

Warszawa, 9 marca 2019 r.

Izabela Jackowska  
Katedra Prawa i Postępowania Administracyjnego  
Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego

## AUTOREFERAT

**Temat pracy doktorskiej:** *Odpowiedzialność administracyjnoprawna uczestników rynku kapitałowego*

**Promotor:** prof. UW dr hab. Marcin Dyl

**Recenzenci:** prof. UŚ dr hab. Mirosław Pawełczyk, prof. UAM dr hab. Eryk Kosiński

### 1. CEL ROZPRAWY

Aktywność podejmowana przez różne podmioty na rynku kapitałowym poddana została przez prawodawcę szczególnej regulacji materialnoprawnej w celu zapewnienia bezpieczeństwa obrotu na tym rynku. Uczestnicy rynku kapitałowego, których zbiorczo można podzielić na emitentów, inwestorów, pośredników oraz podmioty organizujące obrót, są adresatami rozbudowanych obowiązków publicznoprawnych związanych z odpowiadającymi im sferami aktywności. Szczególną gwarancją prawidłowego wykonywania tych obowiązków są normy przewidujące sankcje za ich naruszenie.

Sankcja w prawie administracyjnym jest pojęciem wieloznacznym i niezwykle pojemnym<sup>1</sup>. Rozprawa doktorska nie stanowi analizy wszelkich typów sankcji dotyczących przypadków niezgodności z prawem rynku kapitałowego, wśród których mieszczą się także sankcje stosowane w ramach kompetencji nadzorczych Komisji Nadzoru Finansowego. Dotyczy węższej, dynamicznie rozwijającej się kategorii sankcji, do których zastosowania uprawniony jest organ administracji w związku z zaistniałym deliktem administracyjnym, co stanowi przejaw odpowiedzialności w sferze prawa administracyjnego.

---

<sup>1</sup> Por. np. J. Jendrośka, *Koncepcja sankcji karnej w prawie administracyjnym* [w:] Z. Rybicki, M. Gromadzka-Grzegorzewska, M. Wyrzykowski (red.), *Zbiór studiów z zakresu nauk administracyjnych*, Wrocław-Warszawa-Kraków-Gdańsk 1978, s. 302.

Zasadniczym celem pracy było zbadanie czy regulacja zasad tej odpowiedzialności na poziomie prawa materialnego oraz towarzyszące jej unormowania proceduralne, są odpowiednie i proporcjonalne do realizacji funkcji, jaką pełnią w prawie rynku kapitałowego.

Obiektem badań, których wyniki zostały zaprezentowane w pracy doktorskiej, były normy statuujące obowiązki publicznoprawne poszczególnych grup uczestników rynku kapitałowego (normy sankcjonowane), normy ustanawiające sankcje za ich naruszenia (normy sankcjonujące) oraz normy proceduralne, w oparciu o które Komisja Nadzoru Finansowego, na podstawie przyznanych jej ustawowo kompetencji, może dokonać przypisania odpowiedzialności administracyjnoprawnej w drodze decyzji administracyjnej.

## 2. UZASADNIENIE WYBORU TEMATU

Mimo licznych wypowiedzi przedstawicieli doktryny<sup>2</sup>, problematyka odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego nie doczekała się dotąd szerszego teoretycznoprawnego opracowania. Tymczasem, jest to zagadnienie o rosnącym znaczeniu praktycznym, z uwagi na coraz częstsze stosowanie w materialnym prawie administracyjnym najbardziej dotkliwego środka oddziaływania na podmioty administrowane w postaci różnego rodzaju kar administracyjnych. Mają one przede wszystkim charakter finansowy (administracyjne kary pieniężne) lub polegają na odebraniu lub ograniczaniu uprawnień podmiotu administrowanego. W przypadkach, w których stanowią one negatywną konsekwencję zachowania niezgodnego z dyspozycją normy prawnej (a nie stanu niezgodności z prawem zaistniałego niezależnie od zachowania podmiotu administrowanego), stosowanie ich jest przejawem odpowiedzialności prawnej, według jej klasycznych definicji<sup>3</sup>. Zaobserwowanej tendencji legislacyjnej w niedostatecznym stopniu towarzyszy odpowiednie unormowanie ogólnych zasad przypisania tej odpowiedzialności oraz weryfikacja rozwiązań proceduralnych, w ramach których dochodzi do tego przypisania. Może to znajdować negatywne przełożenie na poczucie bezpieczeństwa prawnego podmiotów administrowanych

---

<sup>2</sup> Zob. przede wszystkim A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009 i cytowane tam obszernie wypowiedzi doktryny; zob. także m.in. P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 247 i n.; A. Skoczylas, *Sankcje administracyjne jako środek nadzoru nad rynkiem kapitałowym*, [w:] M. Stahl, R. Lewicka, M. Lewicki (red.) *Sankcje administracyjne. Blaski i cienie*, Warszawa 2011, s. 313-326; P. Wajda, *Sankcje administracyjne jako mechanizm zabezpieczający realizację obowiązków informacyjnych w toku oferty publicznej papierów wartościowych na rynek giełdowy* [w:] M. Stahl, R. Lewicka, M. Lewicki (red.) *Sankcje administracyjne...*, *op. cit.*, s. 389-402.

<sup>3</sup> Zob. np. W. Lang, *Spór o pojęcie odpowiedzialności prawnej*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu. Nauki Humanistyczno-Społeczne*. Prawo 1969/9 (37), s. 68.

podlegających odpowiedzialności administracyjnoprawnej w związku z podejmowanymi przez siebie aktywnościami.

Z uwagi na rozległość i zróżnicowanie dziedzin życia społecznego i gospodarczego regulowanych prawem administracyjnym, w przypadku których stosuje się środki odpowiedzialności administracyjnoprawnej, analiza jej natury musi zostać ograniczona. Z tego względu, zakres rozważań mojej pracy ograniczony jest do wąskiego wycinka materialnego prawa administracyjnego, odnoszącego się do funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego. Wybór tej właśnie dziedziny jako płaszczyzny rozważań o odpowiedzialności w sferze prawa administracyjnego podyktowany jest kilkoma względami.

Po pierwsze, rynek kapitałowy jest niezwykle istotną sferą gospodarki państwowej, wymagającą odpowiednio ukształtowanego otoczenia regulacyjnego, gwarantującego z jednej strony bezpieczeństwo obrotu, a z drugiej, nieparaliżującego aktywności jego uczestników, a w konsekwencji rozwoju gospodarczego państwa. Przesądza to o dużym znaczeniu praktycznym przedmiotu badań rozprawy.

Po drugie, ze względu na wieloszczeblowość, rozproszenie i nieprecyzyjność języka regulacji, wywodzącej się w dużej mierze z prawa unijnego, prawo rynku kapitałowego pozostawia znaczne pole nie tylko dla dyskrecjonalności organu administracji dokonującego wykładni tego prawa, ale także niepewności co do prawa po stronie podmiotu administrowanego, który w pierwszej kolejności musi odkodować z tak skonstruowanych przepisów treść normy kształtującej jego obowiązek. W tym kontekście, prawo rynku kapitałowego stanowi szczególnie jaskrawe tło dla refleksji nad koniecznością unormowania odpowiedzialności administracyjnoprawnej na poziomie ogólnym.

Po trzecie, prawo rynku kapitałowego jest dziedziną, w której kompetencje do nakładania sankcji w sferze odpowiedzialności administracyjnoprawnej rozrastają się bardzo dynamicznie. Sankcje te mają szeroki zakres podmiotowy (dotykają nie tylko osób prawnych, ale także ich członków zarządu, a nawet rady nadzorczej) i są wyjątkowo dotkliwe. Normowanie warunków zastosowania sankcji administracyjnej odrębnie w każdym przypadku będzie prowadziło do powstania kazuistycznych rozwiązań normatywnych, co wydaje się nie tylko nieefektywne, ale obarczone ryzykiem naruszenia zasady proporcjonalności. Z tego punktu widzenia, jedynym racjonalnym rozwiązaniem wydaje się ustalenie uniwersalnych zasad przypisywania

odpowiedzialności administracyjnoprawnej, w których przepisy prawa materialnego przewidują możliwość nałożenia sankcji.

Po czwarte, odpowiedzialność administracyjnoprawna w prawie rynku kapitałowego przypisywana jest w ogólnym postępowaniu administracyjnym, a decyzje Komisji Nadzoru Finansowego wydawane w tym zakresie weryfikowane są w postępowaniu sądowno-administracyjnym. Ustawodawca, w przeciwieństwie do niektórych innych dziedzin ze sfery prawa gospodarczego przewidujących sankcje administracyjne, nie zdecydował się zatem na modyfikację procedury, w ramach której są one nakładane (tzw. postępowania hybrydowe). Otwiera to pole do analizy, czy podobne względy, jakie przemawiały za modyfikacją reguł weryfikacji decyzji administracyjnych w innych dziedzinach regulowanych prawem administracyjnym nie występują również w prawie rynku kapitałowego, jak również zbadania, czy obecna regulacja procedury sądowno-administracyjnej jest wystarczająca dla postępowań z zakresu odpowiedzialności uczestników rynku kapitałowego i czy pozostawia przestrzeń dla pewnej ewolucji.

### 3. PRZEDMIOT ROZPRAWY

Uczestnicy rynku kapitałowego podlegają nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego<sup>4</sup>. Do właściwości Komisji Nadzoru Finansowego, prócz zadań z zakresu nadzoru nad rynkiem kapitałowym, należy jednak również stosowanie sankcji administracyjnych wobec uczestników rynku za popełnione przez nich delikty administracyjne – można zatem stwierdzić, że została ona wyposażona w kompetencje z zakresu odpowiedzialności administracyjnoprawnej wobec uczestników rynku kapitałowego. W rozprawie badam relacje zachodzące pomiędzy tymi dwiema sferami kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego. Podczas gdy nadzór stanowi jedną z podstawowych kategorii prawa administracyjnego<sup>5</sup>, sfera odpowiedzialności administracyjnoprawnej stanowi przejaw rozwoju tej gałęzi prawa, w szczególności w kontekście klasycznych definicji administracji, odwołujących się do trójpodziału władzy i oddzielających tym samym administrację od wymiaru sprawiedliwości<sup>6</sup>. W związku z tym, wyjściowym założeniem dla zbadania relacji tych dwóch kategorii było przyjęcie, że uprawnienia związane z odpowiedzialnością administracyjnoprawną uczestników rynku kapitałowego stanowią odrębną od nadzoru sferę zadań Komisji Nadzoru Finansowego.

<sup>4</sup> Zob. art. 4 ust. 1 ustawy z 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz.U. z 2018 r. poz. 621).

<sup>5</sup> Por. J. Zimmermann, *Prawo administracyjne*, Warszawa 2016, s. 228.

<sup>6</sup> Por. J. Borkowski, *Określenie administracji i prawa administracyjnego* [w:] J. Starościak (red.), *System prawa administracyjnego*, t. I, Ossolineum 1977, s. 21 i n.; Z. Rybicki [w:] Z. Rybicki, S. Piątek, *Zarys prawa administracyjnego i nauki administracji*, Warszawa 1984, s. 8; W. Jellinek, *Verwaltungsrecht*, Berlin 1931, s. 6.

Przeprowadzona w tym zakresie analiza doprowadziła do wniosku, że można wyodrębnić osobne zakresy sankcji należących do sfery nadzoru oraz do sfery odpowiedzialności administracyjnoprawnej, chociaż niektóre normy sankcjonujące mogą stanowić zarówno środek nadzoru, jak i odpowiedzialności ze względu na urzeczywistnianie celów obu tych sfer (np. sankcja w postaci cofnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności maklerskiej). Rozróżnienie środków nadzoru i środków odpowiedzialności opiera się na dwóch filarach. Po pierwsze, odpowiedzialność administracyjnoprawna nie znajduje zastosowania we wszystkich przypadkach zaistnienia stanu niezgodności z prawem, a jedynie w przypadku wystąpienia deliktów administracyjnych<sup>7</sup>. Po drugie, odpowiedzialność administracyjnoprawna posługuje się pewnymi charakterystycznymi środkami, wśród których najistotniejsze są sankcje pieniężne oraz odebranie uprawnień do wykonywania określonej działalności. Częściowo, Komisja Nadzoru Finansowego, korzystając z kompetencji z zakresu odpowiedzialności administracyjnoprawnej wobec uczestników rynku kapitałowego, realizuje zadania z zakresu nadzoru, np. eliminując z obrotu na rynku kapitałowych tych jego uczestników, którzy ze względu na popełnione delikty administracyjne, zagrażają jego bezpieczeństwu. Jednak, w przypadku sankcji pieniężnych, mających przede wszystkim charakter represyjny i odstrasżający, Komisja Nadzoru Finansowego realizuje zadania z zakresu ściśle wyodrębnionej odpowiedzialności administracyjnoprawnej.

Przeprowadzenie takiego rozróżnienia sankcji wynikających z prawa rynku kapitałowego było kluczowe dla określenia zakresu odniesienia wniosków wynikających z analizy przeprowadzonej w ramach rozprawy.

Ze względu na brak jednoznacznego wyodrębnienia sfery odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego na poziomie ustawowym, brakuje również odrębnych regulacji przypisywania tej odpowiedzialności. Środki odpowiedzialności administracyjnoprawnej stosowane są przy zastosowaniu tych samych kryteriów, co środki nadzoru – tj. na podstawie stwierdzenia zaistnienia bezprawnego naruszenia. Bezprawność naruszenia rozumiana jest ściśle, jako zachowanie niezgodne z treścią normy prawnej. Stosowanie innych kryteriów przypisania, takich jak wina, pozostają poza nawiasem okoliczności badanych przez organ decydujący o przypisaniu odpowiedzialności. Taka

---

<sup>7</sup> Przykładowo, cofnięcie zezwolenia na prowadzenia rynku regulowanego w związku z zaprzestaniem spełniania warunków, które były podstawą udzielenia zezwolenia przez spółkę prowadzącą rynek regulowany, jest przejawem nadzoru, natomiast ta sama sankcja zastosowana w związku z nieprzestrzeganiem zasad uczciwego obrotu jest przejawem odpowiedzialności – por. art. 165 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

regulacja odpowiedzialności administracyjnoprawnej przesuwają ją w kierunku nie tyle odpowiedzialności obiektywnej, co wręcz obligatoryjnej. Normy statuujące odpowiedzialność administracyjnoprawną uczestników obrotu na rynku kapitałowym skonstruowane są w taki sposób, że przy braku wysunięcia przed nawias innych okoliczności wystąpienia naruszenia określonego obowiązku, stanowią one swego rodzaju gwarancję zapewnienia określonego rezultatu pod rygorem poniesienia określonych negatywnych konsekwencji.

Zastosowanie takiej *quasi-gwarancyjnej* konstrukcji odpowiedzialności administracyjnoprawnej w prawie rynku kapitałowego, nie przystaje do sposobu unormowania obowiązków publicznoprawnych, z których naruszeniem się wiąże. Wynika to tak z przejawiającej się w licznych przypadkach nieprecyzyjności języka ustawodawcy i luk w regulacji obowiązków uczestników rynku kapitałowego (jak np. budząca liczne wątpliwości interpretacyjne regulacja tzw. działania w porozumieniu<sup>8</sup>), jak i z naturą większości tych obowiązków. Przykładowo, regulacja obowiązku publikacji informacji poufnych, po zlikwidowaniu zamkniętego katalogu zdarzeń podlegających raportowaniu, precyzyjnie wyznaczającego rezultat, jaki miał być osiągnięty przez emitentów, obecnie nabrała charakteru dyrektywy starannego działania zmierzającego do możliwie najpełniejszej realizacji równowagi informacyjnej na rynku kapitałowym. Obowiązki publicznoprawne w prawie rynku kapitałowego są zatem zbliżone charakterem do znanej prawu cywilnemu kategorii zobowiązań starannego działania, które uznaje się za wykonane prawidłowo, jeśli osiągnięty został określony dla zobowiązań danego rodzaju standard należytej staranności<sup>9</sup>.

Uwzględnienie należytej staranności jako kwalifikatora legalności zachowania adresata obowiązku publicznoprawnego, pozwoliłoby z jednej strony na usunięcie występującej po stronie uczestników rynku kapitałowego niepewności wiążącej się z interpretacją treści spoczywających na nich obowiązków publicznoprawnych, a z drugiej, na wypracowanie wyższego standardu wykonywania tych obowiązków. Analiza zasadności takiego podejścia została przeprowadzona także z perspektywy ekonomicznej, przynosząc dodatkowe potwierdzenie poprawności przyjętych założeń.

---

<sup>8</sup> Por. np. K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, Przegląd Prawa Handlowego 2015/5, s. 14-24.

<sup>9</sup> Por. np. M. Krajewski, *Niezachowanie należytej staranności – problem bezprawności czy winy*, Państwo i Prawo 1997/10; Tenże, *Zobowiązania rezultatu i starannego działania (próba alternatywnego ujęcia)*, Państwo i Prawo 2000/8, s. 44; Z. Banaszczyk, P. Granecki, *O istocie należytej staranności*, Palestra – Pismo Adwokatury Polskiej, 2002/7-8, s. 23; T. Sójka [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi* [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, komentarz do art. 72, nt. 5.

Wykluczenie z regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej elementów powodujących przesuwanie jej w kierunku modelu odpowiedzialności obligatoryjnej, pozwoliło na przedstawienie wniosków odnoszących się do uregulowania jej zasad w oparciu o model odpowiedzialności obiektywnej, w jaki zgodnie ze stanowiskiem sądownictwa<sup>10</sup> powinna się wpisywać. Odpowiedzialność obiektywna nie ma charakteru absolutnego<sup>11</sup>, co otwiera możliwość uregulowania pewnych przesłanek egzoneracyjnych, wyznaczających jej granice. W rozprawie zaproponowane zostały dwie takie przesłanki: siła wyższa oraz przyczynienie się podmiotu trzeciego do powstania naruszenia.

Ostatnia część rozprawy poświęcona jest analizie rozwiązań proceduralnych towarzyszących materialnoprawnej regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego. Naruszenia obowiązków publicznoprawnych, których dopuszczają się uczestnicy rynku kapitałowego badane są przez Komisję Nadzoru Finansowego w ramach stosunku administracyjnoprawnego, charakteryzującego się brakiem równorzędności stron, w inkwizycyjnym postępowaniu administracyjnym. Mając na względzie ów inkwizycyjny charakter tego postępowania, szczególnie istotne jest zapewnienie uczestnikowi rynku kapitałowego gwarancji procesowych pozwalających na skuteczną realizację prawa do obrony. Prawo do obrony nie stanowi zasady postępowania administracyjnego, wobec czego *prima facie* nie znajduje uzasadnienia oczekiwanie, że regulacja Kodeksu postępowania administracyjnego będzie tę zasadę realizować w konkretnych uprawnieniach. Podstawę dla stosowania tej zasady, wynikającej z art. 42 ust. 2 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej<sup>12</sup> oraz art. 6 Konwencji praw człowieka i podstawowych wolności<sup>13</sup>, do spraw z zakresu odpowiedzialności administracyjnoprawnej, może stanowić przyjęcie szerokiej interpretacji kategorii „sprawy karnej” wynikającej z orzecznictwa Europejskiego Trybunału Praw Człowieka<sup>14</sup>. Przyjęcie takiej interpretacji stanowiło podstawę do zbadania instytucji postępowania administracyjnego pod kątem zapewniania przez nie uczestnikowi rynku kapitałowego odpowiednich gwarancji proceduralnych, pozwalających na dowodzenie braku

---

<sup>10</sup> Zob. np. wyrok TK z 15 stycznia 2007 r., sygn. P 19/06, OTK ZU nr 1/A/2007, poz. 2.

<sup>11</sup> Zob. np. wyrok TK z 4 lipca 2002 r. sygn. P 12/01, OTK-A 2002/4/50.

<sup>12</sup> Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. Nr 78, poz. 483 z późn. zm.).

<sup>13</sup> Konwencja o ochronie praw człowieka i podstawowych wolności sporządzona w Rzymie dnia 4 listopada 1950 r., zmieniona następnie Protokołami nr 3, 5 i 8 oraz uzupełniona Protokołem nr 2 (Dz. U. z 1993 r. Nr 61, poz. 284 z późn. zm.).

<sup>14</sup> Por. w szczególności wyrok ETPCz z 8 czerwca 1976 r. w sprawie Engel i inni v. Holandia nr 5100/71, 5101/71, 5354/72, 5370/72; por. także wyrok ETPCz z 21 maja 1984 r. w sprawie Öztürk v. Niemcy nr 8544/79, pkt 50; wyrok ETPCz z 23 lipca 2002 r. w sprawie Västbera Taxi AB i Vulic v. Szwecja, pkt 73; wyrok ETPCz z 1 lutego 2005 r. w sprawie Zilibberger v. Mołdawia, pkt 31; zob. także postanowienie SN z 27 września 2010 r., V KK 179/10, Biul. PK 2010/6/42.

podstaw do nałożenia sankcji administracyjnej przez organ. Zbadana została również regulacja rozkładu ciężaru dowodu w postępowaniu administracyjnym, co ma szczególnie istotne znaczenie dla wprowadzenia do regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej na rynku kapitałowym przesłanek egzoneracyjnych. Analizie poddane zostały także nowe instytucje Kodeksu postępowania administracyjnego wprowadzone nowelizacją obowiązującą od 1 czerwca 2017 r.<sup>15</sup>, pod kątem oceny ich przyczyniania się do zwiększania standardu sprawiedliwości proceduralnej w sprawach z zakresu odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego.

Najistotniejszą kwestią proceduralną w kontekście odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego jest sposób unormowania procedury weryfikacji decyzji administracyjnych nakładających sankcje. Funkcjonujące obecnie rozwiązanie, polegające na weryfikacji tych decyzji w postępowaniu sędow-administracyjnym, przy utrzymaniu kasatoryjnego modelu orzekania przez sądy administracyjne wydaje się niewystarczające dla zagwarantowania odpowiedniego standardu sprawiedliwości proceduralnej uczestnikom rynku kapitałowego w sprawach z zakresu ich odpowiedzialności administracyjnoprawnej, wobec czego przedmiotem analizy były możliwości modyfikacji tej procedury pod kątem zapewnienia jej maksymalnej efektywności.

#### **4. TEZA ROZPRAWY**

Obecnie obowiązujące unormowania odpowiedzialności administracyjnoprawnej w prawie rynku kapitałowego, zarówno na poziomie regulacji materialnoprawnej, jak i proceduralnej, nie są wystarczające do realizacji celów odpowiedzialności i nie realizują w pełni zasady proporcjonalności, która dla odpowiedzialności prawnej ma fundamentalne znaczenie.

Celem zastosowania odpowiedzialności administracyjnoprawnej w prawie rynku kapitałowego jest zagwarantowanie możliwie najwyższego standardu wykonywania obowiązków publicznoprawnych spoczywających na uczestnikach tego rynku. Z jednej strony, regulacja odpowiedzialności administracyjnoprawnej powinna zatem zapewniać prawidłowe wykonanie tych obowiązków, a z drugiej, gwarantować podmiotom, których interes chroniony jest danym obowiązkiem, najwyższy poziom tej ochrony. Nieadekwatność tej regulacji, w tym zwłaszcza nadmierna surowość sankcji za naruszenia przepisów przy braku odpowiednich reguł pozwalających na skuteczną obronę przed poniesieniem odpowiedzialności, może być

---

<sup>15</sup> Tj. ustawa z dnia 7 kwietnia 2017 r. o zmianie ustawy - Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r. poz. 935).



czynnikiem hamującym aktywność uczestników rynku kapitałowego i demobilizującym dalszy rozwój tego rynku.

## 5. ZASTOSOWANA METODOLOGIA

Podstawową metodologią badawczą zastosowaną w rozprawie doktorskiej była metoda dogmatycznoprawna, opierająca się na analizie norm obowiązującego prawa, obejmującego zarówno regulacje krajowe, jak i regulacje prawa unijnego, przy użyciu reguł wykładni językowej, celowościowej oraz systemowej.

Przedmiotem rozbudowanej analizy w rozprawie było także orzecznictwo sądowe (zarówno sądów administracyjnych, jak i powszechnych oraz Trybunału Konstytucyjnego), w szczególności odnoszące się do rozumienia podstawowych dla analizowanej materii pojęć, takich jak sankcje administracyjne czy przyjmowany w orzecznictwie model odpowiedzialności prawnej w sferze prawa administracyjnego, jak również odnoszące się do przypadków deliktów administracyjnych na rynku kapitałowym.

Rozprawa szeroko odnosi się także do poglądów doktryny polskiej i zagranicznej, w tym przede wszystkim anglojęzycznej i niemieckojęzycznej oraz w niewielkim stopniu do poglądów wyrażanych w literaturze innych krajów europejskich, np. istotnej dla tematyki zasad odpowiedzialności za delikty administracyjne publikacji czeskiej autorki Heleny Praškovéj<sup>16</sup> czy też wypowiedzi doktryny austriackiej w przedmiocie reformy sądownictwa administracyjnego w kierunku orzekania reformatoryjnego.

W pracy podjęta została także analiza unormowania zasad odpowiedzialności administracyjnoprawnej i perspektyw jego modyfikacji pod kątem koncepcji prezentowanych w literaturze ekonomicznej (ekonomiczna analiza prawa). Metodologia ta została zastosowana do zbadania potencjalnego wpływu przyjęcia dla jej konstrukcji modelu odpowiedzialności obligatoryjnej oraz (postulowanego w pracy) modelu odpowiedzialności obiektywnej uwzględniającej kryterium należytej staranności na efektywność regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej.

Rozprawa nie zawiera osobnego rozdziału poświęconego kompleksowej analizie regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej w systemach prawnych innych państw. Jednakże,

---

<sup>16</sup> Zob. W. Radecki, *Recenzja książki Heleny Praškovéj, Zaklady odpovědnosti za správní delikty (Podstawy odpowiedzialności za delikty administracyjne)*, Prokuratura i Prawo 2014/1, s. 152-168.

w wielu miejscach prowadzonej analizy, odwołuję się do wycinkowych rozwiązań funkcjonujących w państwach europejskich (np. w Niemczech i Austrii) oraz w Stanach Zjednoczonych, które, w przypadku ich wykorzystania w rozwijaniu materialnoprawnej i proceduralnej regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej w Polsce, mogłyby zapewnić większą jej efektywność.

## 6. STRUKTURA ROZPRAWY

Rozprawa dzieli się na pięć rozdziałów. W rozdziale pierwszym, przedstawione zostały teoretycznoprawne zagadnienia związane z odpowiedzialnością administracyjnoprawną. Rozdział rozpoczyna analiza zjawiska odpowiedzialności prawnej, przytoczenie jej definicji oraz próba umiejscowienia kompetencji do nakładania sankcji administracyjnych przez organy administracji w ogólnej konstrukcji odpowiedzialności prawnej. Analizie poddany zostaje także charakter sankcji administracyjnych oraz deliktów administracyjnych.

Rozdział drugi poświęcony jest przedstawieniu zagadnień związanych z administracyjnoprawną regulacją rynku kapitałowego. Przedstawione zostało pojęcie rynku kapitałowego oraz jego funkcje, a także uczestnicy tego rynku jako podmioty ponoszące odpowiedzialność administracyjnoprawną. Analizie poddane zostały pojęcia nadzoru i jego środków na rynku kapitałowym oraz relacji nadzoru do kategorii odpowiedzialności administracyjnoprawnej i odpowiadających jej środków.

W rozdziale trzecim przedmiotem badań były przesłanki odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego, w odniesieniu do wynikającej tak z niedoboru ogólnych unormowań zasad przypisywania tej odpowiedzialności, jak i z praktyki decyzyjnej Komisji Nadzoru Finansowego i orzeczniczej sądów administracyjnych w sprawach z tego zakresu, koncepcji obiektywnego charakteru odpowiedzialności administracyjnoprawnej, nawiązującej do anglosaskiej koncepcji *strict liability*.

Czwarty rozdział pracy stanowi próbę przeniesienia ogólnych rozważań dotyczących charakteru i przesłanek odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego na grunt szczegółowych regulacji obowiązków publicznych w prawie rynku kapitałowego i związanych z nimi sankcji.

Rozdział piąty poświęcony jest natomiast analizie procedury, w ramach której na uczestników rynku kapitałowego nakładana jest odpowiedzialność administracyjnoprawna.

## 7. NAJWAŻNIEJSZE WNIOSKI

Wnioski, do jakich doprowadziły badania przeprowadzone w ramach rozprawy doktorskiej, potwierdziły, w mojej opinii, zasadność głównej tezy pracy, wedle której obowiązujące unormowania odpowiedzialności administracyjnoprawnej w prawie rynku kapitałowego, zarówno na poziomie regulacji materialnoprawnej, jak i proceduralnej, nie są wystarczające do realizacji celów odpowiedzialności i nie realizują w pełni zasady proporcjonalności. W ramach przeprowadzonej analizy wskazane zostały zarówno problemy dotyczące regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego, na które powinien odpowiedzieć prawodawca, jak również przedstawione zostały pewne wnioski *de lege lata* i *de lege ferenda*.

### 7.1. Wnioski odnoszące się do materialnoprawnej regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej

Założeniem, na którym opierają się wnioski odnoszące się do postulowanej regulacji zasad odpowiedzialności administracyjnoprawnej, jest możliwość zastosowania w niej pewnej analogii do cywilistycznej koncepcji zobowiązań starannego działania w odniesieniu do obowiązków publicznoprawnych uczestników rynku kapitałowego, z naruszeniem których wiąże się odpowiedzialność. Uzasadnieniem dla zastosowania takiej analogii jest fakt, że znaczna część obowiązków, z którymi wiąże się odpowiedzialność administracyjnoprawna, objęta jest także mechanizmami odpowiedzialności cywilnej<sup>17</sup>. Treść tych obowiązków pozostaje zatem identyczna, niezależnie czy poprawność ich wykonania (legalność zachowania) oceniana jest z perspektywy odpowiedzialności administracyjnoprawnej czy cywilnej. Można zatem uznać, że również bezprawność zachowania, będąca w prawie cywilnym rozumiana jako przedmiotowa niewłaściwość postępowania<sup>18</sup>, mająca charakter bezwzględny<sup>19</sup> – a zatem obiektywna przesłanka odpowiedzialności – ma to samo znaczenie również na tle odpowiedzialności administracyjnoprawnej.

---

<sup>17</sup> Prawo rynku kapitałowego wydaje się być wzorcowym przykładem przypadku na tyle ścisłego przenikania się norm prawa cywilnego i administracyjnego, że trudno przesądzić jednoznacznie o charakterze tych norm, a nawiązując do stanowiska J. Łętowskiego na tle ogólnych rozważań o naturze prawa administracyjnego, może to się okazać wręcz niemożliwe – por. J. Łętowski, *Administracja, prawo, orzecznictwo sądowe*, Ossolineum 1985, s. 129.

<sup>18</sup> W. Czachórski, A. Brzozowski, M. Safjan, E. Skowrońska-Bocian, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Warszawa 2009, s. 215.

<sup>19</sup> W doktrynie prawa cywilnego odrzucane są z reguły koncepcje bezprawności względnej, tj. nieprawidłowości zachowania względem konkretnego poszkodowanego, dzięki czemu rozumienie bezprawności w prawie cywilnym może odpowiadać rozumieniu tego pojęcia również w prawie administracyjnym (por. B. Lanckoroński, *Odpowiedzialność cywilna za pośrednie naruszenie dóbr*, Warszawa 2013, s. 131; A. Chłopecki, *Szkoda poniesiona przez spółkę akcyjną a szkoda poniesiona przez akcjonariusza w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2007/5, s. 11; M. Owczarek, *Problem bezprawności względnej w systemie odpowiedzialności deliktowej*, *Palestra – Pismo Adwokatury Polskiej* 2004/5-6; zob. jednak J. Jastrzębski, *O granicach kompensacji* [w:] J. Jastrzębski (red.), *Odpowiedzialność*

Prawidłowość wykonania zobowiązań starannego działania w prawie cywilnym oceniana jest z perspektywy zachowania określonego dla danego typu zobowiązań standardu należytej staranności, a nie osiągnięcia określonego rezultatu. Podobnie zatem wykonanie obowiązków nałożonych na uczestników rynku kapitałowego, wykazujących charakter podobny do zobowiązań starannego działania, winna być oceniana w perspektywie odpowiedzialności administracyjnoprawnej. W tym zakresie, brakuje przepisu, który mógłby stanowić podstawę do uwzględniania zachowania standardu należytej staranności jako kryterium oceny legalności zachowania uczestników rynku kapitałowego jako podmiotów administrowanych, dlatego też postulat wprowadzenia takiej przesłanki jest jednym z najistotniejszych wniosków *de lege ferenda* rozprawy. Ustanowienie przesłanki należytej staranności jako kryterium oceny legalności zachowania podmiotu administrowanego przez organ (np. na podstawie przyjmowanych przez poszczególne grupy uczestników rynku kapitałowego zasady deontologii), pozwoliłoby na wyeliminowanie wątpliwości związanych z niejasną treścią potencjalnie naruszonych obowiązków oraz mogłoby pozytywnie wpłynąć na standard funkcjonowania rynku kapitałowego.

Uwzględnianie takiego postulatu znajduje również uzasadnienie w perspektywie ekonomicznej analizy tego zagadnienia. Premiowanie zachowywania standardów należytej staranności przez uczestników rynku kapitałowego może przyczynić się do wyeliminowania sytuacji, w których bardziej opłacalne będzie przyjęcie ryzyka poniesienia odpowiedzialności administracyjnoprawnej niż kosztów wdrożenia rozwiązań mających zapewnić zgodność działania jego przedsiębiorstwa z prawem (kosztów dochowania należytej staranności)<sup>20</sup>. Z perspektywy efektywności regulacji, premiowanie przez organ aktów staranności uczestników rynku poprzez limitowanie zakresu ich odpowiedzialności jest rozwiązaniem wykazującym wyższą użyteczność niż bezwzględne karanie naruszeń niezależnie od okoliczności, w jakich zaistniały.

Istotnym wnioskiem *de lege ferenda* i jednocześnie konkretnym przykładem aktu staranności, który mógłby wpływać na ograniczenie odpowiedzialności administracyjnoprawnej, zachęcając jednocześnie do podwyższania standardu funkcjonowania jako uczestnik rynku kapitałowego, jest obecna m.in. w prawie niemieckim i amerykańskim koncepcja tzw. *compliance defence*. Odnosi się ona do odpowiedzialności członków organów, którzy mieliby nie ponosić odpowiedzialności za naruszenie przypisane podmiotowi, w którym pełnią funkcję,

---

*odszkodowawcza*, Warszawa 2007, s. 18 i tam powoływana literatura.). Pogląd ten jest również przyjmowany przez orzecznictwo (por. wyroki SN: z 22 czerwca 2012 r., V CSK 338/11, Legalis nr 544275; z 26 marca 2014 r., V CSK 284/13, LEX nr 1463644; zob. jednak wyrok SN z 19 maja 2016 r., III CZP 20/16, Legalis nr 1460567).

<sup>20</sup> Wniosek taki wynika z analizy zjawiska opisywanego w ekonomicznej analizie prawa jako *efficient breach of contract* – por. zwłaszcza R. A. Posner, *A Theory of Negligence*, *The Journal of Legal Studies* 1, 1972/1, s. 29-96.

jeżeli wprowadzili odpowiednie regulacje wewnętrzne w spółce zapewniające zgodność z prawem<sup>21</sup>.

Analiza powoływanego w niniejszej pracy orzecznictwa<sup>22</sup> wykazała, że odpowiedzialność administracyjnoprawna nie ma charakteru absolutnego. Potwierdza to także wprowadzenie przez ustawodawcę do przepisów k.p.a. regulacji siły wyższej jako przesłanki wyłączającej odpowiedzialność administracyjnoprawną podmiotów administrowanych. Słuszne jest zatem wyznaczenie pewnych granic odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego. Ustalono w tym zakresie, że prócz siły wyższej, której uregulowanie, odnoszące się jedynie do kar pieniężnych, jest zbyt wąskie w relacji do różnych rodzajów sankcji administracyjnych w prawie rynku kapitałowego, należy uwzględniać także inną przesłankę egzoneracyjną – przyczynienie się podmiotu trzeciego. Wprowadzenie takiej przesłanki jest szczególnie uzasadnione w odniesieniu do regulacji rynku kapitałowego, ponieważ na tle tej regulacji istnieje poważne ryzyko stosowania wykładni rozszerzającej przez organy i sądy administracyjne rozstrzygające o odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego w przypadku, gdy prawidłowe wykonanie przez nich obowiązków zależy od aktywności innych podmiotów.

Przyjmując, że odpowiedzialność administracyjnoprawna powinna opierać się na modelu odpowiedzialności obiektywnej, wprowadzanie przesłanki winy do jej zasad nie wydaje się uzasadnione. Na podstawie przeprowadzonej analizy, można jednak wskazać szczególny przypadek, w którym wprowadzenie przesłanki winy byłoby celowe. Członkowie organów uczestników rynku kapitałowego ponoszą subsydiarną odpowiedzialność za naruszenie, którego dopuścił się podmiot, w którym sprawują funkcję, a jedyną przesłanką ich odpowiedzialności w obecnej regulacji jest pełnienie w funkcji w jego organie w czasie naruszenia. Odpowiedzialność za naruszenia ponoszą zatem nawet tacy członkowie organów,

---

<sup>21</sup> Takie rozwiązania obecne są w innych systemach prawnych. Tytułem przykładu, w stanie Delaware, USA, w którym zarejestrowana jest większość amerykańskich spółek publicznych (*public corporations*) wprowadzenie systemu *compliance* jest przesłanką zwalniającą członków organu zarządzającego spółki (*board of directors*) od odpowiedzialności odszkodowawczej za skutki naruszenia przez spółkę prawa (tak zwłaszcza: wyrok *Court of Chancery of Delaware* z 25 września 1996 r. w sprawie *In re Caremark Int'l*, 698 A.2d 959, w którym stwierdzono, że członkowie organu zarządzającego spółki nie ponoszą odpowiedzialności za naruszenie przez spółkę prawa, jeśli wprowadzili system kontroli wewnętrznej, którego celem było zapewnienie im dostępu do informacji o działalności operacyjnej spółki, pozwalających w odpowiednim czasie podejmować świadome decyzje, mające na celu zapewnienie zgodności działania spółki z prawem. Stanowisko to zostało potwierdzone w orzeczeniu w wyroku Sądu Najwyższego stanu Delaware z 6 listopada 2006 r. w sprawie *Stone* przeciwko *Ritter*, 911 A.2d 362, w którym stwierdzono, że członkowie organu zarządzającego spółki odpowiadają za naruszenie przez nią prawa jedynie wówczas, gdy nie wprowadzili systemu kontroli wewnętrznej albo po jego wprowadzeniu zaniedbali obowiązku weryfikacji jego skuteczności. Obowiązek wprowadzenia systemu kontroli wewnętrznej i weryfikacji jego skuteczności został potwierdzony ustawowo po kryzysie wywołanym upadkiem spółek Enron oraz WorldCom - zob. sekcja 404 Sarbanes-Oxley Act (Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745). Por. także uwagi poczynione na tle koncepcji *compliance defence* w kontekście odpowiedzialności administracyjnoprawnej przez B. Jagurę - zob. B. Jagura, *Rola organów spółki kapitałowej w realizacji funkcji compliance*, Warszawa 2017, s. 58, 79-82; a także przez A. Piskorz-Szpytkę [w:] P. Eleryk, A. Piskorz-Szpytkę, P. Szpytkę, *Compliance w podmiotach nadzorowanych rynku finansowego*, Warszawa 2019, s. 394-452.

<sup>22</sup> Por. przykładowo wyrok TK z 4 lipca 2002 r., sygn. akt P 12/01, OTK-A 2002/4/50.

którzy na powstanie naruszenia nie mieli żadnego wpływu lub sprzeciwiali się działaniom prowadzącym do jego powstania. Możliwa jest modyfikacja przepisów regulujących ich odpowiedzialność w sposób nawiązujący do konstrukcji odpowiedzialności unormowanej w przepisie art. 299 k.s.h.<sup>23</sup>, tj. poprzez stworzenie wzruszalnego domniemania winy tych osób za powstałe naruszenie. Rozkład ciężaru dowodu w takiej regulacji zapewni, że członkowie organów będą mieli podstawy prawne do udowodnienia, że nie ponoszą odpowiedzialności za naruszenie, a jednocześnie organ nie będzie obciążony koniecznością dowodzenia winy jako podstawy odpowiedzialności. Przesłanka winy pełniłaby zatem funkcję wyłącznie „tarczy” chroniącej przed odpowiedzialnością, a nie jedną z jej podstaw.

#### 7.2. *Wnioski odnoszące się do proceduralnej regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej*

Analiza postępowania administracyjnego, w ramach którego organ przypisuje odpowiedzialność administracyjnoprawną przez pryzmat standardów prawa do obrony wynikających ze stosowanych art. 42 ust. 2 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz art. 6 Konwencji praw człowieka i podstawowych wolności doprowadziła do wniosku, że sposób jego unormowania, mimo jego inkwizycyjnego charakteru, co do zasady, zapewnia stronie postępowania odpowiednie gwarancje procesowe. Można jednak przedstawić propozycje pewnych zmian legislacyjnych. Należy wśród nich wymienić postulat wprowadzenia obligatoryjności rozprawy w sprawach z zakresu odpowiedzialności administracyjnoprawnej, wprowadzenia regulacji tzw. wolności od samooskarżania się w przypadku dowodu z przesłuchania strony oraz rozszerzenia regulacji Działu IVa k.p.a., odnoszącego się obecnie wyłącznie do administracyjnych kar pieniężnych, na wszystkie rodzaje środków odpowiedzialności administracyjnoprawnej.

Istotnym wnioskiem *de lege ferenda* odnoszącym się do postępowania administracyjnego w sprawach z tego zakresu jest także propozycja modyfikacji procesowego rozkładu ciężaru dowodu w odniesieniu do przesłanek egzoneracyjnych. Postulat ten zakłada przerzucenie ciężaru udowodnienia wystąpienia przesłanki egzoneracyjnej wyłączającej odpowiedzialność na stronę postępowania administracyjnego. Obecnie obowiązek wyjaśnienia wszystkich okoliczności mających znaczenie dla wyniku postępowania spoczywa na organie.

Przedmiotem analizy w odniesieniu do etapu postępowania administracyjnego była także możliwość rozszerzenia istniejącego trybu konsensualnego rozstrzygnięcia o odpowiedzialności administracyjnoprawnej – tj. mediacji uregulowanej w k.p.a. – o instytucję nawiązującą do procedury *leniency*, znanej z prawa antymonopolowego. Wyniki tej analizy doprowadziły jednak do wniosku, że użyteczność takiej zmiany byłaby bardzo ograniczona. Jediną propozycją niewielkiej modyfikacji konsensualnego trybu załatwienia sprawy mogłoby być

---

<sup>23</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1577 z późn. zm.).

wprowadzenie unormowania gwarantującego, że w przypadku skorzystania z mediacji, sankcja związana z przypisaniem odpowiedzialności administracyjnoprawnej ograniczy się jedynie do kary pieniężnej, z pominięciem sankcji polegających przykładowo na cofnięciu zezwolenia do prowadzenia określonej działalności. Zmiana ta powinna znaleźć się jednak w przepisach szczególnych regulujących postępowanie administracyjne przed Komisją Nadzoru Finansowego (a zatem w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym) z uwagi na jej ograniczenie jej zastosowania jedynie do przypadków odpowiedzialności administracyjnoprawnej uczestników rynku kapitałowego.

Najistotniejszy, w kontekście analizy proceduralnej regulacji odpowiedzialności administracyjnoprawnej, wniosek *de lege ferenda* odnosi się do modelu weryfikacji decyzji administracyjnej Komisji Nadzoru Finansowego. W wyniku przeprowadzonej analizy, odrzucona została propozycja utworzenia hybrydowego modelu postępowania, przenoszącego sprawę ze skargi na ostateczną decyzję Komisji Nadzoru Finansowego do postępowania cywilnego przed sądem powszechnym, na wzór rozwiązań funkcjonujących w innych obszarach regulacyjnych (np. w postępowaniu antymonopolowym). Postulowaną zmianą byłoby natomiast rozszerzenie uprawnień orzekania reformatoryjnego przez sądy administracyjne w odniesieniu do spraw z zakresu odpowiedzialności administracyjnoprawnej na rynku kapitałowym, poprzez przyznanie im możliwości zmiany decyzji Komisji Nadzoru Finansowego po uprzednim rozpoznaniu sprawy co do istoty, a nie jedynie w zakresie zbadania legalności zaskarżonej decyzji. Mając na względzie, iż w chwili obecnej, sądy administracyjne orzekające w sprawach z tego zakresu, polegają głównie na profesjonalizmie Komisji Nadzoru Finansowego, konieczne wydaje się także wyspecjalizowanie sądownictwa administracyjnego w sprawach z zakresu rynku finansowego. Postulat ten może zostać zrealizowany poprzez stworzenie w ramach struktury organizacyjnej Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie odrębnego wydziału ds. rynku finansowego, podobnie jak zostało to zorganizowane w przypadku Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów<sup>24</sup>, stanowiącego XVII Wydział Sądu Okręgowego w Warszawie. Obecnie, skargi na decyzje Komisji Nadzoru Finansowego rozpatrywane są przez VI Wydział Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie, którego właściwość rzeczowa obejmuje, prócz spraw z tego zakresu, jeszcze siedemnaście innych dziedzin niezwiązanych rodzajowo z rynkiem finansowym. Skargi na decyzje Komisji Nadzoru Finansowego stanowią zaledwie 1% wszystkich spraw rozpoznawanych w tym

---

<sup>24</sup> Obok polskiego przykładu wyspecjalizowanego Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, warto zwrócić uwagę na tendencję do profesjonalizacji sądownictwa, zwłaszcza gospodarczego, widoczną w innych krajach, w tym w szczególności na wyspecjalizowany w prawie spółek sąd w stanie Delaware w Stanach Zjednoczonych, czy też brytyjskie sądy gospodarcze (*Commercial Courts*) specjalizujące się w prawie spółek i prawie rynku kapitałowego – por. np. L. S. Black, Jr., *Why Corporations Choose Delaware*, Delaware Department of State, Division of Corporations 2007, s. 5 i n.; J. E. Fisch, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, University of Cincinnati Law Review 2000/68, s. 1070 i n.

wydziale<sup>25</sup>, co przesądza o braku jego specjalizacji w materialnoprawnej regulacji rynku finansowego. Postulowane stworzenie takiego wąskoprofilowego sądu administracyjnego mogłoby znacząco wpłynąć na efektywność jego działania, dzięki biegłości sędziów w dziedzinie prawa rynku finansowego, podobieństwu spraw trafiających do rozpoznania oraz ograniczeniu roli profesjonalnego pełnomocnika oraz organu w dokonywanym z ostrożności zaznajomieniu sądu ze stanem prawnym sprawy. Ekspercka wiedza sędziów rozpatrujących sprawy z zakresu rynku finansowego pozwoliłaby nie tylko na optymalizację samego postępowania, ale stanowiłaby także gwarancję wydania rzetelnego i sprawiedliwego rozstrzygnięcia<sup>26</sup>.

Podsumowując przedstawione w pracy wnioski, należy wskazać, że dopiero uregulowanie zasad przypisywania odpowiedzialności administracyjnoprawnej wobec uczestników rynku kapitałowego na tych dwóch poziomach – materialnoprawnym i proceduralnym – zapewni uczestnikom rynku kapitałowego odpowiedni poziom bezpieczeństwa podejmowania przez nich aktywności na tym rynku. Obecna regulacja odpowiedzialności administracyjnoprawnej wiąże się z rozrastającymi się ryzykami prawnymi i brakiem odpowiednich mechanizmów ochronnych, co może wpływać demobilizująco na funkcjonowanie rynku kapitałowego, powodować częstsze poddawanie się procedurze *delistingu* przez emitentów i motywować ich do poszukiwania finansowania poza rynkiem publicznym<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> W 2017 r. VI Wydział Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie przyjął do rozpoznania 7568 spraw, spośród których spraw z zakresu rynku finansowego było 78, co stanowi ok.1% wszystkich spraw rozpoznawanych przez ten wydział – por. Informacja o działalności WSA w Warszawie w 2017 r., dostępna na stronie: [https://bip.warszawa.wsa.gov.pl/download/attachment/1596/informacja-o-dzialalnosci-wojewodzkiego-sadu-administracyjnego-w-warszawie-w-2017-\\_r.pdf](https://bip.warszawa.wsa.gov.pl/download/attachment/1596/informacja-o-dzialalnosci-wojewodzkiego-sadu-administracyjnego-w-warszawie-w-2017-_r.pdf). Podobna proporcja utrzymywała się także w latach poprzednich – zob. odpowiednio Informacje o działalności WSA w Warszawie w 2014, 2015 i 2016 r., dostępne na stronie: <https://bip.warszawa.wsa.gov.pl/281/778/informacja-o-dzialalnosci-wsa-w-warszawie.html>, dostęp z dnia 9 marca 2019 r.

<sup>26</sup> Podobnie o potrzebie stworzenia wyspecjalizowanych sądów korporacyjnych zob. A. Radwan, *Reforma polskiego prawa spółek „w działaniu” – o potrzebie utworzenia wyspecjalizowanych sądów korporacyjnych*, Allerhand Working Paper 2018/24, s. 26 i n.

<sup>27</sup> Warto zauważyć, że 2018 r. był najgorszym rokiem od początku istnienia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. pod względem liczby spółek, które poddały się procedurze *delistingu* (było ich 22). Tej tendencji towarzyszą również coraz rzadsze debiuty, co może mieć związek z otoczeniem regulacyjnym, w jakim funkcjonują uczestnicy rynku kapitałowego – por. A. Nartowski, *Sprawa GetBack S.A. (2018) w świetle corporate governance*, dostępny pod adresem: <http://www.andrzejnartowski.pl/wp-content/uploads/2019/02/Raport-Nartowskiego-Getback-i-corporate-governance.pdf>, dostęp z dnia 9 marca 2019 r., s. 11.