

• F I N A N S E I P R A W O F I N A N S O W E •

• Journal of Finance and Financial Law •

Wrzesień/September 2016 • vol. III, no. 3

ISSN 2353-5601

<https://doi.org/10.18778/2391-6478.3.3.05>

**ODPOWIEDZIALNOŚĆ PROSPEKTOWA FIRMY  
INWESTYCYJNEJ Z TYTUŁU OBOWIĄZKOWEGO  
POŚREDNICTWA NA RYNKU KAPITAŁOWYM WOBEC  
NABYWCÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH  
W POLSCE I NIEMCZECH W ŚWIETLE USTAW  
SZCZEGÓŁOWYCH ORAZ OGÓLNEJ  
ODPOWIEDZIALNOŚCI CYWILNOPRAWNEJ**

**Piotr Mijal\***

Streszczenie:

W artykule zostają przedstawione sytuacje, w których występuje obowiązkowe pośrednictwo firm inwestycyjnych na rynku kapitałowym związane z dokonywaniem oferty publicznej. Autor analizuje możliwość ponoszenia odpowiedzialności cywilnoprawnej przez firmy inwestycyjne w przypadku wadliwości prospektu emisyjnego, zarówno na podstawie ustawy o ofercie publicznej, jak i Kodeksu cywilnego, inspirując rozważania rozwiązaniami przewidzianymi w niemieckim porządku prawnym.

Słowa kluczowe: prospekt, IPO, odpowiedzialność, bank.

JEL Class: K22.

Przyjęto/Accepted: 16.08.2016

Opublikowano/Published: 30.09.2016

**WPROWADZENIE**

Upublicznienie informacji o kondycji emitenta i okolicznościach mających wpływ na jego sytuację ekonomiczną i prawną, a tym samym na oferowane przez niego papiery wartościowe stanowi fundament rynku kapitałowego. Istot-

\* Wydział Prawa i Administracji, Uniwersytet Jagielloński.

nym środkiem do osiągnięcia celu w postaci uzyskania przez inwestorów możliwie pełnej informacji na temat emitenta oraz oferowanych przez niego papierów wartościowych przed podjęciem decyzji o ich nabyciu, prowadząc tym samym do redukcji asymetrii informacyjnej między inwestorami a emitentem, było wprowadzenie sankcji z tytułu udostępnienia informacji nierzetelnej, nieprawdziwej lub niekompletnej lub przemilczenia informacji we wskazanych powyżej kwestiach, która zarówno w polskiej jak i niemieckiej nauce prawa nazywana jest odpowiedzialnością prospektową [Emmerich 2016: Nb. 137]. Zdaniem T. Sójki podstawowym instrumentem obligującym do przestrzegania obowiązków informacyjnych na rynku kapitałowym są normy określające odpowiedzialność odszkodowawczą [Sójka 2008: Nb. 3.4.]. Należy ten pogląd podzielić – istnienie odpowiedzialności odszkodowawczej z tytułu wystąpienia określonych zdarzeń obliguje bowiem do doprowadzenia do stanu, jak gdyby szkoda nie wystąpiła, pełniąc jednocześnie funkcję odstraszającą przed ich naruszeniem. Funkcji kompensacyjnej z istoty nie pełnią sankcje karne oraz sankcje administracyjne.

Podstawowe normy statuujące cywilnoprawną odpowiedzialność za naruszenie tzw. prospektowych obowiązków informacyjnych zawiera art. 98 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych* (dalej: u.o.p.) [Róg i Wajda 2014: Nb. 3]. Jednocześnie uzasadnione jest stwierdzenie, iż art. 98 u.o.p. stanowi *lex specialis* wobec regulacji dotyczących odpowiedzialności odszkodowawczej przewidzianych w Kodeksie cywilnym (dalej: k.c.) [Kocemba 2013: Nb. 6.3.]. Analogiczna mozaika potencjalnych podstaw odpowiedzialności prospektowej faktycznie występuje w niemieckim porządku prawnym od lat 70. XX w., kiedy to ogólna odpowiedzialność cywilnoprawna jako odpowiedzialność prospektowa zaczęła znajdować zastosowanie w alternatywnym systemie obrotu (tzw. „szary rynek kapitałowy”, *grauer Kapitalmarkt*). Z biegiem czasu, w przypadku wystąpienia naruszeń obowiązków prospektowych na rynku regulowanym, odpowiedzialność cywilnoprawna na podstawie BGB zaczęła stanowić także alternatywną podstawę roszczeń odszkodowawczych wobec przewidzianych w tzw. ustawie szczegółowej, którą jest Wertpapierprospektgesetz (dalej: WpPG).

Powyższe nieuchronnie prowadzi do konieczności rozważenia, czy w polskim porządku prawnym większa szczegółowość podstawy odszkodowawczej z art. 98 u.o.p. wobec art. 415 k.c. powinna oznaczać – w myśl reguły prawnej *lex specialis derogat legi generali* – iż odpowiedzialność odszkodowawcza podmiotu będącego obiektem zainteresowania niniejszego artykułu, tj. firmy inwestycyjnej, z tytułu obowiązkowego pośrednictwa na rynku regulowanym unormowana jest wyłącznie przez art. 98 u.o.p., czy też, wzorem rozwiązań funkcjonujących w prawie niemieckim, możliwa jest odpowiedzialność takiego podmiotu na podstawie ogólnych reguł odpowiedzialności deliktowej.

## 1. MOŻLIWOŚCI WPLYWU FIRMY INWESTYCYJNEJ NA PROSPEKT EMISYJNY

Względnie oczywistym jest, iż o odpowiedzialności firmy inwestycyjnej z tytułu wadliwości prospektu emisyjnego może być mowa w przypadku, gdy istnieje obowiązek jego sporządzenia. Sytuacja taka może mieć miejsce przy nowej emisji papierów wartościowych, sprzedaży papierów wartościowych przez ich dotychczasowych właścicieli albo połączeniu nowej emisji papierów wartościowych ze sprzedażą wyemitowanych papierów wartościowych. Obowiązek sporządzenia prospektu powstanie również w przypadku, gdy spółka podejmie decyzję o wprowadzeniu na rynek regulowany dotychczas wyemitowanych papierów wartościowych. Źródła obowiązku sporządzenia prospektu w ostatniej ze wskazanych sytuacji należy doszukać się w art. 7 ust. 1 u.o.p. w zw. z § 3 ust. 1 pkt. 1 Regulaminu Giełdy [*Regulamin Giełdy 2016*, dostęp: 31.01.2016], zgodnie z którymi papiery wartościowe mogą być dopuszczone do obrotu giełdowego, jeżeli został sporządzony odpowiedni dokument informacyjny, zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru. Pod pojęciem odpowiedniego dokumentu informacyjnego należy rozumieć m.in. prospekt emisyjny.

Firmy inwestycyjne mogą pełnić wiele funkcji usługowych wobec emitentów w przypadku powstania obowiązku prospektowego [Miklaszewska 2010: 186]. Niemniej, jeżeli nowa emisja papierów wartościowych, sprzedaż papierów wartościowych albo ich połączenie stanowić będzie ofertę publiczną, współpraca emitenta z firmą inwestycyjną mająca za przedmiot pośrednictwo przy jej dokonywaniu jest obligatoryjna, o czym stanowi art. 19 ust. 1 pkt 2 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi* (dalej: u.o.i.f.) [Szlachetka 2014: 123]. Niejednoznaczny w świetle brzmienia art. 19 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. jest wymagany od firmy inwestycyjnej zakres jej pośredniczenia. *Prima facie* wydaje się, iż minimalny zakres określa art. 27 u.o.p., zgodnie z którym firma inwestycyjna powinna pośredniczyć przy składaniu do KNF prospektu emisyjnego. Taką konstatację uznać należy za nieprawidłową z uwagi na niemożliwość uznania pośredniczenia przy składaniu wniosku za pośrednictwo w dokonywaniu oferty publicznej.

Zgodnie bowiem z art. 3 ust. 1 u.o.p., ofertą publiczną jest udostępnianie informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, w dowolnej formie i w dowolny sposób, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Ta definicja nie rozstrzyga jednak, na czym powinno polegać pośredniczenie przy „udostępnianiu informacji”. W rezultacie pomocne jest odwołanie się przy ustaleniu zakresu czynności pośrednika przy „udostępnianiu informacji” do art. 2 ust. 1 lit. d Dyrektywy 2003/71/WE (dalej: dyrektywa prospektowa) definiującego ofertę publiczną jako „obwieszczenie”. W konsekwencji nie można uznać pośredniczenia przy składa-

niu wniosku do KNF za pośredniczenie przy akcie komunikacji z potencjalnym nabywcą papierów wartościowych emitenta, toteż należy wskazać, iż obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej wynikający z art. 19, ust. 1, pkt 2 u.o.i.f. jest niezależny wobec obowiązku pośredniczenia przy składaniu do KNF prospektu emisyjnego (art. 27 u.o.p.).

Obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu powstanie także w przypadku chęci dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych już wyemitowanych. Obowiązek ten powstaje bowiem *lege non distinguende* na podstawie art. 27 u.o.p., to znaczy niezależnie od tego czy prospekt powstaje w związku z dokonywaniem oferty publicznej czy w oderwaniu od niej.

## 2. ODPOWIEDZIALNOŚĆ FIRMY INWESTYCYJNEJ Z TYTUŁU POŚREDNICTWA PRZY SKŁADANIU WNIOSKU O ZATWIERDZENIE PROSPEKTU EMISYJNEGO

W świetle zakresu podmiotowego odpowiedzialności za prawidłowość informacji przewidzianego w art. 22 ust. 4 u.o.p. wskazać należy, iż firma inwestycyjna z tytułu obowiązkowego pośrednictwa przy składaniu wniosku o którym mowa w art. 27 u.o.p. mogłaby ponosić odpowiedzialność na podstawie pkt 5 przywołanego art. 22 ust. 4, tj. jako podmiot sporządzający lub biorący udział w sporządzeniu informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym.

W doktrynie niemieckiej uwzględnianie instytucji kredytowej do zakresu podmiotowego przy odpowiedzialności prospektowej na podstawie ustawy szczegółowej wynika ze złożenia podpisu pod prospektem przez uprawnione do jej reprezentacji osoby, o czym stanowi § 5 ust. 4 zd. 2 WpPG. Złożenie podpisów przez wskazane osoby stanowi obowiązek, jeżeli na podstawie przedmiotowego prospektu składany jest jednocześnie wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych na rynek regulowany, do czego obliguje § 5 ust. 3 WpPG w zw. z § 32 ust. 2 Börsengesetz z 16 czerwca 2007 r. Komentatorzy wskazują jednocześnie, iż odpowiedzialność firmy inwestycyjnej, na równi z emitentem, w związku z jej pośrednictwem przy składaniu wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do rynku regulowanego jest wyjątkiem w innych porządkach prawnych [Singhof 2014: Nb. 273].

Polskie regulacje nie uzależniają odpowiedzialności odszkodowawczej firmy inwestycyjnej od złożenia przez nią podpisu na prospekcie lub innej formy ujawnienia jej w prospekcie, lecz od rzeczonoego sporządzenia albo brania udziału w sporządzeniu informacji w prospekcie emisyjnym. W konsekwencji odpowiedzialność z tytułu pośrednictwa przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu uzależniona jest od rozstrzygnięcia, czy firma inwestycyjna pośrednicząca przy składaniu takiego wniosku dokonywała czynności wskazanych w art. 22

ust. 4 pkt 5 u.o.p. W piśmiennictwie prezentowana jest szeroka interpretacja pojęcia sporządzania lub brania udziału w sporządzaniu informacji. M. Kuźnicka i M. Marczuk [Kuźnicka i Marczuk 2014: Nb. 27] definiują je odpowiednio jako kształtowanie treści oświadczenia wiedzy zamieszczonego w prospekcie emisyjnym oraz współpracowanie, co do zasady w każdej możliwej formie, z innymi podmiotami, przy sporządzaniu określonej informacji. W praktyce pod pojęciem brania udziału w sporządzaniu informacji należy rozumieć także sytuacje, gdy określony podmiot zobowiązany jest do przeanalizowania i zweryfikowania fragmentów prospektu sporządzanych przez inne podmioty, jeżeli następuje to w celu ich skorelowania z częścią prospektu sporządzaną przez podmiot dokonujący weryfikacji. Uzasadnionym jest zatem przyjęcie poglądu, iż jeżeli podmiot pośredniczący przy składaniu wskazanego wniosku wyłącznie weryfikuje informacje zawarte w prospekcie emisyjnym i jednocześnie składa podpis pod przedmiotowym wnioskiem, to nie sporządza on ani nie bierze udziału w sporządzeniu informacji zawartych w prospekcie emisyjnym, a tym samym nie odpowiada na podstawie art. 98 ust. 1 u.o.p. Firma inwestycyjna w tym przypadku bowiem nie kształtuje w żaden sposób treści oświadczenia zawartego w prospekcie, a jedynie sygnuje takie oświadczenie sporządzone przez np. emitenta.

Zwrócić jednocześnie należy uwagę, iż podstawę odpowiedzialności firmy inwestycyjnej w związku z pośrednictwem przy wnioskowaniu o zatwierdzenie prospektu emisyjnego ze względu na nieprawdziwość, nierzetelność lub niekompletność informacji w nim zawartych może stanowić także art. 98, ust. 5 u.o.p. Zgodnie z nim, odpowiedzialność taką ponoszą osoby, które wykorzystują w swojej działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi informacje nieprawdziwe, nierzetelne lub niekompletne.

Niejednoznaczność pojęć użytych w art. 98, ust. 5 u.o.p., w tym wykorzystanie ww. informacji „w swojej działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi” jest niekwestionowana [Chłopecki 2014: Nb. 9]. Wykładnia literalna tego zwrotu prowadzi do konstatacji, iż norma obejmuje działalność związaną z zawieraniem umów sprzedaży instrumentów finansowych [*Słownik Języka Polskiego PWN*, dostęp: 31.01.2016]. Jednocześnie przy próbie dekodowania pojęcia „obrotu instrumentami finansowymi” istnieje możliwość posiłkowania się definicjami pierwotnego i wtórnego obrotu, które zostały zawarte w art. 4, pkt 3 i 4 u.o.p. Zgodnie z nimi, obrotem jest przede wszystkim dokonywanie oferty publicznej, czyli udostępnianie informacji, która to czynność została określona w art. 3, ust. 1 u.o.p. Wskazówek interpretacyjnych nie udzielają natomiast dokumenty powstałe w trakcie procesu legislacyjnego, w tym stenogramy z posiedzeń komisji sejmowych, podczas których art. 98 u.o.p. nie był przedmiotem pogłębionej debaty [*ORKA Sejm*, dostęp: 31.01.2016].

Powyższe oznacza, iż firma inwestycyjna mogłaby ponosić odpowiedzialność z tytułu wadliwości prospektu ze względu na pośredniczenie przy składaniu

wniosku o jego zatwierdzenie na podstawie art. 98, ust. 5 u.o.p., jeżeli pośredniczenie przy jego składaniu zostałyby zakwalifikowane jako pośredniczenie przy udostępnianiu informacji o papierach wartościowych emitenta. Taka kwalifikacja jest jednak nieuprawniona ze względu na odrębność etapu składania wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego od etapu udostępniania informacji potencjalnym nabywcom. Tym samym niemożliwe jest dochodzenie roszczeń odszkodowawczych na podstawie art. 98, ust. 5 u.o.p. wobec firmy inwestycyjnej ze wskazanego powyżej tytułu. Wskazany art. 98, ust. 5 w zw. z art. 22, ust. 4 pkt 5 u.o.p. mógłby jednak stanowić podstawę takich roszczeń wobec firmy inwestycyjnej, jeżeli pośrednictwo przy składaniu wniosku miałoby faktyczny wpływ na brzmienie zawartych w prospekcie informacji. Niemniej, przy ograniczeniu się firmy inwestycyjnej wyłącznie do złożenia podpisu pod wnioskiem o dopuszczenie, odpowiedzialność na wskazanej podstawie prawnej jest wyłączona.

### **3. ODPOWIEDZIALNOŚĆ FIRMY INWESTYCYJNEJ NA PODSTAWIE U.O.P. Z TYTUŁU OBOWIĄZKOWEGO POŚREDNICTWA PRZY DOKONYWANIU OFERTY PUBLICZNEJ**

Jak wskazano w poprzedniej części pracy, art. 19 u.o.i.f. statuuje niezależny obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej wobec obowiązku z art. 27 u.o.p., który dotyczy dokonywania oferty publicznej. Aktualne zatem pozostaje pytanie, czy firma inwestycyjna może ponosić odpowiedzialność na podstawie art. 98, ust. 1 u.o.p., względnie na podstawie art. 98 ust. 5 u.o.p. z tytułu pośrednictwa przy dokonywaniu oferty publicznej.

Odpowiedzialność firmy inwestycyjnej z tytułu udostępnienia informacji o papierach wartościowych emitenta, dokonywanego w imieniu emitenta, na podstawie art. 98, ust. 1 u.o.p. możliwa jest w przypadku, jeżeli taki podmiot sporządzał albo brał udział w sporządzeniu informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym, o czym stanowi art. 22, ust. 4, pkt 5 u.o.p. Wymóg pośrednictwa o którym mowa w art. 19, ust. 1, pkt 2 u.o.i.f. nie wprowadza obowiązku sporządzenia informacji na potrzeby prospektu emisyjnego przez firmę inwestycyjną. Ponadto, obowiązkowe udostępnienie informacji nie stanowi także o braniu udziału w sporządzeniu informacji prospektowych, toteż art. 98, ust. 1 u.o.p. nie może stanowić podstawy roszczeń odszkodowawczych, jeżeli firmie inwestycyjnej zostało zlecone wyłącznie pośredniczenie w udostępnieniu informacji prospektowych – nie można bowiem zakwalifikować jako sporządzania informacji np. umieszczenia na stronie internetowej informacji o oferowanych papierach wartościowych emitenta.

Alternatywną podstawę roszczeń stanowi art. 98, ust. 5 u.o.p. uzależniający odpowiedzialność m.in. firmy inwestycyjnej od wykorzystywania wadliwych

informacji prospektowych w swojej działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Mając na względzie dokonaną interpretację pojęcia obrotu instrumentami finansowymi w poprzedniej części pracy, jako obrót należy rozumieć dokonywanie oferty publicznej – udostępnianie określanych informacji. W konsekwencji pośredniczenie przez firmę inwestycyjną przy dokonywaniu oferty publicznej, tj. przy jej udostępnianiu, stanowi jedną z form udostępnienia, a zatem mieści się w zakresie pojęciowym „wykorzystywania (wadliwych) informacji w swojej działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowym”. Przykładem stanu, który aktualizowałby odpowiedzialność firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego pośrednictwa wynikającego z ustawy o instrumentach finansowych jest przesłanie przez firmę inwestycyjną wiadomości o oferowanych przez spółkę papierach wartościowych wszystkim osobom znajdującym się na liście mailingowej należącej do firmy inwestycyjnej. W konsekwencji stwierdzić należy, iż na podstawie art. 98, ust. 5 u.o.p. dopuszczalne jest kierowanie roszczeń odszkodowawczych wobec firmy inwestycyjnej, jeżeli to ona w imieniu emitenta udostępniła wadliwe informacje o papierach wartościowych emitenta w związku z ofertą publiczną.

#### **4. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ODSZKODAWCZA FIRMY INWESTYCYJNEJ Z TYTUŁU OBOWIĄZKOWEGO POŚREDNICTWA W POLSCE I W NIEMCZECH**

W przypadku tzw. ratunkowych ofert publicznych akcji, których zadaniem jest pozyskanie przez spółkę środków na sanację finansowej kondycji spółki, kwestia odpowiedzialności innych podmiotów niż emitent ma szczególne znaczenie [Sójka 2008, Nb. 4.4.1]. Tym samym, w szczególności jeżeli nie jest możliwe kierowanie roszczeń wobec podmiotów odpowiedzialnych na podstawie u.o.p., istotne znaczenie dla inwestora u którego wystąpiła szkoda ma znalezienie podstawy prawnej do kierowania roszczeń, w szczególności wobec innych podmiotów niż emitent, który na tym etapie może już nie dysponować środkami majątkowymi umożliwiającymi zaspokojenie wierzycieli. Taka sytuacja wystąpi w przypadku wnioskowania o dopuszczenie na rynek regulowany papierów wartościowych uprzednio wyemitowanych. W tym bowiem stanie niemożliwe jest kierowanie roszczeń wobec firmy inwestycyjnej na podstawie art. 98, ust. 5 u.o.p. w zw. z art. 19, ust. 1, pkt. 2 u.o.i.f., a ustawa o ofercie publicznej nie przewiduje odpowiedzialności cywilnoprawnej firmy inwestycyjnej za wadliwe informacje zawarte w prospekcie emisyjnym w związku z jej pośrednictwem przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego.

W świetle powyższego uzasadniona wydaje się zatem chęć kierowania roszczeń wobec firmy inwestycyjnej będącej np. bankiem, jako instytucji zaufania publicznego, która złożyła wniosek do KNF o zatwierdzenie prospektu emi-

syjnego. To bowiem bank pośrednicząc przy składaniu rzeczzonego wniosku, w szczególności umieszczając pod takim wnioskiem podpis osób uprawnionych do jego reprezentacji co najmniej mógł wywrzeć na inwestorach wrażenie, iż informacje zawarte w prospekcie są wiarygodne.

Brak samodzielnej podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej podmiotu składającego wniosek o zatwierdzenie prospektu jest rozwiązaniem zgodnym z brzmieniem dyrektywy prospektowej przewidującej jedynie minimalny zakres podmiotów odpowiedzialnych prospektowo. Dyrektywa prospektowa w art. 6, ust. 1 stanowi bowiem w tym zakresie o obowiązku zapewnienia przez państwa odpowiedzialności osoby wnioskującej o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym za informacje podane w prospekcie emisyjnym. Zgodnie z polską regulacją, osobą wnioskującą o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym jest emitent (art. 11 a u.o.p.); tę osobę należy odróżnić od podmiotu wnioskującego o zatwierdzenie prospektu, który zobligowany jest przy składaniu wniosku do korzystania z pośrednictwa firmy inwestycyjnej (art. 27, ust. 1 u.o.p.). Inaczej kwestia obowiązku pośrednictwa firmy inwestycyjnej uregulowana jest w Niemczech, gdzie wniosek o zatwierdzenie prospektu emisyjnego (*Prospektbilligung*) nie wymaga pośrednictwa firmy inwestycyjnej (§ 13 WpPG), lecz wymaga tego wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym (§ 32 Börsengesetz).

Obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej przy składaniu wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym w Niemczech skorelowany jest z jej odpowiedzialnością za informacje zawarte w prospekcie. Polskie regulacje przenoszą natomiast *de facto* ciężar odpowiedzialności na emitenta – zgodnie z przytoczonym art. 11a u.o.p. podmiotem wnioskującym o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu jest emitent i to jego odpowiedzialność stanowi o spełnieniu wymogu wskazanego w dyrektywie dotyczącego odpowiedzialności podmiotu wnioskującego o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. Choć jest to rozwiązanie odmienne od niemieckiego, jest ono typowe wobec regulacji istniejących w innych krajach Unii Europejskiej, np. w Luksemburgu [Groß 2016: Nb. 8]. Takie unormowanie w Niemczech jest jednak krytykowane w piśmiennictwie z punktu widzenia konkurencyjności niemieckiego rynku kapitałowego – firmy inwestycyjne z innych państw mogą nie chcieć uplasować papierów wartościowych emitentów na rynku niemieckim, gdyż prowadziłyby to do ich odpowiedzialności za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym [Groß 2016: Nb. 8].

Mając na względzie brak podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego pośrednictwa przy wnioskowaniu o zatwierdzenie prospektu w ustawie szczegółowej – podstawy takiej można upatrywać w art. 415 k.c. Niemniej, kwestią kardynalną dla zagadnień odpowiedzialności na podstawie przepisów ogólnych w przypadku istnienia przepisów



szczegółowych, jakimi są przepisy art. 98 u.o.p. jest rozstrzygnięcie, w jaki sposób należy interpretować regułę *lex specialis derogat legi generali*, w szczególności, czy istnienie *lex specialis* oznacza, że jeżeli nie przewiduje on odpowiedzialności określonego podmiotu za partykularny stan oznacza to także brak możliwości pociągnięcia takiego podmiotu do odpowiedzialności cywilnoprawnej na zasadach ogólnych.

## 5. UREGULOWANIA W NIEMIECKIM PORZĄDKU PRAWNYM

Kwestię stosunku *lex specialis* z § 21 i n. WpPG wobec *legi generali* w BGB została wprost rozstrzygnięta w niemieckiej ustawie szczególnej. Zgodnie z § 25 ust. 2 WpPG dopuszczalna *explicite* jest możliwość kierowania roszczeń przeciwko podmiotom odpowiedzialnym na podstawie WpPG w związku z naruszeniem zawartych umów lub w związku z czynami niedozwolonymi, jeżeli odpowiedzialność za określony stan partykularnego podmiotu nie jest objęta przez ustawę szczegółową jaką jest WpPG. Jednocześnie oznacza to, iż jeżeli odpowiedzialność za określony stan uregulowana jest w WpPG, wykluczone jest ich dochodzenie na innych podstawach prawnych [Wyrok OLG Frankfurt z 6 lipca 2004 r.].

W orzecznictwie niemieckim wskazuje się, iż taka regulacja w szczególności umożliwi kierowanie roszczeń, gdy określony podmiot wzbudził szczególne zaufanie wobec inwestora [Wyrok BGH z 9 lipca 2013 r.]. Odpowiedzialność cywilnoprawna z tytułu zawiedzenia zaufania inwestora nazywana jest w Niemczech cywilnoprawną odpowiedzialnością prospektową w szerokim znaczeniu (*die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne*). Do jej przyjęcia niezbędne jest wywołanie u inwestora szczególnego, osobistego zaufania wobec przekazanych przez podmiot informacji związanych z inwestycją przy wykorzystaniu prospektu emisyjnego [Wyrok BGH z 26 września 1991 r.]. Podstawą roszczeń w takim przypadku jest § 311 ust. 2 oraz ust. 3 BGB statuujące odpowiedzialność za *culpa in contrahendo*. Mając na względzie, iż odpowiedzialność za ten stan nie jest przewidziana w WpPG, dopuszczalne jest ich wnoszenie równoległe do roszczeń wynikających z błędnych prospektów na podstawie WpPG [Groß 2015: Nb. IX 865a].

Jak się wskazuje w piśmiennictwie, samo przekazanie informacji przez instytucję kredytową będącą firmą inwestycyjną, bez dodatkowych wyjaśnień inwestorowi, może wywołać wrażenie, iż prawidłowość informacji zawartych w prospekcie została przez nią potwierdzona [Siol 2011: Nb. 43]. Z drugiej strony aktualne jest także stanowisko, iż taki szczególny stosunek zaufania między firmą inwestycyjną a inwestorem nie powstaje w przypadku oznaczenia w prospekcie firmy inwestycyjnej i pokładania w tym oznaczeniu zaufania przez in-

westora. W konsekwencji osobiste, szczególne zaufanie może powstać m.in. w odniesieniu do podmiotów doradzających, w tym doradców inwestycyjnych lub pośredników [Sioł 2011: Nb. 41], którzy udzielają informacji inwestorom przed objęciem albo nabyciem oferowanych akcji [Assmann 2015: Nb. 1] oraz przy udzielaniu informacji i wyjaśnień podmiotowi w trakcie negocjacji, mimo że do zawarcia umowy nie doszło, jednak których udzielenie wywołało poczucie ich szczególnej wiarygodności [Wyrok BGH z 22 marca 1979 r.].

## 6. ODPOWIEDZIALNOŚĆ FIRMY INWESTYCYJNEJ NA PODSTAWIE 415 K.C. WOBEC NABYWCÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Odwołując się do przemysłów dotyczących możliwości wywołania uzasadnionego zaufania wobec kontrahenta dzięki oświadczeniom, zapewnieniom i udzielonym informacjom niewynikającym z obowiązku umownego wskazać należy, iż zagadnienie odpowiedzialności za (zawiedzenie) zaufania (*Vertrauenshaftung*) na podstawie art. 415 k.c. nie było dotychczas przedmiotem szczególnego zainteresowania doktryny prawniczej w Polsce, w tym także w związku z wywołaniem takiego zaufania na rynku kapitałowym.

Zastosowanie tej odpowiedzialności – w świetle braku normy analogicznej do § 25 ust. 2 WpPG – wymaga na początku rozważenia jak zastosować regułę kolizyjną *lex specialis* (art. 98 u.o.p.) *derogat legi generali* (415 k.c.). Według E. Łętowskiej reguły takie jak *lex specialis derogat legi generali* nie mogą być uznawane za niezawodny instrument interpretacyjny w prawie zobowiązań [Łętowska i Osajda 2012, Nb. 49]. W oparciu o powyższe oraz rozwiązania przyjęte w niemieckim porządku prawnym należy stwierdzić, iż wskazana reguła powinna znajdować zastosowanie wyłącznie w sytuacji *in concreto* – gdy możliwe byłoby j e d n o c z e s n e kierowanie roszczeń w oparciu o dwie różne podstawy prawne: ogólną i szczególną. Samo istnienie w porządku prawnym przepisu szczególnego nie powinno oznaczać, iż jest niemożliwe kierowanie roszczeń na podstawie *lex generalis*.

Niemniej, nawet rozstrzygając o możliwości kierowania roszczeń wobec firmy inwestycyjnej na podstawie art. 415 k.c., zarówno orzecznictwo jak i piśmiennictwo nie dostarcza wskazówek, kiedy można byłoby mówić o odpowiedzialności za zawiedzone zaufanie na rynku regulowanym, w tym czy firma inwestycyjna z tytułu złożenia podpisu pod wnioskiem o zatwierdzenie prospektu emisyjnego powinna ponosić odpowiedzialność cywilnoprawną za informacje zawarte w takim prospekcie. Cegiełkę do ewentualnego rozwoju przedmiotowej odpowiedzialności dołożył P. Machnikowski w artykule pt. *Uwagi wstępne o podstawach odpowiedzialności cywilnej za zawiedzone zaufanie*, który wprost wskazuje na ciekawość tego zagadnienia w przypadku, gdy podmioty nie są

połączone węzłem umownym, stawiając jednocześnie pytanie o samodzielność podstawy art. 415 k.c. z tego tytułu [Machnikowski 2006: 218].

Instytucja firmy inwestycyjnej z uwagi na funkcje pełnione na rynku kapitałowym uznawana jest za instytucję zaufania publicznego [Nieborak 2011: 80]. Zaufanie publiczne wobec banków jako firm inwestycyjnych stanowi swego rodzaju domniemanie co do tego, że przyszłe i niepewne zachowania przez nie podejmowane nie będą miały negatywnych następstw dla innych [Radziszewski 2013: 10]. Powyższe oznacza, iż pośrednictwo firmy inwestycyjnej (banku) przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego z założenia ma oż e implikować powstanie zaufania co do prawidłowości informacji zawartych w prospekcie emisyjnym.

P. Machnikowski upatruje bezprawności przy naruszeniu czyjś zaufania w naruszeniu zasad współzycia społecznego [Machnikowski 2006: 223], które w praktyce może następować zarówno przez działanie jak i zaniechanie, np. niedostateczne sprawdzenie informacji zamieszczonych przez emitenta w prospekcie. W świetle aktualnego orzecznictwa Sądu Najwyższego o bezprawności zaniechania można mówić wtedy, gdy istniał nakaz działania, zakaz zaniechania, czy też zakaz sprowadzenia skutku, jaki przez zaniechanie może być sprowadzony [Wyrok SN z 20 stycznia 2009 r.]. Taki nakaz działania względnie zakaz sprowadzenia skutku można wyprowadzić właśnie z pełnienia przez firmy inwestycyjne roli podmiotów zaufania publicznego. W ostateczności, o bezprawności przesądza „dążenie do zapewnienia kompensaty tych uszczerbków w dobrach prawnych, które zostały spowodowane zachowaniami społecznie nieakceptowalnymi” [Machnikowski 2006: 223], a za takie zachowanie należy uznać sygnowanie przez instytucję zaufania publicznego prospektu, zawierającego nieprawdziwe lub niekompletne informacje.

## PODSUMOWANIE

Zakres sytuacji, w których aktualizuje się obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej na podstawie polskich regulacji jest odmienny niż przewidziany w niemieckiej ustawie szczegółowej. Niemniej, niemieckie rozwiązanie przewidujące odpowiedzialność prospektową firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego uczestnictwa przy składaniu wniosku o dopuszczenie na rynku regulowanym stanowi wyjątek w państwach członkowskich Unii Europejskiej.

Ustawa o ofercie publicznej nie przewiduje odpowiedzialności firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego pośrednictwa przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego, który zawiera informacje nieprawdziwe lub niekompletne. Odpowiedzialność prospektowa firmy inwestycyjnej aktualizuje się jednak co do zasady w związku z jej obowiązkowym pośrednictwem przy

dokonywaniu oferty publicznej wynikającym z art. 19, ust. 1, pkt 2 u.o.i.f., a podstawy jej odpowiedzialności należy upatrywać w art. 98, ust. 5 u.o.p. Dokonywanie oferty publicznej nie ma jednak miejsca w przypadku wnioskowania o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych już wyemitowanych, z zastrzeżeniem wyłączeń przewidzianych w art. 7, ust. 10 u.o.p., a tym samym w tym przypadku nie może być mowy o odpowiedzialności firmy inwestycyjnej na podstawie art. 98 ust. 5 u.o.p., prowadząc do konieczności rozważenia możliwości zastosowania w tym przypadku art. 415 k.c.

W świetle braku w polskim porządku prawnym regulacji analogicznej do przewidzianej w § 25 ust. 2 WpPG konieczne jest zastosowanie reguły kolizyjnej *lex specialis derogat legi generali*. Mając na względzie, iż odpowiedzialność odszkodowawcza firmy inwestycyjnej na podstawie art. 415 k.c. opiera się na odpowiedzialności za zawiedzione zaufanie, obejmuje ona odpowiedzialność wynikającą z innego stanu aniżeli określonego w art. 98, ust. 5 u.o.p. Dodatkowo, w przypadku wnioskowania o dopuszczenie papierów wartościowych uprzednio wyemitowanych, odpowiedzialność z art. 98, ust. 5 u.o.p. w ogóle nie znajduje zastosowania. W rezultacie, zastosowanie przywołanej reguły kolizyjnej w przypadku pośrednictwa firmy inwestycyjnej przy wnioskowaniu o zatwierdzenie prospektu w związku z wnioskowaniem o dopuszczenie papierów wartościowych na rynek regulowany powinno prowadzić do możliwości zastosowania art. 415, k.c. W innych natomiast przypadkach odpowiedzialność firmy inwestycyjnej z tytułu jej obowiązkowego pośrednictwa na rynku regulowanym wynikać będzie z art. 98 ust. 5 u.o.p., co do zasady wystarczająco zabezpieczając interesy inwestorów, bez potrzeby sięgania do deliktowej odpowiedzialności firmy inwestycyjnej z art. 415 k.c.

## BIBLIOGRAFIA

- Assmann H. D., 2015, § 5 *Prospekthaftung*, [w:] R. A. Schütze, H. D. Assmann, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, Monachium.
- Chłopecki A., 2014, *Komentarz do art. 98 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych*, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, LEX, Warszawa.
- Emmerich V., 2016, § 311 *Rechtsgeschäftliche und rechtsgeschäftsähnliche Schuldverhältnisse*, [w:] W. Krüger, *Münchener Kommentar zum BGB. Schuldrecht – Allgemeiner Teil*, Monachium.
- Groß W., 2015, *IX. Kapitalmarktrecht*, [w:] D. Joost, L. Strohn, *Handelsgesetzbuch*, Monachium.
- Groß W., 2016, *WpPG § 5. Prospekt*, [w:] W. Groß, *Kapitalmarktrecht. Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz*, Monachium.

- Kocemba, K., 2013, *Odpowiedzialność i sankcje za naruszenie obowiązków informacyjnych. Odpowiedzialność cywilna*, [w:] R. F. Szymański (red.), *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa.
- Kuźnicka M., Marczuk M., 2014, *Art. 22. Oferta publiczna*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, C. H. Beck, Warszawa.
- Łętowska E., Osajda K., 2012, *Rozdział I. Wprowadzenie do części ogólnej zobowiązań*, [w:] E. Łętowska (red.), *Prawo zobowiązań – część ogólna, System Prawa Prywatnego*. Tom 5, C. H. Beck, Warszawa.
- Machnikowski P., 2006, *Uwagi wstępne o podstawach odpowiedzialności cywilnej za zawiedzione zaufanie*, „Acta Universitatis Wratislaviensis”, nr 300.
- Miklaszewska E., 2010, *Bank na rynku finansowym: Problemy skali, efektywności i nadzoru*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Nieborak T., 2011, *Komentarz do art. 5*, [w:] T. Sójka, T. Nieborak, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, LEX, Warszawa.
- ORKA Sejm, <http://orka.sejm.gov.pl/proc4.nsf/opisy/3970.htm>.
- Radziszewski E., 2013, *Bank jako instytucja zaufania publicznego. gwarancje prawne i instytucjonalne*, KNF, Warszawa.
- Regulamin Gieldy 2016*, <http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin-gpw.pdf>.
- Róg P., Wajda P., 2014, *Art. 98. Oferta publiczna*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, C. H. Beck, Warszawa.
- Singhof B., 2014, *Emissionsgeschäft*, [w:] K. Schmidt, W. Hadding, *Münchener Kommentar zum HGB*, t. 6, Wydawnictwo C.H. Beck/Franz Vahlen, Monachium.
- Siol J., 2011, § 45. *Anlagevermittlung und Prospekthaftung der Banken*, [w:] H. Schimansky, H. J. Bunte, H. J. Lwowski, *Bankrechts – Handbuch*, Monachium.
- Słownik Języka Polskiego PWN*, <http://sjp.pwn.pl/sjp/obrot;2491957.html>.
- Sójka T., 2008, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Oficyna, Warszawa.
- Szlachetka E., 2014, *Umowa o oferowanie*, „Monitor Prawa Bankowego”, nr 7–8.
- Wyrok BGH z 22 marca 1979 r.*, VII ZR 259/77, opubl. BGHZ 74.
- Wyrok SN z 20 stycznia 2009 r.*, II CSK 423/08, opubl. LEX nr 527191.
- Wyrok OLG Frankfurt z 6 lipca 2004 r.*, 5 U 122/03, opubl. ZIP 2004.
- Wyrok BGH z 9 lipca 2013 r.*, II ZR 9/12, opubl. NZG 2013.
- Wyrok BGH z 26 września 1991 r.*, VII ZR 376/89, opubl. NJW 1992.

**PROSPECTUS LIABILITY OF INVESTMENT FIRMS ON THE BASIS OF  
THEIR COMPULSORY INTERMEDIATION ON CAPITAL MARKET TOWARDS  
SECURITIES BUYERS IN THE LIGHT OF SPECIAL LAW AND GENERAL CIVIL  
LIABILITY IN POLAND AND GERMANY**

Article presents situations, which require compulsory intermediation of investment firm on Polish capital market with reference to public offer. Author analysis possibility of bearing responsibility for faulty prospectus on the basis of Polish Civil Code being inspired by solutions existing in German law order. The main of the paper is to broaden chances of non-professionals on capital market to cover their damages if they appear because of faulty prospectus, especially when issuer announces emergency public offer that should make possible avoiding insolvency.

**Key words:** prospectus, liability, IPO, bank.