI (California State University, Fresno) | ks. dr hab. Krzysztof WARCHAŁOWSKI (Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego)

RECENZENCI ZEWNĘTRZNI

dr hab. Leszek BIELECKI (Wyższa Szkoła Ekonomii, Prawa i Nauk Medycznych w Kielcach) | dr Walentyn GOŁOWCZENKO (Interregional Academy of Personnel Management, Ukraina) | dr hab. Mirosław KARPIUK (Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie) | dr Barbara Lubas (Nadbużańska Szkoła Wyższa w Siemiatyczach) | prof. dr hab. Oleksander MEREŻKO (Ukraina) | dr Kiril MURAWIEW (Interregional Academy of Personnel Management, Ukraina) | dr Łukasz Jerzy PIKULA (Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach) | ks. dr hab. Tomasz RAKOCZY (Uniwersytet Zielonogórski) | dr hab. Krystyna ROSŁANOWSKA-PLICHCIŃSKA (Wyższa Szkoła Zarządzania i Ekologii w Warszawie) | dr hab. Piotr RYGUŁA (Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego) | dr hab. Romuald SZEREMIETIEW (Akademia Obrony Narodowej) | prof. dr hab. Jerzy Tomasz SZKUTNIK (Politechnika Częstochowska) | prof. dr hab. Dariusz SZPOPER (Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie) | dr hab. Andrzej SZYMAŃSKI (Uniwersytet Opolski) | dr Agnieszka OGRODNIK-KALITA (Uniwersytet Pedagogiczny im. KEN w Krakowie)

DRUK I OPRAWA

VOLUMINA.PL DANIEL KRZANOWSKI | ul. Ks. Witolda 7-9, 71-063 Szczecin | tel. 91 812 09 08 |
e-mail: druk@volumina.pl

ISSN 1898-2166 | Nakład 300 egz.

Spis treści

Artykuły

KAROL BAJDA *Kryminologiczne oraz kryminalistyczne aspekty wybranych form współczesnej przestępczości zorganizowanej w Polsce* | 9

KAROL JUSZKA *Geneza instytucji warunkowego umorzenia postępowania karnego* | 25

DOROTA SEMKÓW *Fałsz materialny dokumentu. Aspekty prawne i kryminalistyczne* | 40

KAROLINA PAŁKA *Analiza odpowiedzialności karnej za mowę nienawiści w wybranych porządkach prawnych* | 55

JAN KLUZA *Postępowanie dowodowe w oparciu o art. 168a i art. 168b k.p.k. Uwagi na tle uchwały Sądu Najwyższego o sygn. I KZP 4/18 oraz wniosku Prokuratora Generalnego do Trybunału Konstytucyjnego w sprawie K 6/18* | 68

ROBERT TALAGA *Prawo kuratora spadku do wynagrodzenia za czynności podejmowane przed sądem administracyjnym* | 84

DOMINIK TYRAWA *Model gospodarowania odpadami komunalnymi przez wspólnoty mieszkaniowe* | 108

KATARZYNA KOS *Czy sądy w Polsce mogą nie stosować prawa wtórnie niekonstytucyjnego?* | 132

ANDRZEJ MICHALIK *Kościelna osoba prawna jako założyciel spółdzielni socjalnej w wymiarze prawno finansowym* | 154

WOJCIECH GIEMZA *Znaczenie deklaracji interpretacyjnych w międzynarodowym prawie traktatów* | 179

KAMIL LEŚNIEWSKI *Kapelani na współczesnym polu walki. Wybrane zagadnienia statusu kapelana w świetle międzynarodowego prawa humanitarne* | 213

MAGDALENA MICHALSKA *Koniec arbitrażu? Wokół wyroku TSUE – Slovakische Republik vs. Achmea BV (C-284/16)* | 228

MATEUSZ PALUCH *Organizacja służby zdrowia w Wojsku Polskim w latach 1918-1925* | 244

TOMASZ FRANC *Kilka uwag o ochronie zwierząt wykorzystywanych w cyrkach* | 254

ŁUKASZ CHYLA *Kilka uwag odnośnie do europejskiej reformy obowiązków prospektowych* | 273

ZBIGNIEW KLIMIUK *Uwarunkowania rozwoju handlu zagranicznego Polski w latach 50. i 60. XX w. Próba realizacji strategii intensywnego i selektywnego rozwoju* | 296

KAROL SKOREK *Teoria kosztów komparatywnych – ujęcie krytyczne* | 328

ZBIGNIEW KLIMIUK *Handel i kooperacja przemysłowa RFN z krajami bloku komunistycznego do 1970 r. na tle ekspansji zachodnioniemieckich inwestycji bezpośrednich po II wojnie światowej* | 339

Glosa

GRZEGORZ WOLAK *Glosa do uchwały Sądu Najwyższego z dnia 19 października 2018r., III CZP 115/17* | 377

SŁAWOMIR ZWOLAK *Glosa do wyroku Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Krakowie z 3 października 2017 r., II SA/Kr 784/17* | 399

Sprawozdanie

ARTUR LIS *Ustawa o ustanowieniu Święta Chrztu Polski* | 409

PIOTR KRZYŻANOWSKI *Sprawozdanie z konferencji naukowej: XXIII Zjazd Katedr Teorii i Filozofii Prawa „Państwo – społeczeństwo – kultura: formalne i nieformalne źródła prawa”* | 419

Tekst źródłowy

ARTUR LIS *Testament Dzierżka z ok. 1190 roku* | 422

Contents

Articles

KAROL BAJDA *Criminological and Forensic Aspects of Selected Forms of Contemporary Organized Crime in Poland* | 9

KAROL JUSZKA *Genesis of institution of the conditional discontinuation of criminal proceedings* | 25

DOROTA SEMKÓW *Material Falsity of the Document. Legal and forensic aspects* | 40

KAROLINA PALKA *The analysis of the hate speech laws in the selected countries* | 55

JAN KLUZA *Evidence proceedings based on art. 168a and art. 168b code of criminal proceeding. Comments on the resolution of the Supreme Court, IKZP 4/18 and the application of the General Prosecutor to the Constitutional Tribunal in case K 6/18* | 68

ROBERT TALAGA *The right to remuneration of curator of the estate for actions taken before the administrative court* | 84

DOMINIK TYRAWA *Model for the management of waste by the community housing* | 108

KATARZYNA KOS *Are the Polish Courts Able Not to Apply the Secondary Unconstitutional Law?* | 132

ANDRZEJ MICHALIK *Church legal person as a founder of social cooperative in financial aspect* | 154

WOJCIECH GIEMZA *The Meaning of Interpretative Declarations in the International Law of Treaties* | 179

KAMIL LEŚNIEWSKI *Chaplains on the modern battlefield. Selected issues of chaplain's status in the light of international humanitarian law* | 213

MAGDALENA MICHALSKA *The end of arbitration? Reflections on the CJEU's judgment – Slowakische Republik vs. Achmea BV (C-284/16)* | 228

MATEUSZ PALUCH *Organization of the health service in the Polish Army in years 1918-1925* | 244

TOMASZ FRANC *Some comments on the protections for circus animals* | 254

ŁUKASZ CHYLA *Some Remarks on the European Reform of Prospectus Law* | 273

ZBIGNIEW KLIMIUK *Conditions of the development of foreign trade in Poland in the 1950s and 1960s. An attempt at implement the strategy of intensive and selective development* | 296

KAROL SKOREK *Theory of comparative costs – critical approach* | 328

ZBIGNIEW KLIMIUK *The trade exchange and industrial cooperation of the Federal Republic of Germany with the communist bloc states until 1970 at the background of the expansion of the country's foreign direct investments after the World War II* | 339

Gloss

GRZEGORZ WOLAK *Gloss to the decision of the Supreme Court of 19 October 2018, III CZP 115/17* | 377

SŁAWOMIR ZWOLAK *Gloss to the judgment of the Provincial Administrative Court in Krakow of 3 October 2017, file ref. II SA / Kr 784/17* | 399

Report

ARTUR LIS *Act on the establishment of the Baptism Day of Poland* | 409

PIOTR KRZYŻANOWSKI *Report on the Scientific Conference: XXIII Convention of Cathedrals of the Theory and Philosophy of the Law «State-society-culture: formal and informal sources of law»* | 419

Source text

ARTUR LIS *Testament of Dzierżek from around 1190* | 422

Łukasz Chyla

Kilka uwag odnośnie do europejskiej reformy obowiązków prospektowych

Some Remarks on the European Reform of Prospectus Law

Wprowadzenie

Oferty publiczne stanowią istotną część każdego rynku. Umożliwiają spółkom (emitentom) pozyskiwanie finansowania w zamian za udziały w przyszłych zyskach od szerokiego grona inwestorów, a zebrane w ten sposób fundusze pozwalają na długoterminowe inwestycje, generujące miejsca pracy i wzrost ekonomiczny. Z punktu widzenia inwestorów, oferty publiczne dają możliwość produktywnego wykorzystania zgromadzonego kapitału i szansę na wysokie zyski w przypadku udanych inwestycji emitenta. Przynosi to korzyści nie tylko dużym instytucjom, ale także całej gospodarce. Siła i efektywność rynków kapitałowych, w szczególności w odniesieniu do instytucji oferty publicznej, ma ogromny wpływ na rozwój całej gospodarki światowej. Oferty publiczne to nie tylko najskuteczniejszy sposób na pozyskanie kapitału, ale także na tworzenie licznych miejsc pracy - statystycznie około 80-90% wzrostu zatrudnienia w spółce publicznej następuje po pierwszej ofercie publicznej¹.

Zgodnie z prawem UE i USA, większość firm, które chcą pozyskać kapitał przy pomocy oferty publicznej lub poprzez dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynkach regulowanych, musi przedstawić organom nadzoru oraz inwestorom prospekt emisyjny. Prospekt zawiera szczegółowe informacje na temat papierów wartościowych, które są emitowane (i / lub które są dopuszczone do obrotu) oraz o szeroko rozumianej działalności emitenta (działalności spółki, jej finansów i struktury akcjonariatu). Z założenia prospekt zawiera

¹ D. Höppner, *Europe's broken IPO market*, <https://www.investeurope.eu/news-opinion/opinion/blog/2015/ipo/> (dostęp: 15.06.2018).

informacje niezbędne inwestorowi do podjęcia racjonalnej decyzji o zainwestowaniu w papiery wartościowe (takie jak akcje, obligacje, ew. instrumenty pochodne).

Warto przy tym zwrócić uwagę, że europejski rynek kapitałowy charakteryzuje niezwykle duża liczba regulacji (w porównaniu np. do amerykańskiego). Dotyczy to również oferty publicznej i zobowiązań prospektowych emitentów. Ekonomiczna analiza prawa wskazuje, iż europejskie (w tym polskie) rozwiązania w zakresie obowiązków prospektowych w związku z przeprowadzaniem oferty publicznej, mające w założeniu chronić inwestorów i ład informacyjny na rynku kapitałowym, w rzeczywistości poważnie osłabiają jego efektywność i konkurencyjność w porównaniu np. do USA². Co więcej, regulacje te wprowadzają chaos informacyjny, a wręcz osłabiają ochronę inwestorów - skutecznie zniechęcając ich do lokowania swoich środków na rynkach kapitałowych. Reforma kształtu obowiązków prospektowych jest pilnie potrzebna jako przeciwwaga dla dynamicznego rozwoju i konkurencji ze strony alternatywnych metod pozyskiwania kapitału takich jak *Initial Coin Offerings* przy pomocy technologii *blockchain*.

Pojawiają się głosy, że usunięcie barier prawnych dla ofert publicznych, w postaci odpowiedniego uproszczenia i uelastycznienia obowiązków prospektowych dla spółek (w tym innowacyjnych przedsiębiorstw i start-upów) dałoby im bodziec do wejścia na rynek kapitałowy i uzyskania szerokiego dostępu do kapitału inwestorskiego. Odpowiednie rozwiązania w tym zakresie przyczyniłyby się nie tylko do wzmocnienia i zwiększenia kapitalizacji rynków, ale także do promowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw, a w konsekwencji - do uwolnienia potencjału wzrostu gospodarczego i ekonomii całej UE.

Znaczenie omawianego problemu wynika z wyjątkowej aktualności w obliczu przełomowej reformy europejskiego prawa prospektowego. Nowe Rozporządzenie (UE) 2017/1129³ zastępuje dotychczasową Dyrektywę Prospektową⁴, znajdując bezpośrednie zastosowanie we wszystkich państwach członkowskich UE. Nie będzie przesadą stwierdzenie, że reforma ta wkrótce określi przyszłość

² EU IPO Report, *Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets*, issued by IPO Task Force, 23.03.2015, dostępne: https://www.investeurope.eu/media/370031/IPO_Task_Force_Report.pdf.

³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.

⁴ Dyrektywa 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 i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.

rynków kapitałowych, a także gospodarki całej Unii Europejskiej. Z tego powodu warto przeprowadzić analizę głównych zagadnień związanych z unijnym prawem prospektowym, a także podstawowe motywy i założenia najnowszej reformy.

1. Podstawowe założenia współczesnych regulacji prawa prospektowego

Aby zrozumieć kontekst problemu, należy przede wszystkim retrospektywnie spojrzeć na tło współczesnych ram prawnych prawa prospektowego, jak również bliżej przyjrzeć się obecnemu stanowi nauki, zwłaszcza niektórym podstawowym terminom, takim jak: asymetria informacji rynkowych, efektywność informacyjna, hipoteza efektywnego rynku i tak zwany „model racjonalnego inwestora”. Koncepcje te stanowią sedno obecnego modelu regulacji ofert publicznych i obowiązków związanych z prospektami emisyjnymi i mają ogromny wpływ na kształt rynków kapitałowych w UE i Stanach Zjednoczonych.

Przed wszystkim, informacja stanowi kluczowe i pożądane dobro, do którego dostęp umożliwia dokonywanie trafnych i zyskowych inwestycji na rynku kapitałowym. Zdaniem wielu ekonomistów, odpowiedni dostęp do informacji stanowi wręcz warunek *sine qua non* dla sprawnie funkcjonującego rynku instrumentów finansowych⁵. W relacji emitentów z inwestorami w naturalny sposób powstaje zjawisko asymetrii informacyjnej na korzyść tych pierwszych, która dotyczy m.in. ich sytuacji finansowej, jak również jakości oferowanych przez nich instrumentów finansowych. Wynika to z faktu, że emitent dysponuje wszystkimi informacjami na swój temat lub może je łatwo pozyskać, natomiast koszty pozyskania takiej informacji przez indywidualnego inwestora przekraczałyby potencjalny zysk z inwestycji⁶. Zgodnie z dominującym poglądem, regulacyjna minimalizacja tej asymetrii pozytywnie wpływa na rynek kapitałowy - szczególnie z punktu widzenia wyceny i tzw. alokacji kapitału, pozwalając na dopływ kapitału do tych emitentów, którzy są w stanie wykorzystać kapitał w sposób najbardziej efektywny, a w zamian za jego dostarczenie oferują inwestorom najlepsze warunki w postaci m.in. najlepszej relacji zysku do ryzyka inwestycyjnego⁷.

⁵ K. Oplustil, *Informacje przekazywane przez emitentów*. w: M. Stec (red.) *Prawo...*, SPH 2016 Vol. 4, s. 5.

⁶ M. Spyra, *Cele prawa instrumentów finansowych oraz system narzędzi ich realizacji*. w: M. Stec (red.) *Prawo Instrumentów Finansowych*, SPH 2016 Vol. 4., s. 10.; N. Moloney *EU Securities...* s. 56.

⁷ P.M. Healy, *Information Asymmetry...*s. 405; F. Allen, *The Role...*; H. Brinckmann, w: R. Veil (red.), *European...*, s. 212.

Negatywne skutki asymetrii informacyjnej zostały świetnie ukazane w modelu tzw. *market for lemons* autorstwa G.A. Akerlofa, który udowodnił, że długotrwała asymetria informacji może skutkować zawodnością rynku i niewypełnianiem przez niego jego podstawowej funkcji alokacyjnej⁸. Uznaje się zatem, że dla efektywnej alokacji kapitału na rynku i przekazania go w „dobre ręce” inwestorzy powinni mieć możliwość zapoznania się z informacjami, które pozwoliłyby im wartościować instrumenty finansowe- celem wyboru lepszych i odrzucenia tych gorszych. Asymetria skutkuje więc nieoptymalnymi decyzjami inwestorów- co w konsekwencji obniża efektywność rynku w skali makroekonomicznej. Brak informacji pozwalających odróżnić wartość i jakość poszczególnych papierów wartościowych niesie za sobą szereg konsekwencji. Po pierwsze, powoduje on ogólną niepewność i niechęć inwestorów do inwestowania na rynku kapitałowym i wycofanie się części z nich. Po drugie, skutkuje uwzględnieniem przez inwestorów dużego ryzyka inwestycyjnego- a co za tym idzie wysokiego dyskonta (przeceny), co prowadzi do negatywnej selekcji na rynkach kapitałowych w postaci spirali spadku cen i jakości oferowanych produktów finansowych. Wysokie dyskonto żądane przez inwestorów w zamian za udostępnienie przez nich kapitału powoduje znaczący wzrost jego kosztu dla emitentów, a co za tym idzie- mniejszą konkurencyjność i większą nieopłacalność inwestycji. W dłuższej perspektywie asymetria informacyjna prowadzi do destabilizacji i załamania rynku, następnie do utraty zaufania przez inwestorów i odpływu ich środków finansowych. Tym samym asymetria informacyjna jest szczególnie szkodliwa także dla samych emitentów⁹.

W związku z powyższym wskazuje się, że powszechna transparentność rynkowa („ład informacyjny”) oraz dostępność dla inwestorów jak największej ilości informacji dotyczących emitentów i wyemitowanych przez nich instrumentów finansowych wspomaga funkcję wyceny i efektywnej alokacji kapitału- pozytywnie wpływając na rozwój rynków kapitałowych. Silne zaufanie inwestorów do rynków pozwala ponadto emitentom taniej pozyskiwać kapitał, realizować więcej inwestycji z zyskiem, a następnie dzielić się nim z inwestorami. Do centralnego problemu informacji na rynku odnoszą się pojęcia „efektywności informacyjnej” oraz „hipotezy efektywnego rynku kapitałowego” autorstwa E. Fama (*Efficient Capital Market Hypothesis*)¹⁰. Według E. Famy, rynek jest tym bardziej efektywny, im bardziej informacje o instrumentach finansowych i ich emitentach znajdują

⁸ G. Akerlof, *The Market...*, s. 488–500.

⁹ K. Oplustil, *Informacje...*, s. 6-7.

¹⁰ E. Fama, *Efficient*, s. 383.

odzwierciedlenie w cenach instrumentów finansowych na rynku kapitałowym¹¹. Zgodnie z tą teorią, maksymalizacja dostępu do informacji przez uczestników rynku zwiększa jego efektywność informacyjną, w rezultacie umożliwiając prawidłową wycenę i alokację, co leży w interesie całej gospodarki.

Poszukiwanie, weryfikacja i porównywanie poszczególnych instrumentów finansowych przez samych inwestorów prowadziłyby jednak do znacznego podwyższenia kosztów transakcyjnych, a tym samym spadku zainteresowania rynkiem kapitałowym. Ekonomiczna analiza prawa wskazuje, że kumulatywne koszty jakie musieliby ponieść inwestorzy w celu uzyskania informacji o danym emitencie i oferowanych przez niego instrumentach finansowych są znacznie wyższe niż w przypadku udostępniania tych informacji przez samych emitentów. Dlatego też uznaje się za zasadne obciążenie różnymi obowiązkami informacyjnymi właśnie emitentów (tzw. zasada *cheapest cost avoider*)¹², którzy nie byłiby skłonni dobrowolnie publikować tych informacji¹³. Celem obowiązków prospektowych jest zatem zapewnienie efektywności informacyjnej i alokacyjnej, a także ochrona integralności systemu, ochrona inwestorów oraz ich powszechnego zaufania do rynków¹⁴. Jak zauważa J. Dybiński hipoteza efektywnego rynku kapitałowego została jednak przez wielu skrytykowana po wybuchu afery spółki Enron¹⁵, a także po światowym kryzysie z lat 2008–2010¹⁶.

Wdrożenie skomplikowanego systemu obowiązków informacyjnych wywodzi się z określonego systemu wartości dostosowanego do zachowania zgodnego z tzw. modelem racjonalnego inwestora¹⁷. Warto zauważyć, że w Unii regulacje dotyczące obowiązków prospektowych wychodzą z założenia o istnieniu racjonalnego modelu inwestora (tzw. *homo oeconomicus*). Inwestor taki, dysponuje przeciętną wiedzą na temat rynku kapitałowego i mechanizmów jego funkcjonowania, a swoje decyzje inwestycyjne podejmuje w sposób zobiektywizowany i racjonalny, korzystając z wszelkich dostępnych sobie informacji na temat emitentów i oferowanych przez nich instrumentów finansowych¹⁸, w celu maksymalizacji swoich zysków na rynku¹⁹. Jak zauważa J. Dybiński, koncepcja

¹¹ H. Brinckmann, w: R. Veil (red.), *European...*, s. 212; N. Moloney, *EU Securities*, s. 57–58.

¹² H. Brinckmann, w: R. Veil (red.), *European...*, s. 217.

¹³ H. Brinckmann, w: R. Veil (red.), *European...*, s. 215–216; T. Sójka, w: T. Sójka (red.), *Prawo...*, s. 40–41; Odmienne: R. Romano, *The Need...*, s. 387, 418, za: K. Oplustil, *Informacje...*s.7.

¹⁴ K. Oplustil, *Informacje...*, s.7.

¹⁵ J. Dybiński, *Zagadnienia ogólne...*, s.33; A. Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford 2000; D.C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits*, s. 7.

¹⁶ J. Dybiński, *Zagadnienia ogólne...*s.34; R.J. Gilson, R. Kraakman, *Market Efficiency*, s. 1.

¹⁷ K. Oplustil, *Informacje...*, s.7; J. Dybiński, *Zagadnienia ogólne...* s.24.

¹⁸ R. Veil, w: R. Veil (red.), *European*, s. 66.

¹⁹ J. Dybiński, *Zagadnienia ogólne...*s.24; J.S. Mill, *On the definition...*

ta legła u podstaw neoklasycznej ekonomii drugiej połowy XX w²⁰ i posłużyła m. in. do sformułowania teorii racjonalnych oczekiwań (*rational expectations theory*²¹), teorii racjonalnych wyborów (*rational choice theory*) oraz hipotezy efektywnego rynku (*efficient-market hypothesis*).

Jednakże, w ostatnich latach, w najnowszej nauce ekonomii coraz bardziej na sile przybierają interesujące nurty ekonomii behawioralnej, kwestionujące zasadność dotychczasowych ogólnych założeń regulacji rynków kapitałowych, w tym przede wszystkim modelu racjonalnego inwestora²². Ekonomia behawioralna, czerpiąc z interdyscyplinarnych badań z pogranicza nauk finansowych, psychologicznych, socjologicznych a także empirycznych i statystycznych, spowodowała rewizję dotychczasowych poglądów. Nurty behawiorystyczne krytykują przede wszystkim założenie o racjonalności inwestorów wskazując na fakt, że ludzka zdolność analizy, percepcji i przetwarzania informacji jest wysoce ograniczona przez rozmaite czynniki natury wewnętrznej i zewnętrznej (m. in. krótki czas i informację)²³. Liczne uwarunkowania kognitywne, społeczne, emocjonalne oraz środowiskowe wpływają negatywnie na proces myślowy inwestorów na rynku kapitałowym²⁴. Ekonomia behawioralna dowodzi, że decyzje inwestorów nie opierają się wyłącznie na ich wiedzy finansowej (*financial literacy*), lecz w dużej mierze na czynnikach takich jak zdolności poznawcze, poglądy, sytuacja osobista, emocje, nawet chwilowe tylko stany psychologiczne (so-called *biases*), np. nadmierna obawa przed ryzykiem (*excessive risk aversion*), czy prokrastynacja (*procrastination*).²⁵ Do najciekawszych anomalii behawioralnych (*behavioural anomalies*) można zaliczyć między innymi²⁶: zbytnią pewność siebie (*overconfidence*), nadmiar informacji (*information overload*), tzw. efekt wiedzy po fakcie (*hindsight bias*), nadmierny wybór (*choice preference*), życzeniowy wybór danych (*confirmation bias*), obawa przed stratą (*loss aversion*), zachowanie „stadne”

²⁰ Za: J. Dybiński, *Zagadnienia ogólne...*, R.A. Posner, *Economic Analysis of Law*, NY 2014; G. Becker, *The Economic Approach to Human Behavior*, Chicago 1978.

²¹ J.F. Muth, *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, *Econometrica* 1961, vol. 29, nr. 3, s. 315–335.

²² Za: J. Dybiński, *Zagadnienia ogólne...*s. 25; D. Kahneman, *Behavioral Economics*, s. 1333; M.J. Kaufman, *Behavioral Economics*, s. 1323; B. Barber, T. Odean, *The Behaviour...*, s. 1533–1570; D. Kingsford Smith, O. Dixon, *The Consumer...*, s. 712–715; D.C. Langevoort, *Organized Illusions*, s. 101–172; D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory*, s. 279.

²³ R. Veil, w: R. Veil (red.), *European* s. 66. P. Zielonka, *Czym są...*; M. Nowak, *Finanse behawioralne...*, s. 243.

²⁴ J. Dybiński, *Zagadnienia ogólne...*s. 25.

²⁵ T. Möllers, E. Kernchen, *Information Overload*, s. 1–26; A. Cieślak, *Behawioralna ekonomia...*

²⁶ *Behavioral Patterns and Pitfalls of U.S. Investors, A Report Prepared by the Federal Research Division, Library of Congress under an Interagency Agreement with the SEC*, August 2010, 1–20.

(*herding*), efekt dyspozycji (*disposition effect*)- przedwczesna realizacja zysków i spóźniona realizacja strat. Powyższe uwagi dotyczące podejmowania przez inwestorów decyzji nielogicznych, kontr-produktywnych i irracjonalnych, składają w konsekwencji do pytania o zasadność i sens tak rozbudowanej regulacji w europejskim prawie prospektowym.

Istnieje wiele sposobów argumentacji, które uzasadniają potrzebę ochrony interesów inwestorów na rynkach kapitałowych- przede wszystkim w kontekście instrumentów finansowych proponowanych w ramach oferty publicznej. Jedną z ważniejszych teorii w tym zakresie jest tzw. teoria źródeł prawa (*legal origins theory*). Zakłada ona, że odmienne tradycje prawne, tj. *common law* oraz *civil law*, wpłynęły fundamentalnie na kształt systemów prawnych oraz, rynków kapitałowych i całych gospodarek²⁷. Badania empiryczne wykazały, że istnieje ścisła relacja między poziomem ochrony inwestorów na rynku kapitałowym a wzrostem ekonomicznym i rozwojem gospodarki. Kraje z lepszym poziomem zabezpieczeń dla inwestorów miały bardziej rozwinięte rynki finansowe, w tym kapitałowe²⁸. Według innej teorii, głównym celem reżimu ochrony inwestora na rynku kapitałowym jest zbudowanie jego zaufania i zapewnienie jego obecności na rynku kapitałowym, co tworzy dużą dostępność taniego kapitału dla przedsiębiorców²⁹. Innymi słowy, jako nadrzędny cel regulacji rynku kapitałowego można wskazać stworzenie warunków, które umożliwią skierowanie kapitału do finansowania przedsięwzięć zapewniających jego optymalne wykorzystanie³⁰. Należy zatem zmaksymalizować efektywność informacyjną (*information efficiency*) rynku poprzez stworzenie warunków uczciwej konkurencji oraz zwiększenie transparentności rynku, celem uzyskania zaufania inwestorów i obniżenia „ceny informacji”, a zatem kosztów transakcyjnych kapitału udostępnianego emitentom³¹. Realizacji tego celu służą w szczególności obowiązki informacyjne i odpowiedni nadzór na rynku kapitałowym. Kolejny sposób mający uzasadnić obecny rygorystyczny i skomplikowany kształt obowiązków informacyjnych to argumentacja natury funkcjonalnej, która za cel stawia sobie ochronę inwestorów

²⁷ Za: J. Dybiński, *Zagadnienia ogólne...*; R. La Porta, F. Lopez-de Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Legal determinants*, s. 1131–1150; R. La Porta..., *Law and Finance*, s. 1113–1155; R. La Porta... *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform, Financial Sector Discussion Paper no. 1*, World Bank, September 1999.

²⁸ R. La Porta... *Investor protection*, s. 24.

²⁹ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *Mandatory Disclosure*, s. 669; R. Romano, *Empowering Investors*, s. 2359.; N. Moloney, *EU Securities*, s. 786–787.

³⁰ M. Spyra, s. 5, P. Buck-Haeb, *Kapitalmarktrecht*, s. 3–4; M. Richter, *Die Verwendung*, s. 14.

³¹ R. Gilson, R. Kraakman, *The Mechanism*, s. 549–565.; H. Scott, *Committee on...* Washington Post, 21.1.2016.

w dysproporcją między ich wkładem a pozycją na rynku oraz ryzykiem jakie podejmują³².

3. Przyczyny i motywy reformy

Ogólna potrzeba reformy prawa rynków kapitałowych wynika z faktu, że ekonomiczna poprawa na rynkach kapitałowych UE jest szeroko postulowana. Europejski rynek ofert publicznych od lat marnuje swój potencjał i spowalnia rozwój gospodarczy krajów UE. W szczególności istnieje ogromna przepaść między rynkiem IPO w Unii Europejskiej a jego największym konkurentem-USA, w których funkcjonuje najbardziej efektywny model rynków kapitałowych na świecie. Raport New Financial z 2018 r.³³ dowodzi, że obecnie - pomimo stosunkowo niewielkiej różnicy w PKB (ok. 19 bln USD do 17 bln USD), amerykański rynek ofert publicznych jest nawet 3 razy większy niż rynek europejski. W Europie jedynie 12% przedsiębiorstw gospodarczych finansowanych z taniego i efektywnego kapitału pochodzącego z rynków kapitałowych (blisko 85% ze środków drogich kredytów bankowych), podczas gdy w USA liczba ta wynosi prawie 80%. Ponadto, w Europie mniej niż 15% ludzi posiada akcje lub obligacje, podczas gdy w USA liczba ta wynosi ok. 60%. UE od lat zмага się także ze zjawiskami dekapitalizacji giełd i tzw. *delistingu*- czyli wycofywania się spółek. Szacuje się, że gdyby rynki kapitałowe w UE zostały zorganizowane na podobieństwo amerykańskich, mogłoby to oznaczać dodatkowe 10 bilionów euro kapitału w dłuższej perspektywie, oraz 600 miliardów euro rocznie w skali UE.

Dotychczas obowiązujące przepisy UE dotyczące prospektu emisyjnego zostały w znacznej mierze wprowadzone w 2003 r. dyrektywą 2003/71/WE (Dyrektywa Prospektowa)³⁴, która została poddana gruntownej rewizji w 2010 r. dyrektywą zmieniającą 2010/73/UE³⁵. Teoretycznie, regulacje te miały zapewnić odpowiednie i równoważne standardy ujawniania informacji we wszystkich

³² M. Spyra, *Ochrona drobnych...*, s. 57.

³³ W. Wright, P. Asimakopoulou, *New Financial Report: the size, depth & growth opportunity in EU capital markets*, 2018.

³⁴ Dyrektywa 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 i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.

³⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/73/UE z dnia 24 listopada 2010 r. zmieniająca dyrektywę 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym.

krajach UE, aby inwestorzy mogli korzystać z tego samego poziomu informacji. Mimo że doprowadziło to do pewnej harmonizacji przepisów dotyczących prospektów emisyjnych w państwach członkowskich i stworzyło transgraniczny „mechanizm paszportowy”, dyrektywa okazała się niewystarczającym środkiem do sprostania wyzwaniom współczesnych rynków kapitałowych. Pomimo silnych założeń aksjologicznych dotychczasowe europejskie prawo prospektowe nie spełniało swojej roli i jest uważane za wadliwe z co najmniej kilku względów.

W specjalnym Dokumencie Roboczym Komisji Europejskiej z 2015 r.³⁶ zidentyfikowano wiele kwestii, które wydają się utrudniać pozyskiwanie kapitału na rynkach UE.

Po pierwsze, koszty przestrzegania dyrektywy prospektowej okazały się bardzo wysokie (średnio 1 mln EUR i do 15% pozyskanego kapitału - Tabela 1)³⁷. Prospekty i ich streszczenia stały się niezwykle długimi dokumentami (często ponad 500 stron) często skupionymi wyłącznie na unikaniu ryzyka odpowiedzialności cywilnej. Z tego powodu opłaty prawne stanowią 40% lub wszystkich kosztów. To sprawia, że opracowywanie i zatwierdzanie prospektu jest kosztownym, złożonym i czasochłonnym procesem.

Tabela 1. Costs of raising capital

Amount raised from the IPO	Cost of raising capital (as a % of the amount raised)
less than EUR 6 million	10 to 15%
between EUR 6 million and EUR 50 million	6 to 10%
between EUR 50 million and EUR 100 million	5 to 8%
More than EUR 100 million	3 to 7,5%

Źródło: Federation of the European Securities Exchanges (FESE)

Po drugie, ochrona inwestorów jest nieskuteczna³⁸ (panuje chaos i swoiste przeładowanie informacyjne; prospekty emisyjne potrafią liczyć nawet 500-700 stron). Obszerność prospektów i fakt, że są one często sporządzane w celu uniknięcia potencjalnej odpowiedzialności prawnej, a nie informowania inwe-

³⁶ The Commission Staff Working Document 2015 accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, Brussels, 30.11.2015.

³⁷ *Ibidem*, s. 8-9.

³⁸ *Ibidem*, s. 9.

storów w odpowiedni sposób, podważają cel ochrony inwestorów. Chociażby podsumowanie prospektu, którego celem było dostarczenie inwestorom prostego sposobu zrozumienia informacji o produkcie, jest uważane za „zbyt długie, nieporęczne i zbyt wszechstronne” - powodując niezadowolenie inwestorów.

Po trzecie, ramy regulacyjne nie są elastyczne ani odpowiednie dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), a także niektórych rodzajów papierów wartościowych³⁹. Zgodnie z dokumentem roboczym niewystarczające zróżnicowanie i proporcjonalność wymogów w zależności od wielkości i przedmiotu emisji, a także rodzaju emitenta powoduje niewłaściwe obciążenie administracyjne i może nawet zniechęcić spółki do dostępu do rynków kapitałowych. W związku z tym MŚP mają bardzo ograniczony dostęp do finansowania i są zmuszone w dużym stopniu polegać na droższym kapitale w bankach. W Unii Europejskiej od 2015 r. zdecydowana większość ich finansowania była prowadzona przez banki, a tylko około 20% kapitału uzyskano z rynków kapitałowych. W całej UE średnia wykorzystania kapitału własnego jako źródła finansowania wynosiła zaledwie 3%, co jest nawet poniżej średniej na świecie.

Po czwarte, harmonizacja osiągnięta dzięki dyrektywie prospektowej jest postrzegana jako niewystarczająca, gdyż dyrektywa pozostawia państwom członkowskim znaczną swobodę w zakresie jej wdrażania, co utrudnia powstanie zintegrowanego rynku kapitałowego UE⁴⁰. Brakuje również elektronicznego rejestru emisji prowadzonego przez ESMA. Zniechęca to inwestorów do lokowania swoich funduszy na rynkach kapitałowych. Oznacza też utracone możliwości inwestycyjne i finansowe dla przedsiębiorstw w Unii. Uważa się, że fragmentacja rynków UE ma znaczący negatywny wpływ na możliwość podziału ryzyka gospodarczego - wynika to z faktu, że rynki kapitałowe i rynki kredytowe banków odgrywają ważną rolę w łagodzeniu skutków wstrząsów gospodarczych⁴¹. Istnieje wyraźny związek między integracją finansową, podziałem ryzyka i wyższym wzrostem gospodarczym poprzez kanał „repartycji ryzyka”. Fragmentacja uważana jest za jedną z głównych przyczyn niskiego wzrostu gospodarczego w UE⁴².

³⁹ *Ibidem*, s. 9.

⁴⁰ *Ibidem*, s. 10.

⁴¹ N. Anderson, M. Brooke, M. Hume and M. Kürtösióvá (2015), “A European Capital Markets Union: implications for growth and stability”, Bank of England Financial Stability Paper No. 33; Demyanyk, Y., C. Ostergaard and B. E. Sørensen (2008), “Risk sharing and portfolio allocation in EMU”, DG ECFIN Economic Paper No 334.

⁴² M. Obstfeld, (1994), “Risk-taking, global diversification, and growth”, *American Economic Review*, 84, 5, pp. 1310-1329; Femminis, G. (2001), “Risk-sharing and growth: The role of precautionary savings in the “Education” model”, *Scandinavian Journal of Economics*, 103, pp. 63-77.

4. Nowe Rozporządzenie Prospektowe- wybrane zmiany

Znaczenie omawianego problemu wynika z jego wyjątkowej aktualności, szczególnie w obliczu przełomowej reformy prawa prospektowego. Jak wspomniano, nowe Rozporządzenie UE) 2017/1129, zastępujące dotychczas obowiązującą Dyrektywę Prospektową, jest wiążące i bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich UE, co wymaga gruntownych reform dostosowujących dotychczasowe krajowe porządki prawne do nowej rzeczywistości.

Rozporządzenie w pełni wejdzie w życie w lipcu 2019 r. (choć niektóre poszczególne przepisy obowiązują od 2017⁴³ i 2018 roku⁴⁴). Rozporządzenie realizuje ideę Europejskiej Unii Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union-CMU*)⁴⁵. Projekt ten odzwierciedla długoterminową ambicję UE w zakresie dywersyfikacji źródeł finansowania i znalezienia alternatywy względem kapitału bankowego. Ma on za zadanie pomóc europejskim podmiotom gospodarczym w skutecznym finansowaniu inwestycji, tworzeniu miejsc pracy i ekonomicznego wzrostu. Rozporządzenie jest również częścią planu Komisji Europejskiej do uproszczenia przepisów UE i uczynienia ich bardziej skutecznymi i wydajnymi (REFIT)⁴⁶.

Rozporządzenie ma przede wszystkim umożliwić szerszy dostęp do rynków finansowych spółkom kapitałowym, zwłaszcza małym i średnim przedsiębiorstwom (MŚP). Wprowadza uproszczenia i uelastycznienie dla poszczególnych rodzajów emitentów, w szczególności w przypadku emisji wtórnych i zaufanych emitentów. Ma również na celu poprawę wygody inwestorów m.in. poprzez zmianę formy i treści prospektu, wprowadzenie prostszego podsumowania zawierającego wyłącznie kluczowe informacje, lepiej uwzględniającego potrzeby inwestorów w zakresie dostępu do najistotniejszych informacji.

Rozporządzenie wprowadza ujednolicone pojęcie oferty publicznej. Zgodnie z Rozporządzeniem, „oferta publiczna papierów wartościowych” oznacza komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi

⁴³ Art. 1 ust. 5 lit. a-c.

⁴⁴ Art. 1 ust. 3, art. 3 ust. 2.

⁴⁵ European Comission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015, Annex 3, s.6.

⁴⁶ The European Commission's regulatory fitness and performance (REFIT) programme. https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/evaluating-and-improving-existing-laws/refit-making-eu-law-simpler-and-less-costly_en.

podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych. Bezpośrednią skuteczność Rozporządzenia oznacza, że ustawodawcy krajowi nie mogą już wyłączać z zakresu definicji mniejszych ofert, np. skierowanych do 150 adresatów.

Istotnej zmianie ulega też definicja małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Do MŚP zaliczane zostały również małe i średnie przedsiębiorstwa zdefiniowane w art. 4 ust. 1 pkt 13 dyrektywy 2014/65/UE⁴⁷. Innymi słowy, do grona MŚP dołączają przedsiębiorstwa o średniej rynkowej kapitalizacji mniejszej niż 200 000 000 EUR na podstawie notowań z końca roku w trzech ostatnich latach kalendarzowych (nie jak dotychczas- 100 000 EUR). Jest to znaczący ukłon w stronę MŚP, mający zapewnić im szerszy dostęp do rynków kapitałowych.

Co najważniejsze, przepisy Rozporządzenia wyłączają z obowiązku prospektowego najmniejsze emisje o wartości poniżej 1 mln EUR (poprzednio 100 000 EUR)⁴⁸. Państwa członkowskie mogą nakładać inne obowiązki informacyjne poniżej tej granicy jedynie w zakresie, w jakim takie obowiązki nie stanowią nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia (artykuł 1, Motyw 12 Rozporządzenia). Dodatkowo, w celu promowania rozwoju MŚP w ich staraniach o pozyskanie kapitału, państwa członkowskie będą teraz mogły zwolnić mniejsze emisje, z obowiązku publikowania prospektu emisyjnego, ustalając wyższy próg – nawet do 8 mln EUR w odniesieniu do ich rynków wewnętrznych (próg ten wynosił dotychczas 5 000 000 Euro, a jeszcze wcześniej 2 500 000 Euro)⁴⁹. Aktywność Państw Członkowskich w tym zakresie sugeruje, że zmiana ta była europejskim rynkiem kapitałowym bardzo potrzebna. W porównaniu do 2016 roku (Tabela 2), wiele państw skorzystało z możliwości podniesienia progów zwalniających z obowiązku publikacji prospektu (Tabela 3). Niektóre z nich dopiero przymierzają się do podobnej zmiany, wszczynając procedury konsultacyjne lub finalizując procesy ustawodawcze. Na marginesie należy wyrazić ubolewanie, że polski ustawodawca bez pogłębionej analizy prawno- ekonomicznej odrzucił takie rozwiązanie i najpewniej pozostawi dotychczasowy próg w wysokości 2 500 000 euro.

⁴⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE.

⁴⁸ Artykuł 1(3).

⁴⁹ Artykuł 3(2)(b).

Tabela 2: Wysokość emisji powyżej której Państwa Członkowskie wymagają sporządzenia prospektu emisyjnego (2016)

Próg (EUR)	100 000	250 000	1 000 000	1 500 000	2 500 000	5 000 000
Państwo	Belgium, Bulgaria, France(1), Germany Hungary, Latvia, Romania, Slovakia Slovenia	Austria	Czech Republic Denmark Romania	Luxembourg	Finland, The Nether- lands Poland, Sweden	Croatia, Greece Ireland, Italy Lithuania, Malta Portugal, Spain UK

Brak danych dla Cypru, Estonii. (1) W odniesieniu do ofert stanowiących więcej niż 50% dotychczasowych emisji.

Tabela 3: Wysokość emisji powyżej której Państwa Członkowskie wymagają sporządzenia prospektu emisyjnego (2019)

Próg (EUR)	1 000 000	2 500 000	3 000 000	5 000 000	8 000 000
Państwo	Bulgaria, Cyprus, Czech Republic, Hungary, Latvia, Romania, Slovakia	Poland, Sweden	Slovenia	Austria, Belgium, Croatia, Estonia, Germany, Greece, Iceland, Ireland, Lithuania, Lux- embourg, Malta, The Netherlands, Norway, Portugal Romania, Spain	Belgium, Denmark, Finland, France, Germany, Italy, UK

Ponadto, zgodnie z Rozporządzeniem, obowiązek publikacji prospektu nie ma zastosowania do dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych tożsamy z papierami wartościowymi dopuszczonymi już na tym samym rynku, jeżeli stanowią one, w okresie 12 miesięcy, mniej niż 20 % ogólnej liczby papierów wartościowych dopuszczonych tamże (wzrost z 10% względem przepisów dyrektywy).

Co więcej, Rozporządzenie wprowadza szybki i uproszczony system dla „częstych” emisji. Spółki, dokonujące częstych emisji będą mogły skorzystać z „Uniwersalnego Dokumentu Rejestracyjnego” (URD), zawierającego wszystkie niezbędne informacje o spółce⁵⁰. Gdy emitent uzyska zatwierdzenie uniwersalnego dokumentu rejestracyjnego przez właściwy organ za dwa kolejne lata obrotowe, kolejne dokumenty można składać właściwemu organowi bez uprzedniego zatwierdzenia. Dzięki temu, emitent zyskuje status emitenta dokonującego częstych emisji i korzysta z szybszego procesu zatwierdzenia. Ponadto,

⁵⁰ Artykuł 9.

informacje zawarte w URD mogą zwolnić emitenta od opublikowania rocznego sprawozdania finansowego.

Rozporządzenie określa również precyzyjnie ilość niezbędnych informacji prospektowych, dzięki czemu prospekty mają być krótsze i wygodniejsze zarówno dla emitentów, jak i dla inwestorów. Podsumowanie prospektu powinno zostać sporządzone w sposób zwięzły (o maksymalnej długości 7 stron A4), powinno mieć układ i strukturę ułatwiające jego czytanie oraz być napisane językiem i stylem ułatwiającym zrozumienie informacji (językiem jasnym, nietechnicznym, zwięzłym i zrozumiałym dla inwestorów). Z kolei czynniki ryzyka figurujące w prospekcie muszą ograniczać się wyłącznie do ryzyk, które są właściwe dla danego emitenta lub dla danych papierów wartościowych i które mają istotne znaczenie dla podjęcia przemyślanej decyzji inwestycyjnej. Czynniki ryzyka przedstawia się w niewielkiej liczbie kategorii w zależności od ich charakteru. W każdej kategorii w pierwszej kolejności wymieniane są najistotniejsze czynniki ryzyka.

Emitenci, którzy dokonują ofert wtórnych, będą też mieli możliwość przeprowadzenia kolejnych emisji papierów wartościowych przy użyciu specjalnego uproszczonego prospektu⁵¹.

Przełomowym rozwiązaniem jest unijny prospekt na rzecz wzrostu (*the EU Growth Prospectus*), który zapewni mniejszym spółkom elastyczne i mniej złożone obowiązki prospektowe⁵². Ten całkowicie nowy rodzaj prospektu będzie dostępny m.in. dla MŚP, firm zatrudniających do 499 pracowników na rynku rozwoju MŚP lub małych emisji dokonywanych przez spółki nienotowane na giełdzie.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) będzie także zobowiązany do zapewnienia całkowicie bezpłatnego dostępu elektronicznego do wszystkich prospektów zatwierdzonych w Europejskim Obszarze Gospodarczym. Rozwiązanie to zwiększy ład informacyjny i efektywność informacyjną na rynkach. Prospekty papierowe wymagane będą wyłącznie na specjalne życzenie inwestorów.

Najnowsze Rozporządzenie realizuje założenia CMU, a także ułatwi przedsiębiorstwom wejście na rynki kapitałowe i dywersyfikację źródeł finansowania w całej UE. Jak podkreśla sama Komisja Europejska, nowe rozporządzenie w sprawie prospektów emisyjnych „*uprości zasady, usprawni*

⁵¹ Artykuł 14.

⁵² Artykuł 515.

powiązane procedury administracyjne i ułatwi małym przedsiębiorstwom dostęp do rynków kapitałowych”.

Choć jednak rozwiązanie to stanowi istotny krok we właściwym kierunku i będzie niebawem wdzięcznym przedmiotem analiz i badań naukowych, pojawiają się wątpliwości odnośnie tego, czy dorówna ono skutecznością np. regulacjom amerykańskim. Pojawiają się pierwsze głosy, że reforma rynków kapitałowych Unii Europejskiej wymaga bardziej drastycznych środków deregulacyjnych, aby ewoluować w pożądanym kierunku.

5. Problem zjawiska Initial Coin Offerings

Przy okazji warto poświęcić uwagę problemowi kreatywnych sposobów pozyskiwania kapitału, których fenomen w ostatnich latach spowodowany jest między innymi niewydolnością i miejscową ułomnością prawnego reżimu obowiązków prospektowych. Liczne rynkowe „bariery wejścia” wynikające z ilości i kosztowności obowiązków prospektowych przyczyniły się bowiem do powstania nowego zjawiska, które pośrednio godzi w integralność amerykańskich i europejskich rynków kapitałowych: tak zwanego ICO (*Initial Coin Offering*).

ICO, które może być również określane jako *initial token offering* lub *initial token sale*, jest innowacyjnym sposobem pozyskiwania pieniędzy, przy użyciu specjalnych wirtualnie stworzonych monet (*coins*) lub żetonów (*tokens*)⁵³. Ta alternatywna metoda pozyskiwania kapitału od inwestorów (najczęściej wybierana przez innowacyjne firmy) została m.in. stworzona z myślą o uniknięciu bardzo kosztownych, rygorystycznych wymogów prospektowych, których muszą przestrzegać spółki przeprowadzające tradycyjną ofertę publiczną.

Podmiot przeprowadzający ICO „emituje” wirtualne monety „monety” lub „żetony” i wystawia je na sprzedaż w zamian za tradycyjne waluty, lub opcjonalnie waluty wirtualne, takie jak dobrze znany *Bitcoin* lub *Ether*⁵⁴. Cechy i przeznaczenie monet lub żetonów różnią się w zależności od rodzaju i specyfiki danego ICO. Niektóre monety lub żetony służą do uzyskiwania dostępu do później wytworzonej usługi lub produktu, które emitent rozwija, korzystając z wpływów ICO. Niektóre przyznają prawa głosu lub udział w przyszłych zyskach, podczas gdy inne nie niosą ze sobą praw majątkowych⁵⁵. Niektóre monety lub żetony są

⁵³ ESMA50-1121423017-285 Report: The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets, issued: 07.02.2017.

⁵⁴ *Ibidem*.

⁵⁵ *Ibidem*.

przedmiotem obrotu lub mogą być wymieniane na tradycyjne lub wirtualne waluty w specjalistycznych „giełdach”. Kampanie ICO są prowadzone online, z wykorzystaniem Internetu i mediów społecznościowych⁵⁶. Monety są zazwyczaj tworzone i rozpowszechniane za pomocą systemu rejestrów rozproszonych (*distributed ledger technology*- DLT) lub technologii *blockchain*. Te quasi-emisje wykorzystywane są do pozyskiwania funduszy na rozmaite projekty, w tym między innymi na przedsięwzięcia wykorzystujące DLT. W praktyce- według ESMA- niemal każdy, kto ma dostęp do Internetu, może uczestniczyć w ICO⁵⁷.

Chociaż technologia Blockchain niesie ze sobą potencjał i możliwości⁵⁸ ze względu m.in. na niskie koszty i zdecentralizowany, teoretycznie odporny na oszustwa charakter, uważa się również, że w obecnym kształcie związana jest ze znaczącym ryzykiem dla rynku. Przede wszystkim istnieje poważne niebezpieczeństwo z punktu widzenia ochrony wielu inwestorów detalicznych - na których przede wszystkim opiera się siła rynków kapitałowych.

Według ESMA wynika to m.in. z faktu, że ICO są bardzo ryzykownymi i wysoce spekulacyjnymi inwestycjami - jednocześnie ceny monet lub żetonów są zazwyczaj bardzo niestabilne, a inwestorzy często nie mają możliwości spieniężenia ich przez dłuższy okres⁵⁹. Kolejny problem wynika z faktu, że w zależności od ich struktury, ICO mogą wykraczać poza zakres przepisów i regulacji UE, w którym to przypadku inwestorzy nie mogą korzystać z ochrony zapewnianej przez te przepisy. Nie wspominając o tym, że uczestnicy ICO są mogą być narażeni na nieuczciwe działania takie jak oszustwa finansowe lub pranie brudnych pieniędzy⁶⁰. W związku z powyższym, SEC, ESMA, BaFin i KNF i inne organy nadzorcze w USA i UE zaczęły ostatnio ostrzegać inwestorów przed wysokim ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału, a same podmioty zaangażowane w ICO- przed konsekwencjami prawnymi. Jednocześnie, organy nadzoru obawiają się, że firmy zaangażowane w ICO mogą prowadzić swoją działalność bez przestrzegania odpowiednich obowiązujących przepisów (w tym prawa wspólnotowego)⁶¹. Gdziekolwiek ICO kwalifikują się jako instrumenty finansowe, jest również praw-

⁵⁶ ESMA₅₀₋₁₅₇₋₈₂₉ Statement: ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs).

⁵⁷ *Ibidem*.

⁵⁸ ESMA₅₀₋₁₁₂₁₄₂₃₀₁₇₋₂₈₅ Report: *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, issued: 07.02.2017.

⁵⁹ Statement ESMA₅₀₋₁₅₇₋₈₂₉ ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs).

⁶⁰ *Ibidem*.

⁶¹ Statement ESMA₅₀₋₁₅₇₋₈₂₈ ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements.

dopodobne, że firmy zaangażowane w ICO prowadzą regulowaną działalność inwestycyjną, w a wtedy muszą przestrzegać odpowiednich przepisów, w tym Dyrektywy/Rozporządzenia Prospektowego, MAR, MIFID, AIFMD⁶². Dlatego ESMA podkreśla, że firmy zaangażowane w ICO powinny starannie rozważyć, czy ich działalność stanowi działalność regulowaną. Wszelkie nieprzestrzeganie obowiązujących zasad stanowi naruszenie - co może prowadzić do poważnych sankcji cywilnych, karnych i administracyjnych. Z perspektywy makroekonomicznej oferta ICO (funkcjonalnie podobna w stosunku do tradycyjnej oferty publicznej) omija rygorystyczny reżim prospektu, będąc tym samym łatwiejsza, szybsza i tańsza w prowadzeniu. Skłania to do refleksji nad zakwalifikowaniem ICO jako przejawu nieuczciwej, nieregulowanej konkurencji na rynku.

Bez wątpienia skala zjawiska z początku przerosła regulatorów. Według raportu Credit Suisse⁶³, począwszy od 2018 r. każdego miesiąca na całym świecie odbywało się blisko 70 ICO, a fundusze osiągnęły rekordowe wartości i podsyściły ogólnoświatowy *boom* kryptowalut, z których obecnie dostępnych jest ponad 1000. Finansowanie ICO w sektorze technologii prawie przekroczyło tradycyjne finansowanie tzw. Aniołów Biznesu czy inwestycji typu Seed Capital w 2018 r. Od listopada 2017 r. Initial Coin Offerings pozyskało ponad 3 mld USD (wzrost z 222 mln USD w 2016 r.)⁶⁴. Tendencja ta - jeszcze do niedawna rosnąca - prowadziła nawet do obaw ze strony ekspertów branżowych i ustawodawców bojących się nad-kapitalizacji. Biorąc pod uwagę tak szybki wzrost zainteresowania, ICO zaczęło stanowić realne zagrożenie dla integralności i wewnętrznej siły tradycyjnych rynków kapitałowych.

W odpowiedzi na wykorzystanie przez ICO luk w prawie prospektowym, odpowiednie podejście legislacyjne do problemu ICO w kontekście obowiązków prospektowych i efektywności informacyjnej stanowi przedmiot ożywionej dyskusji zarówno w USA jak i UE. Z kolei niektóre państwa - licząc na napływ zagranicznego kapitału - liberalizowały do niedawna przepisy dotyczące ICO (Francja, Estonia). Sytuacja ta doprowadziła więc z jednej strony do wysiłków regulacyjnych w zakresie m.in. *crowdfundingu*⁶⁵ celem wyjścia naprzeciw potrzebom małych emisji i finansowania społecznego, a z drugiej do

⁶² *Ibidem*.

⁶³ C. Brennan, B. Zelnick, M. Yates, W. Lunn, *Blockchain 2.0. Credit Suisse Report*, issued 11.01.2018, available at: https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=cslplusresearchcp&document_id=1080109971&serialid=pTkp8RFIoVyHegdQm8EILLNi1z%2Fk8mInqoBSQ5KDZG4%3D.

⁶⁴ *Ibidem*, p.28.

⁶⁵ Np. Wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznego dla przedsiębiorstw.

wzmoczonej walki organów nadzoru ze zjawiskiem *Initial Coin Offering*, poprzez przyjęcie szerokiej interpretacji pojęcia papierów wartościowych, co doprowadziło do objęcia prawem rynków kapitałowych tego typu przedsięwzięć i nałożenia licznych i wysokich kar finansowych na podmioty przeprowadzające ICO (niewątpliwy prym w tym zakresie wiedzie Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych- SEC).

I chociaż wydaje się, że w wyniku tych działań ogólnoswiatowy „boom” na ICO zmalał, to nagły wzrost popularności zjawiska *Initial Coin Offering* i *Blockchain*, całkowicie równoległy do tradycyjnego prawnego rynków kapitałowych, jest kolejną emanacją powiedzenia, że „życie nie znosi próżni”. Stanowi wręcz przykład tego, że niewłaściwe i zbyt rygorystyczne regulowanie obowiązków związanych z prospektami nie odpowiada potrzebom nowoczesnego biznesu i globalnego obrotu gospodarczego, a badania naukowe w zakresie wpływu obowiązków prospektowych na efektywność rynków kapitałowych mają ogromne i aktualne znaczenie praktyczne.

Podsumowanie

Podsumowując, dotychczasowe europejskie rozwiązania w zakresie obowiązków prospektowych, teoretycznie mające na celu ochronę inwestorów i ładu informacyjnego na rynkach kapitałowych, w rzeczywistości osłabiały jego efektywność i konkurencyjność. Dotychczasowe regulacje tworzyły liczne „bariery wejścia” dla spółek kapitałowych szukających finansowania na rynkach, jednocześnie nie zapewniając odpowiedniej ochrony informacyjnej inwestorom- zniechęcając w ten sposób wielu z nich do lokowania swoich funduszy na rynkach. Sytuacja ta prowadziła do niedostatecznego wykorzystania potencjału gospodarczego europejskich rynków kapitałowych i hamowała na wzrost całej gospodarki, zmuszając większość podmiotów gospodarczych do polegania na mniej efektywnym ekonomicznie kapitale bankowym.

Chociaż nowe rozporządzenie prospektowe stanowi krok w dobrym kierunku, zmiany wydają się być zbyt „kunktatorskie” i niewystarczające by zwiększyć atrakcyjność rynków kapitałowych w UE. Wydaje się, że osiągnięte rozwiązania nie są również poparte wystarczającą analizą ekonomiczną i szerokimi badaniami empirycznymi, na jakich opierają się podobnej wagi reformy chociażby w Stanach Zjednoczonych. W mojej opinii reforma rynków kapitałowych Unii Europejskiej wymaga bardziej rewolucyjnych i przełomowych środków, aby

skutecznie konkurować z bardziej wydajnymi i dynamicznie rozwijającymi się rynkami kapitałowymi, takimi jak rynki w USA lub Azji.

Bibliografia

- Akerlof, G. *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics 1970, vol. 84, No 3.
- Allen F., *The Role of Information in Financial and Capital Markets*, Working Paper 1999.
- Anderson, N., Brooke M., Hume M. and Kürtösiová M. (2015), "A European Capital Markets Union:
- Armour J., Deakin S., Sarkar P., Siems M., Singh A., *Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis*, Journal of Empirical Legal Studies 2009, Vol. 6, issue 2.
- Becker G., *The Economic Approach to Human Behavior*, Chicago 1978.
- Behavioral Patterns and Pitfalls of U.S. Investors*, A Report Prepared by the Federal Research Division, Library of Congress under an Interagency Agreement with the SEC, August 2010, pp. 1–20.
- Brennan C., Zelnick B., Yates M., Lunn W., *Blockchain 2.0. Credit Suisse Report*, issued 11.01.2018, available at: https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=csplusresearchcp&document_id=1080109971&serialid=pTkp8RFIoVyHegdQM8EllNi1z%2Fk8mIn-qoBSQ5KDZG4%3D.
- Burke J.A., *Re-examining Investor Protection in Europe and the US*, Murdoch University Journal of Law 2009, Vol. 16, No 2.
- Castro R., Clementi G.L., MacDonald G., *Investor Protection, Optimal Incentives, and Economic Growth*, The Quarterly Journal of Economics, 2004, vol. 119, issue 3, pp. 1131–1175.
- Cieślak A., *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, Materiały i Studia NBP 2003, No 165.
- Demyanyk, Y., Ostergaard C., Sørensen B. E (2008), "Risk sharing and portfolio allocation in EMU", DG ECFIN Economic Paper No. 334.
- Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.
- Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance), available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32003L0071>.

- Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market.
- Dybiński J., *Zagadnienia ogólne ochrony inwestora na rynku instrumentów finansowych*. In: M. Stec (ed.) *Prawo Instrumentów Finansowych*, System Prawa Handlowego 2016 Vol. 4.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R., *Mandatory Disclosure and Protection of Investors*, Virginia Law Review 1984, Vol. 70, issue 4.
- ESMA 50-1121423017-285 Report: *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, issued: 07.02.2017.
- EU IPO Report, *Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets*, issued by IPO Task Force, 23.03.2015, available at: https://www.invest-europe.eu/media/370031/IPO_Task_Force_Report.pdf.
- European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, Brussels, 30.11.2015.
- Fama E. , *Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance 1970, t. 25.
- Femminis, G. (2001), "Risk-sharing and growth: The role of precautionary savings in the "Education" model", Scandinavian Journal of Economics, 103, pp. 63-77.
- Fleischer H., *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht*, München 2001.
- Gilson R.J., Kraakman R., *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Cost*, ECGI Working Paper Series in Law 2014, No 242.
- Hansmann H. , Kraakman R.R. , *The End of History for Corporate Law*, 88 Georgetown Law Journal 2001, pp. 439.
- Healy M., Palepu K.G., *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets. A Review of the Empirical Disclosure Literature*, Journal of Accounting and Economics 2001, Vol. 31.
- Höppner D. , *Europe's broken IPO market*, available at: <https://www.investeurope.eu/news-opinion/opinion/blog/2015/ipo/>.
- [https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_\(nominal\)](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(nominal)). implications for growth and stability".
- Kahneman D., *Behavioral Economics and Investor Protection: Keynote Address*, Loyola University Chicago Law Journal 2013, Vol. 44.

- Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica* 1979, vol. 47, No 2.
- Kalss S., Oppitz M., Zollner J., *Kapitalmarktrecht. System*, Wien 2015.
- Kaufman M.J., *Behavioral Economics and Investor Protection*, Loyola University Chicago Law Journal 2013, Vol. 44.
- Mill J.S., *On the Definition of Political Economy; and on the Method of Investigation Proper to It*, 1836 r.
- Moloney N., *EC Securities Regulation*, Oxford 2010.
- Moloney N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford 2014.
- Moloney N., *Regulating the Retail Markets: Law, Policy and the Financial Crisis*. In: G. Letsas, C. O'Conneide (ed.), *Current Legal Problems*, Oxford 2010.
- Muth J.F., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, *Econometrica* 1961, vol. 29, no. 3, p. 315–335.
- Nowak M., *Finanse behawioralne jako nowy kierunek analizy racjonalności inwestorów na rynku finansowym*, *Studia Lubuskie* 2007, No 3.
- Obstfeld, M. (1994), *Risk-taking, global diversification, and growth*, *American Economic Review*, 84, 5, pp. 1310-1329.
- Oplustil K., *Informacje przekazywane przez emitentów*. In: M. Stec (ed.) *Prawo Instrumentów Finansowych*, System Prawa Handlowego 2016 Vol. 4.
- Porta La R., Lopez-de Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Investor protection and Corporate Valuation*, *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No.3, 2002.
- Posner R.A., *Economic Analysis of Law*, New York 2014.
- Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.
- Roe M.J., *Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets*, *Harvard Law Review* 2006, Vol. 120.
- Roe M.J., *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford 2003.
- Romano R., *The Genius of American Corporate Law*, Washington 1993.
- Romano R., *The Need for Competition in International Securities Regulation*, *Theoretical Inquiries in Law* 2001, Vol. 2.
- Scott H., Committee on Capital Market Regulation, in: *Why U.S. investors are better off today*, *Washington Post*, 21.1.2016.
- Shleifer, Wolfenzon D., *Investor protection and equity markets*, *Journal of Financial Economics* 2002, Vol. 66.
- Sójka T., (ed.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015.
- Spyra M., *Cele prawa instrumentów finansowych oraz system narzędzi ich realizacji*. In: M. Stec (ed.) *Prawo Instrumentów Finansowych*, SPH 2016 Vol. 4.

Statement ESMA50-157-828 ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements.

Statement ESMA50-157-829 ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs).

Veil R. *European Capital Markets Law*, Hart Publishing 2017.

Wright W., Asimakopoulou P., *New Financial Report: the size, depth and growth opportunity in EU capital markets, issued: 03.2018*.

Zielonka P., *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, Materiały i Studia NBP 2003, No 158.

Streszczenie

Analiza ekonomiczna prawa sugeruje, że jedną z głównych przeszkód dla rozwoju europejskich rynków kapitałowych są, z jednej strony, „bariery wejścia” dla spółek kapitałowych ubiegających się o wsparcie finansowe, a drugiej brak odpowiedniej ochrony informacyjnej inwestorów, który zniechęca ich do lokowania pieniędzy na rynkach finansowych. Dotychczasowe rozwiązania uznawano za nieefektywne z co najmniej kilku względów - przede wszystkim nakładają zbyt wiele wymogów i obowiązków informacyjnych na emitentów, co znacznie zwiększa koszty emisji i sprawia, że poszukiwanie funduszy na rynkach kapitałowych jest nieopłacalne dla wielu rynkowych podmiotów. W rezultacie większość z nich rezygnuje z tej formy rozwoju, a niektóre wybierają alternatywne metody pozyskiwania środków od inwestorów (np. Initial Coin Offerings), co z kolei osłabia ochronę i interesy inwestorów. W konsekwencji, strukturalne problemy zmniejszają atrakcyjność europejskich rynków kapitałowych czyniąc je mniej konkurencyjnymi. Ponadto, większość inwestorów detalicznych nie jest w stanie przetworzyć ilości szczegółowych informacji przedstawionych w dokumentacji prospektowej, co w konsekwencji wymusza korzystanie z profesjonalnego pośrednictwa i zniechęca ich do dalszych inwestycji na rynku kapitałowym. Celem artykułu jest omówienie podstawowych problemów związanych z obecnymi regulacjami dotyczącymi europejskich rynków kapitałowych pod względem wymogów informacyjnych oraz „barier wejścia” dla spółek pragnących przeprowadzić publiczną ofertę. Kolejnym celem artykułu jest przedstawienie perspektyw nowego Rozporządzenia prospektowego, które ma na celu zharmonizowanie obowiązków prospektowych, a tym samym uwolnienie skutecznego i taniego finansowania na rynku kapitałowym, a w konsekwencji stymulowanie wzrostu europejskiej gospodarki.

SŁOWA KLUCZE: obowiązki prospektowe, Rozporządzenie Prospektowe, rynki kapitałowe

Abstract

The economic analysis of law suggests that one of the main obstacles to the strengthening of European Capital Markets are, on the one hand, the entry barriers for capital companies seeking financial support, and on the other, lack of proper information

protection for investors, which discourages them from placing money on the financial markets. The previous regulation imposed too many requirements and information obligations on listed companies, which significantly increased transaction costs and makes searching for funding on the capital markets unprofitable for many players. Moreover, most of retail investors were practically unable to digest the significant amount of detailed information presented by publicly-listed companies due to the current prospectus obligations, which, in consequence, discouraged them from further investments on the capital market. As a consequence, the capital outflow from capital markets made them even less competitive. The main goal of the paper is to evaluate numerous issues related to previous regulation on European capital markets in terms of prospectus requirements. Another the goal of the paper is to present the perspectives of the upcoming Prospectus Regulation within European Capital Markets which aims to harmonize the transparency obligations and thus, to unlock effective and cheap funding in the capital market, and as a consequence- stimulate the Europe's economic growth. Key words: prospectus obligations, Prospectus Regulation, capital markets, information effectiveness

Nota o autorze:

Mgr Łukasz Chyla, doktorant Wydziału Prawa i Administracji UJ w Krakowie, pod opieką Prof. Andrzeja Szumańskiego, Stypendysta Grantu Naukowego SYLFF (The Ryoichi Sasakawa Young Leaders Fellowship Fund) w Australii, absolwent Melbourne Law School oraz Bucerius Law School w Hamburgu, a także Szkoły Prawa Amerykańskiego UJ. Do głównych jego zainteresowań naukowych należy prawo rynków kapitałowych, prawo międzynarodowe prywatne i arbitraż handlowy.