

USTAWA O OFERCIE PUBLICZNEJ

Komentarz

redakcja naukowa Tomasz Sójka

Kinga Dziennik, Tomasz Jaranowski, Wojciech Kapica, Piotr Karlik
Maciej Mataczyński, Andrzej Paduch, Adrian Rycerski
Maksymilian Saczywko, Andrzej Skoczylas, Tomasz Sójka
Jan Stranz, Aleksander Szpojankowski, Robert Zawłocki

KOMENTARZE

USTAWA O OFERCIE PUBLICZNEJ

Komentarz

redakcja naukowa Tomasz Sójka

Kinga Dziennik, Tomasz Jaranowski, Wojciech Kapica, Piotr Karlik
Maciej Mataczyński, Andrzej Paduch, Adrian Rycerski
Maksymilian Saczywko, Andrzej Skoczylas, Tomasz Sójka
Jan Stranz, Aleksander Szpojankowski, Robert Zawłocki

KOMENTARZE

Stan prawny na 1 stycznia 2025 r.

Recenzent

Dr hab. Marcin Dyl, profesor Uniwersytetu Warszawskiego

Wydawca

Grzegorz Jarecki

Redaktorka prowadząca

Joanna Cybulska

Opracowanie redakcyjne

Violet Design

Projekt okładek serii

Wojtek Janikowski, Przemek Dębowski

Poszczególne części napisali:

Kinga Dziennik – art. 2, art. 4a–4b, art. 6a–15b, art. 17a–17b, art. 19a–19c, art. 27–54

Kinga Dziennik, Tomasz Sójka – wprowadzenie do zagadnień związanych z ofertą publiczną,

art. 1, art. 3–4, art. 5–6, art. 16–17, art. 18–18a, art. 20–26, art. 55

Wojciech Kapica, Aleksander Szpojankowski – art. 90c–90ga, art. 97d

Piotr Karlik – art. 104a–104e

Piotr Karlik, Robert Zawłocki – art. 99–104

Tomasz Jaranowski, Maciej Mataczyński – art. 69–90b (z wyjątkiem art. 73 pkt 6 i art. 87 pkt 6.6),
art. 91–92

Andrzej Paduch, Andrzej Skoczylas – art. 93–97c

Adrian Rycerski, Tomasz Sójka – art. 55a–68c

Maksymilian Saczywko, Tomasz Sójka: art. 73 pkt 6 i art. 87 pkt 6.6

Tomasz Sójka – art. 98

Jan Stranz – art. 90h–90l

© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2025

ISBN 978-83-8390-122-0

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Dział Praw Autorskich

01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33

tel. +48 728 313 462

e-mail: PL-ksiazki@wolterskluwer.com

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

SPIS TREŚCI

Wykaz skrótów	13
Wprowadzenie	19
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych	21
Rozdział 1. Przepisy ogólne	23
Art. 1. [Zakres zastosowania]	23
Art. 2. [Ograniczenia stosowania]	24
Art. 3. [Oferta publiczna]	27
Art. 4. [Definicje]	56
Art. 4a. [Kwota wyrażona w euro]	85
Art. 4b. [Pojęcie emitenta ubiegającego się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, emitenta ubiegającego się o wprowadzenie papierów wartościowych do alternatywnego systemu obrotu, podmiotu zamierzającego ubiegać się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym]	86
Art. 5. [Objęcie w obrocie pierwotnym]	87
Art. 5a. [Środki pieniężne pochodzące z wpłat inwestorów]	88
Art. 6. [Elektroniczna forma oświadczeń woli i dokumentów]	91
Art. 6a. [Podwyższenie kapitału zakładowego spółki publicznej przez potrącenie wierzytelności – sprawozdanie zarządu]	94
Rozdział 2. Postępowanie z dokumentami informacyjnymi związanymi z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym	97
Oddział 1. Przepisy wspólne	97
Art. 7–9. (uchylone)	97
Art. 10. [Ewidencja akcji]	97
Art. 11. (uchylony).	99
Art. 11a. [Złożenie wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu]	100

Art. 12–14. (uchylone)	104
Art. 14a. [Umowa o gwarancję emisji]	104
Art. 15. (uchylony).	108
Art. 15a. [Oferta kaskadowa papierów wartościowych]	108
Art. 15b. [Kompetencje Komisji w przypadku naruszenia lub podejrzenia naruszenia przepisów o reklamie oferty publicznej]	110
Art. 16. [Kompetencje Komisji w razie oferty, subskrypcji lub sprzedaży naruszającej prawo]	114
Art. 17. [Kompetencje Komisji w razie naruszającego prawo dopuszczenia lub wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu na terytorium RP]	118
Art. 17a. [Żądanie zawieszenia obrotu papierami wartościowymi emitenta w przypadku uzasadnionego podejrzenia naruszenia przepisów]	119
Art. 17b. [Żądanie zawieszenia obrotu papierami wartościowymi emitenta w przypadku naruszenia przepisów]	121
Art. 18. [Rozszerzenie kompetencji Komisji]	122
Art. 18a. [Postępowanie Komisji w przypadku zastosowania środków nadzorczych]	126
Art. 19. (uchylony).	127
Art. 19a. [Uchylenie decyzji Komisji]	127
Art. 19b. [Przekazywanie przez Komisję informacji do publicznej wiadomości]	129
Art. 19c. [Żądanie przez Komisję informacji i wyjaśnień]	129
Art. 20. [Zasada równego traktowania]	130
Oddział 2. Zatwierdzenie i termin ważności prospektu	132
Art. 21. (uchylony).	132
Art. 22. [Osoby odpowiedzialne za zgodność ze stanem faktycznym informacji zawartych w prospekcie]	132
Art. 22a–25. (uchylone)	137
Art. 26. [Stosowanie polskich zasad rachunkowości]	137
Art. 26a. (uchylony).	139
Art. 27. [Wniosek o zatwierdzenie prospektu]	139
Art. 28. (uchylony).	142
Art. 29. [Zatwierdzenie dokumentu rejestracyjnego]	142
Art. 30. [Zatwierdzenie dokumentu ofertowego i podsumowującego]	144
Art. 31. [Strony postępowania o zatwierdzenie prospektu]	146
Art. 32. [Żądanie uzupełnienia dokumentacji]	146
Art. 33. [Zwolnienie z obowiązku zamieszczenia w prospekcie niektórych informacji; doręczenie decyzji w sprawie zatwierdzenia prospektu]	147
Art. 34–35. (uchylone)	149
Art. 35a. [Język prospektu w przypadku oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym na terytorium RP jako przyjmującego państwa członkowskiego]	149
Art. 36–37. (uchylone)	151

Oddział 2a. Dokumenty informacyjne obowiązujące wyłącznie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w przypadkach, w których prospekt nie jest wymagany zgodnie z przepisami rozporządzenia 2017/1129	151
Art. 37a. [Dokument udostępniany do publicznej wiadomości w przypadku braku obowiązku udostępnienia prospektu]	151
Art. 37b. [Warunki udostępnienia memorandum informacyjnego zamiast prospektu]	154
Art. 37c. [Udostępnienie arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych w przypadku oferty publicznej dokonywanej za pośrednictwem dostawcy usług finansowania społecznościowego]	159
Art. 37d. [Określenie wpływów decydujących o braku obowiązku prospektowego]	160
Art. 38. [Dokumenty zawierające informacje opisujące transakcje w przypadku braku obowiązku prospektowego]	161
Art. 38a. [Dokument sporządzany przez osobę wnioskującą o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych dopuszczonych już do obrotu na innym rynku regulowanym]	163
Art. 38b. [Memorandum informacyjne przy emisji papierów wartościowych]	165
Art. 39. [Stosowanie przepisów o memorandum informacyjnym do innych dokumentów]	166
Art. 40. [Udostępnienie memorandum informacyjnego]	166
Art. 40a. [Wyjątek od obowiązku udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu w przypadku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze inwestycyjne]	168
Art. 40b. [Osoby odpowiedzialne za zgodność ze stanem faktycznym informacji zawartych w memorandum informacyjnym i innych dokumentach]	169
Art. 40c. [Publikacja prospektu informacyjnego funduszu portfelowego]	171
Oddział 3. (uchylony)	173
Art. 41–44. (uchylone)	173
Oddział 4. Udostępnianie informacji o papierach wartościowych w związku z ofertą publiczną, subskrypcją lub sprzedażą na podstawie tej oferty lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym	173
Art. 45–46. (uchylone)	173
Art. 47. [Przekazanie Komisji informacji związanych z udostępnieniem prospektu emisyjnego]	174
Art. 48–50. (uchylone)	175
Art. 51. [Suplement do prospektu – zatwierdzenie i publikacja]	175
Art. 51a. [Uchylenie się od skutków zapisu]	178
Art. 52. [Komunikat aktualizujący]	179
Art. 53. [Reklama oferty publicznej]	180

Art. 54.	[Termin przydziału papierów wartościowych w przypadku braku możliwości podania w prospekcie ostatecznej ceny ofertowej lub liczby papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej]	183
Art. 55.	[Upoważnienie ustawowe]	184
Rozdział 3. Obowiązki informacyjne emitentów		187
Art. 55a.	[Państwo macierzyste i przyjmujące]	187
Art. 55b.	[Emitent kwitów]	192
Art. 55c.	[Obowiązek przekazywania informacji do systemu gromadzenia informacji]	192
Art. 55d.	[Warunki obrotu instrumentami finansowymi niebędącymi papierami wartościowymi]	194
Art. 56.	[Obowiązki informacyjne]	197
Art. 56a.	[Rzeczpospolita Polska jako państwo przyjmujące]	206
Art. 56b.	[Rzeczpospolita Polska jako państwo macierzyste]	206
Art. 56c.	[Próg 100 tys. euro]	206
Art. 57.	(uchylony).	208
Art. 58.	[Agencja informacyjna]	208
Art. 59.	[Kwity depozytowe – informacje]	210
Art. 60.	[Upoważnienie ustawowe]	211
Art. 61.	[Rynek nieoficjalny i pozagiełdowy]	212
Art. 62.	[Zwolnienie z obowiązku informacyjnego, informacje równoważne]	213
Art. 62a.	[Przekazywanie wyjaśnień w związku z opóźnieniem podania informacji poufnych do publicznej wiadomości]	215
Art. 63.	[Dostępność informacji okresowych]	216
Art. 64.	[Państwa oraz banki centralne]	217
Art. 65–67.	(uchylone)	217
Art. 68.	[Kompetencje Komisji]	217
Art. 68a.	[Obowiązek ujawniania danych]	224
Art. 68b.	[Nadzór]	224
Art. 68c.	[Zawiadomienie]	227
Rozdział 4. Znaczne pakiety akcji spółek publicznych		230
Oddział 1. Ujawnianie stanu posiadania		230
Art. 69.	[Obowiązek zawiadomienia o nabyciu lub posiadaniu znacznego pakietu akcji]	230
Art. 69a.	[Obowiązek zawiadomienia – rozszerzenie stosowania przepisów]	250
Art. 69b.	[Obowiązek zawiadomienia – rozszerzenie stosowania przepisów]	252
Art. 70.	[Obowiązki spółki publicznej]	258
Art. 70a.	[Język informacji]	262
Art. 71.	[Zwolnienie spółki publicznej z obowiązku przekazania informacji]	262

Art. 71a.	[Wyłączenie stosowania przepisów w przypadku spółki publicznej, dla której Rzeczpospolita Polska jest państwem przyjmującym]	265
Art. 71b.	[Wyłączenie stosowania przepisów w przypadku spółki spoza RP, której akcje są wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu bez zgody ich emitenta]	265
Oddział 2. Wezwania		266
Art. 72.	(uchylony).	266
Art. 72a.	[Wezwanie dobrowolne]	266
Art. 73.	[Wezwanie w związku z przekroczeniem 50% ogólnej liczby głosów]	274
Art. 73a.	[Odstąpienie od ogłoszonego wezwania]	308
Art. 74.	(uchylony).	309
Art. 75.	[Wyłączenia z obowiązku wezwania]	309
Art. 76.	[Papiery wartościowe nabywane w zamian za akcje]	315
Art. 77.	[Procedura wezwania]	317
Art. 77a.	[Przekazanie Komisji zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania; przekazanie informacji agencjom informacyjnym]	320
Art. 77b.	[Uprawnienia Komisji po otrzymaniu zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania]	326
Art. 77c.	[Przekazanie treści wezwania agencji informacyjnej]	329
Art. 77d.	[Termin nabycia akcji objętych zapisami złożonymi w ramach wezwania i wydania papierów wartościowych i środków pieniężnych w zamian za akcje]	330
Art. 77e.	[Wspólne wezwanie]	332
Art. 77f.	[Wskazanie w treści wezwania podmiotu nabywającego akcje]	334
Art. 77g.	[Ograniczenia w nabywaniu i zbywaniu akcji w okresie od zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania do zakończenia wezwania]	335
Art. 77h.	[Obowiązki informacyjne zarządu spółki publicznej, której akcje są przedmiotem wezwania; obowiązki informacyjne wzywającego]	338
Art. 78.	(uchylony).	340
Art. 79.	[Cena akcji proponowana w wezwaniu]	340
Art. 79a.	[Cena akcji proponowana w wezwaniu a cena pośredniego nabycia akcji]	351
Art. 79b.	[Zmiana ceny akcji proponowanej w wezwaniu lub zmiana stosunku zamiany]	356
Art. 79c.	[Obowiązek zapłacenia różnicy ceny w przypadku nabycia przez wzywającego akcji po cenie wyższej niż cena określona w wezwaniu]	359
Art. 79d.	[Osoby uprawnione do wypłaty różnicy ceny w przypadku uwzględnienia powództwa o zapłatę wyższej ceny w wezwaniu niż ustalona przez wzywającego]	360
Art. 79e.	[Zmiana treści wezwania dobrowolnego]	363
Art. 79f.	[Termin przyjmowania zapisów]	365
Art. 80.	[Stanowisko zarządu dotyczące ogłoszonego wezwania]	369

Art. 80a.	[Wymóg zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy na podjęcie obrony]	375
Art. 80b.	[Zasada przełamania]	388
Art. 80c.	[Zasada wzajemności]	399
Art. 80d.	[Odszkodowanie dla akcjonariuszy]	402
Art. 81.	[Upoważnienie ustawowe do wydania rozporządzeń]	407
Oddział 3.	Szczególne uprawnienia i obowiązki akcjonariuszy spółki publicznej	408
Art. 82.	[Przymusowy wykup]	408
Art. 83.	[Żądanie wykupu]	418
Art. 83a.	[Żądanie odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym lub z obrotu w alternatywnym systemie obrotu]	422
Art. 83b.	[Żądanie odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym lub z obrotu w alternatywnym systemie obrotu – negatywna przesłanka]	428
Art. 84.	[Rewident do spraw szczególnych w spółce publicznej]	429
Art. 85.	[Wyznaczenie rewidenta przez sąd]	439
Art. 86.	[Wykonywanie obowiązków przez rewidenta]	444
Oddział 4.	Przepisy szczególne	447
Art. 87.	[Rozszerzenie zakresu podmiotowego obowiązków ustawowych] ...	447
Art. 88.	(uchylony).	478
Art. 88a.	[Zakaz nabywania akcji]	478
Art. 89.	[Pozbawienie prawa głosu z akcji]	479
Art. 90.	[Szczególne przypadki wyłączenia zastosowania przepisów o obowiązkach nabywców znacznych pakietów akcji]	491
Art. 90a.	[Normy jurysdykcyjne i kolizyjne w przypadku spółek publicznych z siedzibą w innym państwie członkowskim]	503
Art. 90b.	[Rozciągnięcie zastosowania przepisów o obowiązkach informacyjnych na instrumenty finansowe]	511
Rozdział 4a.	Polityka wynagrodzeń i sprawozdanie o wynagrodzeniach	514
Art. 90c.	[Obowiązek wdrożenia polityki wynagrodzeń]	514
Art. 90d.	[Elementy polityki wynagrodzeń]	521
Art. 90e.	[Wypłata wynagrodzenia członkom zarządu i rady nadzorczej]	529
Art. 90f.	[Czasowe odstąpienie od stosowania polityki wynagrodzeń]	533
Art. 90g.	[Roczne sprawozdanie o wynagrodzeniach]	536
Art. 90ga.	[Zalecenia Komisji Nadzoru Finansowego]	547
Rozdział 4b.	Transakcje z podmiotami powiązanymi	551
Art. 90h.	[Definicje pojęć]	551
Art. 90i.	[Obowiązki informacyjne]	556
Art. 90j.	[Wyłączenie obowiązków z art. 90i]	563
Art. 90k.	[Rozszerzenie obowiązków z art. 90i]	565
Art. 90l.	[Sumowanie wartości transakcji]	566
Rozdział 5.	Wycofanie i wykluczenie akcji z obrotu zorganizowanego	567
Art. 91.	[Zezwolenie na wycofanie z obrotu akcji dopuszczonych do obrotu zorganizowanego]	567

Art. 92.	[Przekształcenia spółek wymagające wycofania akcji z obrotu]	582
Rozdział 6. Opłaty		586
Art. 93.	[Maksymalna wysokość opłat]	586
Art. 93a.	[Opłata od zatwierdzenia prospektu]	587
Art. 93b.	[Opłata od zatwierdzenia memorandum informacyjnego]	588
Art. 94.	[Opłaty za wpis do ewidencji papierów wartościowych]	589
Art. 94a.	[Opłata roczna od kapitału własnego]	589
Art. 94b.	[Opłata roczna emitenta papierów wartościowych]	592
Art. 94c.	[Opłata agencji informacyjnej]	593
Art. 95.	[Odesłanie]	593
Rozdział 7. Sankcje administracyjne za naruszenie przepisów		596
Art. 96.	[Sankcje pieniężne i niepieniężne]	596
Art. 96a.	[Zawiadomienie państwa macierzystego]	627
Art. 96b.	[Sankcje dla członków zarządu]	628
Art. 96c.	[Sankcje za naruszenie obowiązków z rozporządzenia prospektowego]	630
Art. 96d.	[Obowiązki informacyjne Komisji]	634
Art. 96e.	[Sankcje za naruszenia polityki wynagrodzeń]	637
Art. 97.	[Sankcje]	638
Art. 97a.	[Przeliczenie na walutę polską]	648
Art. 97b.	[Kara za nieprzekazanie wyjaśnień]	648
Art. 97c.	[Obowiązek sprawozdawczy]	650
Art. 97d.	[Procedury anonimowego zgłaszania naruszeń prawa]	650
Rozdział 8. Odpowiedzialność cywilna		669
Art. 98.	[Odpowiedzialność cywilna]	669
Rozdział 9. Przepisy karne		714
Art. 99.	[Karne proponowanie nabycia papierów wartościowych]	714
Art. 99a.	[Karne dokonanie oferty publicznej papierów wartościowych instytucji wspólnego inwestowania]	729
Art. 100.	[Karne dezinformacja w ofercie publicznej]	732
Art. 101.	[Karne dezinformacja Komisji]	740
Art. 102.	[Karne zakłócanie obowiązku informacji]	747
Art. 103.	[Karne nieprzekazanie aneksu lub memorandum]	751
Art. 104.	[Karne nieudostępnienie aneksu lub memorandum]	755
Art. 104a.	[Bezprawne ujawnienie informacji]	759
Art. 104b.	[Nieprzedstawienie sądowi rejestrowemu wniosku o wyznaczenie biegłego rewidenta]	761
Art. 104c.	[Uporczywe uchylanie się od obowiązku sporządzenia sprawozdania o wynagrodzeniach]	762
Art. 104d.	[Podawanie nieprawdziwych informacji]	764
Art. 104e.	[Podawanie nieprawdziwych informacji]	766
Rozdział 10. Zmiany w przepisach obowiązujących		769
Art. 105–127. (pominięte).....		769

Rozdział 11. Przepisy przejściowe i końcowe	770
Art. 128. [Przepisy intertemporalne]	770
Art. 129. [Regulacje odnoszące się do prywatyzacji]	773
Art. 130. [Utrzymanie w mocy aktów wykonawczych]	773
Art. 131. [Wejście w życie]	773
Bibliografia	775
Autorzy	791

WYKAZ SKRÓTÓW

Akty prawne

- | | | |
|---|---|--|
| dyrektywa
2007/36/WE | – | dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11.07.2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 184, s. 17, ze zm.) |
| dyrektywa
2014/65/UE /
MiFID II | – | dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L 173, s. 349, ze zm.) |
| dyrektywa
prospektowa | – | dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE 345, s. 64, ze zm.) |
| dyrektywa
o przejęciach /
2004/25/WE | – | dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142, s. 12, ze zm.) |
| dyrektywa
o przejrzystości /
dyrektywa
2004/109/WE | – | dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15.12.2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 390, s. 38, ze zm.) |
| dyrektywa SRD II | – | dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z 17.05.2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz.Urz. UE L 132, s. 1) |
| k.c. | – | ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2024 r. poz. 1061 ze zm.) |

k.k.	–	ustawa z 6.06.1997 r. – Kodeks karny (Dz.U. z 2024 r. poz. 17 ze zm.)
k.k.s.	–	ustawa z 10.09.1999 r. – Kodeks karny skarbowy (Dz.U. z 2024 r. poz. 628 ze zm.)
Konstytucja RP	–	Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2.04.1997 r. (Dz.U. Nr 78, poz. 483 ze zm.)
k.p.a.	–	ustawa z 14.06.1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (Dz.U. z 2024 r. poz. 572)
k.p.c.	–	ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 2024 r. poz. 1568 ze zm.)
k.p.k.	–	ustawa z 6.06.1997 r. – Kodeks postępowania karnego (Dz.U. z 2024 r. poz. 37 ze zm.)
k.s.h.	–	ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2024 r. poz. 18 ze zm.)
MSR	–	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości – rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z 19.07.2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz.Urz. UE L 243, s. 1)
p.p.o.p.w.	–	ustawa z 21.08.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.), utraciła moc
p.p.s.a.	–	ustawa z 30.08.2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (Dz.U. z 2024 r. poz. 935 ze zm.)
pr. bank.	–	ustawa z 29.08.1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2024 r. poz. 1646 ze zm.)
pr. up.	–	ustawa z 28.02.2003 r. – Prawo upadłościowe (Dz.U. z 2024 r. poz. 794 ze zm.)
r.i.b.o.	–	rozporządzenie Ministra Finansów z 29.03.2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. poz. 757 ze zm.)
RODO	–	rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z 27.04.2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (Dz.Urz. UE L 119, s. 1, ze sprost.)
r.o.p.k.n.	–	rozporządzenie Ministra Finansów z 14.12.2022 r. w sprawie opłat na pokrycie kosztów nadzoru nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. poz. 2748 ze zm.)

- rozporządzenie 2019/979 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/979 z 14.03.2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kluczowych informacji finansowych w podsumowaniu prospektu, publikacji i klasyfikacji prospektów, reklam papierów wartościowych, suplementów do prospektu i portalu zgłoszeniowego oraz uchylające rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 382/2014 i rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/301 (Dz.Urz. UE L 166, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie 2019/980 – rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/980 z 14.03.2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do formatu, treści, weryfikacji i zatwierdzania prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, i uchylające rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 (Dz.Urz. UE L 166, s. 26, ze zm.)
- rozporządzenie 2020/1503 /
rozporządzenie w sprawie crowdfundingu – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z 7.10.2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz.Urz. UE 347, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie 2024/2809 – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2809 z 23.10.2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału (Dz.Urz. UE L 2809)
- rozporządzenie MAR /
rozporządzenie 596/2014 – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173, s. 1, ze zm.)
- rozporządzenie o dokumentach – rozporządzenie Ministra Finansów z 7.11.2005 r. w sprawie postępowania z dokumentami związanymi z dokonywaniem niektórych czynności regulowanych ustawą o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 224, poz. 1925)

rozporządzenie prospektowe / rozporządzenie 2017/1129	–	rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.06.2017 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 (Dz.Urz. UE L 168, s. 12, ze zm.)
rozporządzenie w sprawie wezwań	–	rozporządzenie Ministra Finansów z 23.05.2022 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, sposobu i trybu składania i przyjmowania zapisów w wezwaniu oraz dopuszczalnych rodzajów zabezpieczenia (Dz.U. poz. 1134)
r.p.w.	–	rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z 11.02.2021 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu (Dz.U. poz. 294)
TFUE	–	Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz.Urz. UE C 202 z 2016 r., s. 47, ze zm.)
u.f.i.	–	ustawa z 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2024 r. poz. 1034 ze zm.)
u.n.r.f.	–	ustawa z 21.07.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r. poz. 135)
u.n.r.k.	–	ustawa z 29.07.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2024 r. poz. 1161 ze zm.)
u.o.i.f.	–	ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2024 r. poz. 722 ze zm.)
u.o.p.	–	ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2024 r. poz. 620 ze zm.)
u.r.	–	ustawa z 29.09.1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2023 r. poz. 120 ze zm.)
ustawa zmieniająca z 16.10.2019 r.	–	ustawa z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 2217 ze zm.), utraciła moc
ustawa zmieniająca z 7.04.2022 r.	–	ustawa z 7.04.2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 872), utraciła moc
u.z.r.r.z.	–	ustawa z 6.12.1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. z 2018 r. poz. 2017)

WpÜG	– Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (ustawa o nabywaniu i przejmowaniu papierów wartościowych), https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/
------	--

Czasopisma i urzędowe zbiory orzecznictwa

CMLJ	– Capital Markets Law Journal
MPH	– Monitor Prawa Handlowego
MPB	– Monitor Prawa Bankowego
M. Praw.	– Monitor Prawniczy
ONSA	– Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego
ONSAiWSA	– Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego i Wojewódzkich Sądów Administracyjnych
OSNC	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izba Cywilna
OSNC-ZD	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izba Cywilna – Zbiór Dodatkowy
OSP	– Orzecznictwo Sądów Polskich
OTK	– Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego
OTK-A	– Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego – Seria A
PiP	– Państwo i Prawo
PPH	– Przegląd Prawa Handlowego
PPW	– Prawo Papierów Wartościowych
Pr. Spółek	– Prawo Spółek
PUG	– Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
ZNSA	– Zeszyty Naukowe Sądownictwa Administracyjnego

Inne

AFI	– alternatywny fundusz inwestycyjny
ASO	– alternatywny system obrotu
ESMA	– Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
ESPI	– Elektroniczny System Przekazywania Informacji
EUNGiPW	– Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
GPW	– Giełda Papierów Wartościowych
IZFiA	– Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami
KDPW	– Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KNF	– Komisja Nadzoru Finansowego
MTF	– Multilateral Trading Facility (wielostronna platforma obrotu)
NSA	– Naczelny Sąd Administracyjny
OTF	– Organised Trading Facility (zorganizowana platforma obrotu)
SN	– Sąd Najwyższy
TK	– Trybunał Konstytucyjny

TSUE	–	Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej
UKNF	–	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
WSA	–	wojewódzki sąd administracyjny

WPROWADZENIE

Oddawany do rąk Czytelników komentarz jest nową odsłoną publikacji wydanej pod zbiorowym tytułem *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz* (2015), która zyskała uznanie zarówno w kręgach praktyków prawa, jak i w środowisku naukowym. Obecnie jest to także najbardziej aktualny na polskim rynku komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Celem opracowania jest wszechstronne omówienie aktualnych przepisów z wykorzystaniem warsztatu naukowego, przy jednoczesnym zapewnieniu jego waloru praktycznego. Autorzy komentarza, będący ekspertami z zakresu prawa rynku kapitałowego, mają bogaty dorobek naukowy i praktyczne doświadczenie, które pozwalają na rzetelne i wyczerpujące omówienie aktualnych przepisów. Łącząc dogłębną wiedzę teoretyczną z wieloletnim doświadczeniem praktycznym, autorzy postawili sobie za zadanie stworzenie źródła wiedzy, które będzie wsparciem dla prawników, doradców, spółek publicznych, emitentów, inwestorów oraz innych podmiotów związanych z rynkiem kapitałowym.

Komentarz powstał w odpowiedzi na liczne zmiany, które na przestrzeni lat nastąpiły w prawie polskim i unijnym. Zmiany te są efektem aktywności prawodawcy unijnego, który kreując środowisko regulacyjne, coraz częściej dobiera środki unifikujące, a nie jedynie harmonizujące prawo państw członkowskich. W komentarzu dokonano zatem pogłębionej wykładni obowiązujących przepisów z uwzględnieniem niezwykle ważnego kontekstu unijnego, nie unikając analizy trudnych i spornych zagadnień na poziomie wykraczającym poza krajowy porządek prawny.

Z perspektywy opracowania kluczowe znaczenie miało uchwalenie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.06.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L 168, s. 12, ze zm.), znanego jako rozporządzenie prospektowe. Kolejnym aktem prawa unijnego, który dokonał głębokiej ingerencji w krajowy

porządek prawny w omawianym zakresie, jest rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173, s. 1, ze zm.), znane jako rozporządzenie MAR. Rozpoczęcie stosowania tych dwóch aktów prawnych skutkowało potrzebą uchylecia albo znowelizowania znacznej części przepisów komentowanej ustawy, co rodzi konieczność dogłębnej analizy ich konsekwencji na płaszczyźnie stosowania polskiego prawa.

Komentarz uwzględnia dorobek doktryny polskiej i zagranicznej oraz najnowsze orzecznictwo, w tym orzecznictwo Trybunału Sprawiedliwości oraz praktykę organów nadzoru, w tym Komisji Nadzoru Finansowego i Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), co czyni go praktycznym przewodnikiem dla wszystkich podmiotów związanych z rynkiem kapitałowym.

Nadrzędnym celem autorów niniejszego opracowania jest także to, aby stało się ono platformą do dialogu i wymiany poglądów na temat rozwoju polskiego i unijnego prawa rynku kapitałowego. Dlatego też zachęcamy do zgłaszania wszelkich uwag dotyczących poglądów wyrażonych w tym komentarzu na adres: tsojka@amu.edu.pl. Życzymy owocnej lektury!

*Tomasz Sójka
Adrian Rycerski*

USTAWA

z dnia 29 lipca 2005 r.

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

(tekst jedn. Dz.U. z 2024 r. poz. 620, zm. Dz.U. poz. 1863)

¹ Niniejsza ustawa dokonuje w zakresie swojej regulacji wdrożenia następujących dyrektyw:

- 1) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/34/WE z 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.Urz. WE L 184 z 06.07.2001, Dz.Urz. WE L 96 z 12.04.2003, Dz.Urz. WE L 345 z 31.12.2003 oraz Dz.Urz. WE L 390 z 31.12.2004);
- 2) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/6/WE z 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.Urz. WE L 96 z 12.04.2003);
- 3) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/71/WE z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. WE L 345 z 31.12.2003);
- 4) dyrektywy Komisji 2003/124/WE z 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (Dz.Urz. WE L 339 z 24.12.2003);
- 5) dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142 z 30.04.2004; Dz.Urz. UE Polskie wydanie specjalne, rozdz. 17, t. 2, s. 20);
- 6) dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004);

7) dyrektywy Komisji 2007/14/WE z 8 marca 2007 r. ustanawiającej szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 69 z 09.03.2007, s. 27);

8) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/73/UE z 24 listopada 2010 r. zmieniającej 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 (Dz.Urz. UE L 327 z 11.12.2010, s. 1).

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

ROZDZIAŁ 1

Przepisy ogólne

Art. 1. [Zakres zastosowania]

Ustawa reguluje:

- 1) zasady i warunki dokonywania oferty publicznej papierów wartościowych, prowadzenia subskrypcji lub sprzedaży tych papierów wartościowych oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, w zakresie nieuregulowanym przepisami rozporządzenia 2017/1129;
- 2) obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi;
- 3) skutki uzyskania statusu spółki publicznej oraz szczególne prawa i obowiązki związane z posiadaniem i obrotem akcjami takich spółek.

1. Komentowany przepis określa zakres zastosowania unormowań ustawy o ofercie publicznej. Przepis ten został nieznacznie zmieniony w ramach nowelizacji z października 2019 r. – w punkcie 1 dopisano „w zakresie nieuregulowanym przepisami rozporządzenia 2017/1129”. Zmiana zarówno z perspektywy literalnej, jak i funkcjonalnej nie jest istotna – rozporządzenia są bowiem bezpośrednio stosowane, niezależnie od tego, czy ustawodawca wyrazi taką wolę. Niemniej jednak nowelizacja, która wprowadziła powyższą zmianę, ma kluczowe znaczenie dla odczytywania postanowień ustawy o ofercie publicznej. Dotychczas bowiem materia dotycząca ofert publicznych oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu była zawarta w przeważającej mierze w komentowanej ustawie. Regulacje te były oczywiście oparte na dyrektywie prospektowej. Od 21.07.2019 r. stosuje się jednak rozporządzenie prospektowe, które wraz z rozporządzeniami delegowanymi szczegółowo określa „wymogi dotyczące sporządzania, zatwierdzania i rozpowszechniania prospektu, który ma być

publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym umiejscowionym lub działającym w państwie członkowskim”. Tym samym otworzyło się szerokie pole do interpretacji i prób spójnej wykładni postanowień krajowych i unijnych.

2. Zasadniczo ustawa o ofercie publicznej reguluje następujące sfery zagadnień: po pierwsze, przeprowadzanie subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych w trybie oferty publicznej; po drugie, przesłanki ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie instrumentów finansowych, w tym papierów wartościowych, do obrotu na rynku regulowanym; po trzecie, niektóre obowiązki emitentów lub innych uczestników obrotu instrumentami finansowymi; po czwarte, szczególne prawa i obowiązki spółek publicznych; po piąte, szczególne prawa i obowiązki akcjonariuszy oraz zbywców i nabywców akcji spółek publicznych.
3. Podkreślenia wymaga fakt, że wymienione powyżej grupy zagadnień nie zostały uregulowane przez ustawę o ofercie publicznej w sposób samodzielny i wyczerpujący. Poza wspomnianym powyżej rozporządzeniem prospektowym, tytułem przykładu można również wskazać, że problematyka subskrypcji akcji uregulowana została także przez odpowiednie przepisy art. 434–439 k.s.h. Podobnie prawa i obowiązki uczestników obrotu instrumentami finansowymi unormowane zostały także na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.
4. Szczególnie ostatnia ze wskazanych ustaw jest istotna do przeprowadzenia prawidłowej wykładni postanowień komentowanej ustawy, bowiem większość pojęć została zdefiniowana poprzez odwołanie do słowniczka zawartego w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi.

Art. 2. [Ograniczenia stosowania]

Przepisów ustawy nie stosuje się do:

- 1) **weksli i czeków w rozumieniu przepisów prawa wekslowego i czekowego;**
- 2–3) **(uchylone)**

1. Przepis określa zakres instrumentów finansowych, w stosunku do których nie stosuje się przepisów ustawy o ofercie publicznej. Obecnie został on ograniczony wyłącznie do weksli w rozumieniu przepisów ustawy z 28.04.1936 r. – Prawo wekslowe (Dz.U. z 2022 r. poz. 282) i czeków w rozumieniu przepisów ustawy z 28.04.1936 r. – Prawo czekowe (Dz.U. z 2016 r. poz. 462). Dla takiego wyłączenia nie ma *explicite* podstawy w rozporządzeniu prospektowym, nie było jej również w dyrektywie prospektowej, niemniej jednak ustawodawca uznał, że weksle i чеки są typowymi instrumentami rynku pie-

nieżnego, a nie rynku kapitałowego². Co ciekawe, MiFID II w katalogu instrumentów finansowych wymienia instrumenty rynku pieniężnego. Przez instrumenty rynku pieniężnego na gruncie MiFID II rozumie się „te klasy instrumentów, które są zazwyczaj przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym, takie jak bony skarbowe, świadectwa depozytowe i komercyjne papiery wartościowe, z wyłączeniem instrumentów płatniczych”. Pojęcie to doprecyzowuje art. 11 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z 25.04.2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.Urz. UE L 87, s. 1, ze zm.), zgodnie z którym instrumenty rynku pieniężnego obejmują bony skarbowe, świadectwa depozytowe, komercyjne papiery wartościowe i inne instrumenty o zasadniczo równoważnych cechach, o ile wykazują następujące właściwości: a) mają wartość, która może być określona w dowolnym momencie, b) nie są instrumentami pochodnymi, c) w momencie emisji ich termin zapadalności wynosi 397 dni lub mniej. Na gruncie MiFID I³ ESMA wskazywała, że do komercyjnych papierów wartościowych zalicza się tzw. *promissory note* z terminem zapłaty do 270 dni i zmiennym oprocentowaniem. Mimo iż *promissory note* często tłumaczy się właśnie jako weksel, to jednak jedynie niewielka część z weksli spełniałaby wskazane powyżej kryteria.

2. Poprzednio obowiązujący katalog ograniczeń był szerszy, jednak przejście z dyrektywy prospektowej na rozporządzenie prospektowe spowodowało, że nie jest konieczne dalsze regulowanie wyłączeń w ustawie o ofercie publicznej. W związku z rozporządzeniem prospektowym wykreślono bankowe papiery wartościowe – kategorię niezwykle różnorodną i niejednorodną (biorąc pod uwagę brak legalnej definicji, a jedynie wskazanie elementów konstrukcyjnych oraz celu emisji takich papierów wartościowych – gromadzenie środków pieniężnych w złotych lub innej wymiennej walucie). Wprawdzie łączy je wierzycielski charakter, jednak uprawnienia przez nie inkorporowane mogą mieć stosunkowo różnorodną konstrukcję – zarówno charakter papierów depozytowych (tj. powiązanych ze stosunkiem rachunku bankowego), jak i papierów pożyczkowych „kreowanych w oparciu o stosunek pożyczki udzielanej bankowi przez nabywców takich papierów”⁴. Tak szeroki katalog papierów wartościowych wyłączonych spod regulacji ustawy o ofercie publicznej nie mógł się ostać przy próbie zapewnienia zgodności prawa krajowego z rozporządzeniem prospektowym. W uzasadnieniu do projektu no-

² Por. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 23.

³ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. UE L 145, s. 1, ze zm.) – akt uchylony

⁴ M. Michalski [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 481; R. Woźniak [w:] *Prawo bankowe. Komentarz*, red. J. Dybiński, red. serii K. Osajda, Legalis 2023, art. 89, nb 13.

welizacji ustawy ustawodawca wskazał, że „Bankowe papiery wartościowe, o których mowa w art. 2 pkt 2 będą bowiem podlegać pod zakres regulacji rozporządzenia 2017/1129”⁵. Co do zasady jest to prawda, natomiast należy wziąć również pod uwagę art. 1 ust. 4 lit. j i l rozporządzenia prospektowego, zgodnie z którymi obowiązek publikacji prospektu nie ma zastosowania do ofert publicznych papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzalny przez instytucje kredytowe, czyli również banki, przy zachowaniu wskazanych w tym przepisie obostrzeń, jak np. zagregowana wartość oferowanych papierów wartościowych w Unii mniejsza niż 75 mln EUR za okres 12 miesięcy, brak podporządkowania, zamienności papierów wartościowych. Wyższy limit obowiązuje w odniesieniu do papierów wartościowych wyemitowanych w okresie od 18.03.2021 r. do 31.12.2022 r., czyli w okresie pandemii COVID-19.

3. Z katalogu wykreślono również instrumenty rynku pieniężnego – kwestia ta jest pokryta przez wyłączenia z autonomicznej definicji papieru wartościowego zawarte w art. 2 lit. a rozporządzenia prospektowego, który wskazuje, że papierami wartościowymi na gruncie tego rozporządzenia są zbywalne papiery wartościowe w rozumieniu MiFID II, z wyjątkiem instrumentów rynku pieniężnego o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy. Takie rozwiązanie było już przyjęte na gruncie dyrektywy prospektowej.
4. Tym samym w celu ustalenia, w jakim zakresie (i czy w ogóle) przepisy komentowanej ustawy znajdą zastosowanie do oferty publicznej danych papierów wartościowych albo ich dopuszczenia i wprowadzenia do obrotu na rynku regulowanym, należy odnieść się do katalogów wyłączeń zawartych w rozporządzeniu prospektowym. W pierwszej kolejności w art. 1 ust. 2 tego rozporządzenia znalazły się wyłączenia podmiotowe odnoszące się do emisji papierów wartościowych przez fundusze inwestycyjne inne niż typu zamkniętego, państwo członkowskie lub jego władze regionalne lub lokalne, międzynarodowe instytucje publiczne, których członkiem jest państwo członkowskie, Europejski Bank Centralny i banki centralne państw członkowskich; udziałów w kapitale banków centralnych państw członkowskich; papierów wartościowych zabezpieczonych bezwarunkowo i nieodwołalnie przez państwo członkowskie czy też jego władzę lokalną lub regionalną; papiery wartościowe emitowane przez stowarzyszenia i organizacje non-profit w celu uzyskania środków finansowych na realizację ich celów; a także udziałów w kapitale nietożsamych z innymi udziałami, których głównym celem jest zapewnienie posiadaczowi prawa do użytku mieszkania lub innej formy nieruchomości lub jej części.
5. Licznym wyłączeniom podmiotowym towarzyszą również wyłączenia ilościowe – rozporządzenia nie stosuje się do oferty publicznej papierów wartościowych o wartości poniżej 1 mln EUR (biorąc pod uwagę okres ostatnich 12 miesięcy). W tym jednak

⁵ VIII kadencja, druk sejm. nr 3755.

zakresie ustawodawca w ustawie o ofercie publicznej ustanowił dodatkowe wymogi informacyjne, zobowiązując emitentów takich papierów wartościowych do sporządzenia i udostępnienia dokumentu zawierającego informacje o ofercie (art. 37a ust. 1 u.o.p.). Taki dokument ma oczywiście o wiele mniej sformalizowany charakter niż prospekt i nie wymaga zatwierdzenia przez właściwy organ nadzoru.

6. Kolejne zwolnienia z obowiązku prospektowego mają charakter kazuistyczny i odnoszą się zarówno do wartości oferty w połączeniu z typem emitenta (wskazany powyżej przykład instytucji kredytowych, a także crowdfunding do poziomu 5 mln EUR), rodzaju inwestorów, do których kierowana jest oferta (inwestorzy kwalifikowani), liczby inwestorów (do 150 osób fizycznych lub prawnych innych niż inwestorzy kwalifikowani), wartości papieru wartościowego, jak i celu, któremu służy emisja (podział lub połączenie spółki, emisje pracownicze, dywidenda). Rozporządzenie prospektowe osobno w art. 1 ust. 4 wyłącza obowiązek publikowania (i sporządzania) prospektu w związku z ofertą publiczną i osobno w art. 1 ust. 5 w związku z ubieganiem się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu zorganizowanego.

Art. 3. [Oferta publiczna]

1. (uchylony)

1a. Oferta publiczna papierów wartościowych, o której mowa w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129, w przypadku której liczba osób, do których jest ona kierowana, wraz z liczbą osób, do których kierowane były oferty publiczne, o których mowa w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129, tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonane w okresie poprzednich 12 miesięcy, przekracza 149, wymaga opublikowania memorandum informacyjnego, o którym mowa w art. 38b, oraz przekazania go do Komisji w dniu jego opublikowania.

1b. Przepis ust. 1a nie ma zastosowania, jeżeli oferta kierowana jest wyłącznie do posiadaczy tego samego rodzaju papierów wartościowych tego samego emitenta lub do podmiotów, którym zaoferowano obligacje emitenta w ramach zamiany wierzytelności z tytułu wykupu uprzednio wyemitowanych innych obligacji tego emitenta.

2. Przedmiotem oferty publicznej dokonywanej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej nie mogą być papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, z uwzględnieniem rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 694/2014 z dnia 17 grudnia 2013 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych służących określeniu typów zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. Urz. UE L 183 z 24.06.2014, s. 18), inne niż:

- 1) fundusze zagraniczne, o których mowa w art. 2 pkt 9 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2023 r. poz. 681, 825, 1723 i 1941), zwanej dalej „ustawą o funduszach inwestycyjnych”;

- 2) unijne AFI, o których mowa w art. 2 pkt 10b ustawy o funduszach inwestycyjnych, oraz alternatywne fundusze inwestycyjne z siedzibą w państwach będących stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym, wprowadzone do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej zgodnie z przepisami tej ustawy;
 - 3) alternatywne spółki inwestycyjne, o których mowa w art. 8a ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych;
 - 4) fundusze inwestycyjne zamknięte.
3. (uchylony)

I. Wprowadzenie do zagadnień związanych z ofertą publiczną

Krajowych regulacji dotyczących oferty publicznej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu i sporządzania i zatwierdzania prospektu nie sposób omawiać w oderwaniu od całej architektury aktów prawnych, w szczególności na poziomie europejskim, tzn. rozporządzenia prospektowego, rozporządzeń technicznych oraz rozporządzenia 2020/1503. Wynika to z osiągnięcia maksymalnej harmonizacji regulacji dotyczących sporządzania prospektu oraz całej procedury notyfikacyjnej we wszystkich krajach członkowskich, przy jednoczesnym pozostawieniu niewielkiego pola swobody ustawodawcy krajowemu w zakresie ofert publicznych papierów wartościowych np. o łącznej wartości mniejszej niż 1 mln EUR – zgodnie z art. 1 ust. 3 zd. drugie i trzecie rozporządzenia prospektowego. Z uprawnień do uregulowania niektórych kwestii na poziomie krajowym skorzystał polski ustawodawca, utrzymując obowiązek sporządzenia w niektórych przypadkach memorandum informacyjnego oraz udostępnienia dokumentu zawierającego podstawowe informacje o ofercie publicznej.

1. Od dyrektywy prospektowej do rozporządzenia prospektowego – kroki w stronę pełnej harmonizacji

1.1. Rys historyczny

Do poprzedników rozporządzenia prospektowego należały następujące akty prawne:

- 1) dyrektywa o dopuszczeniach (79/279/EWG) z 5.03.1979 r. (Dz.Urz. WE L 66, s. 21), koordynująca warunki dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu na rynku urzędowych notowań giełdowych;
- 2) dyrektywa o prospektach emisyjnych (80/390/EWG) z 17.03.1980 r. (Dz.Urz. WE L 100, s. 1), koordynująca wymogi dotyczące sporządzania, zatwierdzania oraz upubliczniania prospektów emisyjnych związanych z dopuszczeniem instrumentów finansowych do obrotu na urzędowym rynku giełdowym;
- 3) dyrektywa o prospekcie emisyjnym w związku z ofertą publiczną instrumentów finansowych (89/298/EWG) z 17.04.1989 r. (Dz.Urz. WE L 124, s. 8);

- 4) dyrektywa w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (2001/34/WE) z 28.05.2001 r. (Dz.Urz. WE L 184, s. 1), która finalnie, po szeregu zmian, konsolidowała dwie pierwsze dyrektywy;
- 5) dyrektywa prospektowa, tzn. dyrektywa w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (2003/71/WE) z 4.11.2003 r. (Dz.Urz. UE L 345, s. 64, ze zm.);
- 6) dyrektywa w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (2004/109/WE) z 15.12.2004 r. (Dz.Urz. UE L 390, s. 38, ze zm.).

Każda z kolejnych regulacji zwiększała stopień harmonizacji przepisów – w pierwszej kolejności wprowadzono jednolite wymogi w zakresie dokumentów dopuszczeniowych, przy czym umożliwiono państwom członkowskim nakładanie wymogu zamieszczania w dokumentach informacji specyficznych dla danego państwa. Ten aspekt, wraz z obowiązkiem tłumaczenia prospektu, był szczególnie uciążliwy, jeżeli spółce zależało, aby jej akcje były notowane w tzw. formule dual listingu, czyli na dwóch giełdach znajdujących się w dwóch różnych państwach członkowskich.

Obowiązek tłumaczenia prospektu oraz zamieszczania w nim dodatkowych, specyficznych dla danego państwa informacji bardzo istotnie ograniczał zasadę wzajemnego uznawania dokumentów informacyjnych. Państwo przyjmujące było zobowiązane ów prospekt uznać tylko wtedy, gdy w całości spełniał te dodatkowe lokalne wymogi, co w znaczący sposób powiększało koszty dla emitentów. Wynikało to w szczególności z:

- 1) różnic pomiędzy poszczególnymi krajami członkowskimi w zakresie dodatkowych informacji wymaganych w prospekcie;
- 2) kosztów tłumaczenia prospektu, gdyż sporządzenie dokumentu w innym języku wymagało dużej ostrożności z uwagi na surowe reguły odpowiedzialności za wadliwe informacje w prospekcie;
- 3) różnic w regulacjach odnośnie do sposobu i terminów upubliczniania prospektu oraz aneksów do niego;
- 4) zróżnicowania wymogów w zakresie dokumentów informacyjnych pod względem formatu i standardów rachunkowości, co utrudniało porównywanie danych.

Na dodatek w ramach Wspólnoty nie było ujednoliconego pojęcia oferty publicznej. W efekcie to, co w jednym kraju było ofertą publiczną, w innym było ofertą prywatną (*private placement*)⁶. Wszystko to spowodowało praktyczną klęskę reżimu wzajemnego

⁶ G. Spindler [w:] *Wertpapierprospektgesetz. WpPG: mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften. Kommentar*, Hrsg. T. Holzborn, Berlin 2008, s. 49.

uznawania dokumentów ofertowych. Szacuje się, że rocznie korzystały z tego reżimu mniej niż trzy oferty, natomiast większość ofert transgranicznych strukturyzowanych było jako tzw. *private placement*⁷.

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

W rezultacie została przygotowana dyrektywa prospektowa, która miała być odpowiedzią na powyższe problemy. W swoim założeniu dyrektywa prospektowa miała być istotnym instrumentem integracji europejskiego rynku kapitałowego oraz promocji finansowania podmiotów gospodarczych – w szczególności tych małych i średnich – za pomocą rynku kapitałowego (motyw 4 preambuły).

1.2. Dyrektywa prospektowa

Bezpośrednim celem unormowań tej dyrektywy było zapewnienie ochrony inwestorom oraz efektywności rynku kapitałowego (motyw 10 preambuły). Środkiem do osiągnięcia powyższych celów było upublicznianie informacji na temat instrumentów finansowych oraz ich emitentów – w szczególności w postaci prospektu emisyjnego – gdyż zapewniało ono zaufanie inwestorów do rynku kapitałowego, a w ten sposób przyczyniało się do prawidłowego funkcjonowania i rozwoju tego rynku (motyw 18 preambuły).

Dyrektywa prospektowa adresowała wskazane powyżej problemy, wprowadzając m.in.:

- ramy definicji oferty publicznej (art. 2 ust. 1 lit. d dyrektywy prospektowej), dzięki której inwestorzy zyskali jednolity zakres ochrony we wszystkich krajach członkowskich;

- mechanizm jednolitego paszportu europejskiego dla emitentów instrumentów finansowych (art. 17–18 dyrektywy prospektowej), który zakładał pełną kontrolę nad procesem zatwierdzania prospektu emisyjnego przez państwo macierzyste, a państwom przyjmującym nie wolno było ustanawiać żadnych dodatkowych procedur administracyjnych czy zatwierdzeniowych w stosunku do takiego prospektu;
- wyłączenie obowiązku tłumaczenia prospektu z wyjątkiem obowiązku tłumaczenia podsumowania na język państwa przyjmującego (art. 19 dyrektywy prospektowej).

Osiągnięcie takiego poziomu harmonizacji było możliwe tylko w warunkach ujednolicenia wymogów wobec prospektów – co do formy, treści i sposobu upubliczniania – za

⁷ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, New York 2008, s. 104 i n.

pomocą rozporządzeń technicznych, które jako rozporządzenia były bezpośrednio skuteczne w każdym państwie członkowskim bez potrzeby ich implementacji.

Dyrektywa prospektowa – będąc potężnym krokiem naprzód w budowaniu wspólnego europejskiego rynku kapitałowego – nie była oczywiście pozbawiona wad, czego skutkiem jest wydanie rozporządzenia prospektowego. Po pierwsze, wskazywano na brak harmonizacji w zakresie zasad odpowiedzialności za zamieszczenie nieprawidłowych informacji w prospekcie – zgodnie z art. 6 dyrektywy prospektowej, to państwa członkowskie wprowadzały regulacje, zgodnie z którymi odpowiedzialność za informacje podane w prospekcie ponosi przynajmniej emitent lub jego organy administracyjne, zarządzające lub nadzorcze, oferujący, osoba wnioskująca o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub poręczyciel. Po drugie, maksymalna harmonizacja regulacji krajowych za pomocą bardzo szczegółowych postanowień dyrektywy prospektowej oraz ujednolicenie reguł dotyczących treści prospektu za pomocą rozporządzeń technicznych nie zostały przeprowadzone w pełni konsekwentnie. Otóż zgodnie z motywem 15 preambuły do dyrektywy prospektowej obowiązki informacyjne określone w tej dyrektywie nie ograniczały możliwości państw członkowskich, właściwych władz, względnie giełd przed nakładaniem dodatkowych wymogów związanych z dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, w szczególności związanych z *corporate governance*. Dodatkowo oferty instrumentów finansowych o łącznej wartości nieprzekraczającej 2,5 mln EUR były wyłączone z zakresu zastosowania dyrektywy (art. 1 ust. 2 lit. h dyrektywy prospektowej). Skutkowało to różnymi wymaganiami w różnych krajach członkowskich dla podprogowych ofert publicznych. Po trzecie wreszcie, kluczowe dla tej dyrektywy prospektowej pojęcia, takie jak instrumentu finansowego czy też oferty publicznej, dalekie były od jednoznaczności. Wprawdzie ESMA w swoich wytycznych wskazywała preferowaną metodę wykładni podstawowych pojęć dyrektywy prospektowej, ale niewiążący charakter jej zaleceń nie był w stanie dostatecznie ograniczyć ryzyka wynikającego z różnorodnej interpretacji tych pojęć przez podmioty stosujące prawo.

1.3. Rozporządzenie prospektowe

Zgodnie z motywem 5 preambuły do rozporządzenia prospektowego, wydanie rozporządzenia było konieczne w celu zapewnienia jednolitego sposobu stosowania przepisów dotyczących ofert publicznych i dopuszczania papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Tym samym powinny zostać wyeliminowane rozbieżności pomiędzy ustawodawstwami krajowymi, które przyczyniały się do trudności w organizowaniu i przeprowadzaniu transgranicznych ofert papierów wartościowych i notowania ich na kilku rynkach regulowanych. Jak wskazuje wprost rozporządzenie prospektowe „wybór rozporządzenia, które jest bezpośrednio stosowane bez potrzeby przyjęcia przepisów krajowych, powinien ograniczyć możliwość podejmowania rozbieżnych środków na poziomie krajowym, a także powinien zapewnić spójne podejście, zwiększenie pew-

ności prawa oraz powinien zapobiec takim znaczącym utrudnieniom. Wybór rozporządzenia wzmocni także zaufanie do przejrzystości rynków w całej Unii oraz zmniejszy złożoność regulacyjną, a także koszty wyszukiwania informacji i koszty przestrzegania przepisów ponoszone przez przedsiębiorstwa”. Z kolei w motywie 6 rozporządzenia prospektowego wskazano, że dotychczasowa dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/73/UE z 24.11.2010 r. (Dz.Urz. UE L 327, s. 1) (zmieniająca także dyrektywę prospektową) nie przyczyniła się do realizacji pierwotnie założonych celów.

Rozporządzenie prospektowe utrzymało jednak wciąż w motywie 8 preambuły możliwość nakładania przez państwa członkowskie, właściwe organy i giełdy dodatkowych szczególnych wymogów w odniesieniu do dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych na rynku regulowanym, w szczególności w odniesieniu do ładu korporacyjnego. W praktyce takie dodatkowe wymagania będą dotyczyły w szczególności ofert publicznych o łącznej wartości mniejszej niż 1 mln EUR (biorąc pod uwagę zakładane wpływy z ostatnich 12 miesięcy). Rozporządzenie pozwala też na podwyższenie progu, od którego wymagane jest sporządzenie prospektu, do 8 mln EUR, pod warunkiem że prospekt nie jest związany z transgraniczną ofertą papierów wartościowych lub dopuszczeniem na rynku regulowanym państwa innego niż macierzyste (art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego). Jest to zatem kolejne pole potencjalnej niespójności pomiędzy prawami poszczególnych państw członkowskich, które jednak – z uwagi na warunki wskazane przez rozporządzenie prospektowe – nie powinno wpływać na oferty transgraniczne.

Również kwestia odpowiedzialności za informacje podane w prospekcie pozostała niezmieniona – to państwa członkowskie są odpowiedzialne za wdrożenie stosownych przepisów i ustalenie, czy odpowiedzialność za rzetelność i kompletność przekazywanych w prospekcie informacji ponosił emitent, jego organy administracyjne, zarządzające, nadzorcze, oferujący, podmiot wnioskujący o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu lub podmiot udzielający zabezpieczenia (art. 11 rozporządzenia prospektowego). Rozporządzenie prospektowe utrzymało także w praktycznie niezmienionej formie definicję oferty publicznej, zgodnie z którą jest to komunikat w dowolnej formie, przekazany dowolnymi środkami, zawierający informacje umożliwiające podjęcie decyzji inwestycyjnej (art. 2 lit. d rozporządzenia prospektowego).

Rozporządzenie utrzymuje prospekt jako podstawowy dokument ofertowy⁸. Dlatego też reguluje kompleksowo sytuacje, w których niezbędne jest sporządzenie prospektu – głównie poprzez szereg wyłączeń zawartych w art. 1 ust. 2–5, wskazując jednocześnie, że emitenci mogą także w tych sytuacjach sporządzić dobrowolnie prospekt.

⁸ R. Woźniak [w:] *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 2017/1129 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. Komentarz*, red. J. Dybiński, red. serii K. Osajda, Legalis 2022, art. 1, nb 22.

Rozporządzenie prospektowe wyróżnia dwa rodzaje prospektów, na podstawie których można przeprowadzić ofertę publiczną lub dopuścić instrumenty finansowe do obrotu – w formie jednolitego dokumentu lub zestawu dokumentów. Rozporządzenie w art. 6–19 wraz z rozporządzeniem delegowanym 2019/980 szczegółowo reguluje poszczególne części takiego prospektu, a także ich treść. Na kolejnym poziomie kwestie te są uszczegóławiane przez ESMA, w szczególności w ramach Wytycznych ESMA dotyczących wymogów informacyjnych przewidzianych rozporządzeniem w sprawie prospektu (*ESMA Guidelines on disclosure requirements under the Prospectus Regulation*)⁹ oraz Wytycznych dotyczących czynników ryzyka przewidzianych rozporządzeniem w sprawie prospektu (*Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation*)¹⁰.

Rozporządzenie reguluje również procedurę weryfikacji i zatwierdzania prospektu przez organy nadzoru, zobowiązując je jednocześnie do publikowania na swoich stronach internetowych wytycznych dotyczących „procedury weryfikacji i zatwierdzania, aby ułatwić efektywne i terminowe zatwierdzanie prospektów” (art. 20 ust. 7 rozporządzenia prospektowego). Prospekt, po zatwierdzeniu, podlega publikacji zgodnie z art. 21 rozporządzenia prospektowego. Wszelkie zmiany do prospektu, związane w szczególności z pojawieniem się nowych znaczących czynników, wystąpieniem istotnych błędów bądź niedokładności w prospekcie, wymagają sporządzenia, zatwierdzenia i opublikowania suplementu (art. 23 rozporządzenia prospektowego).

Z kolei w rozdziale V rozporządzenia prospektowego uregulowano kwestie związane z transgranicznym mechanizmem paszportów, wskazując, że organem właściwym do zatwierdzenia prospektu jest organ macierzystego państwa członkowskiego. Właściwe organy przyjmujących państw członkowskich nie mogą wszczynać jakichkolwiek procedur zatwierdzających ani administracyjnych w odniesieniu do prospektów i suplementów zatwierdzonych przez właściwe organy innych państw członkowskich ani dotyczących ostatecznych warunków. Wymagane jest za to powiadomienie organu państwa przyjmującego przez organ państwa macierzystego o zatwierdzeniu prospektu lub suplementu, potwierdzające, że zostały one sporządzone zgodnie z rozporządzeniem prospektowym, oraz przekazanie elektronicznej wersji prospektu lub suplementu.

1.4. Wpływ rozporządzenia prospektowego na ustawę o ofercie publicznej

Bezpośrednie stosowanie przepisów rozporządzenia prospektowego przyczyniło się do istotnej zmiany przepisów ustawy o ofercie publicznej na mocy ustawy z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finan-

⁹ <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-disclosure-requirements-under-prospectus-regulation> (dostęp: 16.09.2024 r.).

¹⁰ <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-risk-factors-under-prospectus-regulation> (dostęp: 16.09.2024 r.).

sowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 2217 ze zm.).

Do najważniejszych zmian należy przededefiniowanie pojęcia oferty publicznej, uchylenie części przepisów dotyczących prospektu (obowiązek publikacji, wyłączeń, możliwości odstąpienia od prospektu w sytuacji udostępnienia memorandum informacyjnego, formy i zawartości prospektu), dodanie możliwości dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na wniosek innego podmiotu niż emitent, rozwiniecie postanowień dotyczących naruszenia przepisów. Przebudowano również kompleksowo regulacje dotyczące memorandum informacyjnego oraz dokumentu zawierającego informacje o ofercie, umieszczając je w osobnym oddziale 2a, tj. „Dokumenty informacyjne obowiązujące wyłącznie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w przypadkach, w których prospekt nie jest wymagany zgodnie z przepisami rozporządzenia 2017/1129”.

W wymiarze faktycznym powyższe zmiany doprowadziły do całkowicie nowego algorytmu weryfikacji konieczności sporządzenia i opublikowania prospektu, przyjmując za punkt wyjściowy rozporządzenie prospektowe, a nie ustawę o ofercie publicznej, jak to było dotychczas.

1.5. Listing Act

Ustawodawca unijny planuje już zmiany do rozporządzenia prospektowego. W dniu 14.11.2024 r. w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej opublikowany został pakiet regulacji – tzw. Listing Act, w którego skład wchodzi:

- 1) rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2809 z 23.10.2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału (Dz.Urz. UE L 2809);
- 2) dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z 23.10.2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu (Dz.Urz. UE L 2810);
- 3) dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2811 z 23.10.2024 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylenia dyrektywy 2001/34/WE (Dz.Urz. UE 2811).

Rozporządzenie zmieniające rozporządzenie prospektowe weszło w życie dwudziestego dnia po jego opublikowaniu w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej, tj. 4.12.2024 r. – część zmian jest stosowana od tego dnia (por. stanowisko UKNF

z 9.12. 2024 r. dotyczące wejścia w życie przepisów Listing Act). Przeważająca część postanowień będzie jednak stosowana od 5.03.2026 r., natomiast kolejne od 5.06.2026 r.

Podstawowe modyfikacje, które przewiduje powyższe rozporządzenie względem reżimu prospektowego, obejmują:

- 1) zniesienie wyłączenia stosowania rozporządzenia prospektowego do ofert publicznych papierów wartościowych o wartości poniżej 1 mln EUR w okresie 12 miesięcy. Dotychczas oferty takie były regulowane wyłącznie przez prawo krajowe;
- 2) dodanie kolejnych wyjątków prospektowych dla ofert publicznych papierów wartościowych oraz dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu;
- 3) zwiększenie progu dla wyłączenia od obowiązku sporządzenia prospektu w związku z ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu – z 20% do 30% w przeciągu 12 miesięcy w przypadku papierów wartościowych tożsamy z papierami wartościowymi dopuszczonymi już do obrotu na tym samym rynku regulowanym (art. 1 ust. 5 lit. a rozporządzenia prospektowego) oraz akcji wynikających z zamiany lub wymiany innych papierów wartościowych lub z wykonania prawa przenoszonego przez inne papiery wartościowe, w przypadku gdy powstałe w ten sposób akcje są tej samej klasy co akcje dopuszczone już do obrotu na tym samym rynku regulowanym (art. 1 ust. 5 lit b rozporządzenia prospektowego);
- 4) wprowadzenie jednolitego progu, poniżej którego nie jest wymagane sporządzenie prospektu dla oferty publicznej – 12 mln EUR. Próg ten zastąpi dotychczasowy fakultatywny do wysokości 8 mln EUR. Powyższa wartość jest obliczana w przeciągu 12 miesięcy, przy czym rozporządzenie doprecyzowuje sposób jej ustalenia: „uwzględnia się całkowitą zagregowaną wartość wszystkich trwających ofert publicznych papierów wartościowych oraz ofert publicznych papierów wartościowych przeprowadzonych w ciągu 12 miesięcy poprzedzających datę rozpoczęcia nowej oferty publicznej papierów wartościowych z wyjątkiem ofert publicznych papierów wartościowych, dla których opublikowany został prospekt lub które są objęte wyłączeniem z obowiązku publikacji prospektu zgodnie z art. 1 ust. 4 akapit pierwszy. Ponadto w całkowitej zagregowanej wartości papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej uwzględnia się wszystkie rodzaje i klasy oferowanych papierów wartościowych” (art. 3 ust. 1 i 2 rozporządzenia prospektowego). Literalne odczytywanie tej regulacji prowadzi do wniosku, że przy obliczaniu zagregowanej wartości ofert publicznych bierze się pod uwagę łącznie oferty publiczne różnych rodzajów papierów wartościowych. O ile zgodnie z regulacjami polskimi osobno zliczało się potencjalne wpływy dla ofert publicznych papierów wartościowych udziałowych i nieudziałowych, o tyle po wejściu w życie powyższej zmiany rodzaj papierów wartościowych przestanie mieć znaczenie dla obliczania wartości wpływów, powyżej której niezbędne jest sporządzenie prospektu. Jednocześnie państwa członkowskie mogą obniżyć ten próg do 5 mln EUR.

W przypadku braku obowiązku sporządzenia prospektu z uwagi na wartość oferty publicznej mniejszą niż 12 mln EUR albo 5 mln EUR (jeżeli taki próg został ustanowiony), państwa członkowskie mogą nałożyć obowiązek przedłożenia i podania do publicznej wiadomości dokumentu zawierającego informacje wskazane w rozporządzeniu albo na szczeblu krajowym;

- 5) wprowadzenie wymogu przedstawiania informacji w prospekcie w określonej kolejności – zarówno w części głównej, jak i podsumowaniu – oraz wprowadzenie maksymalnej długości prospektu dotyczącego akcji lub innych zbywalnych papierów wartościowych równoważnych akcjom na poziomie 300 stron A4 (bez podsumowania, informacji włączonych przez odniesienie oraz dodatkowych informacji w przypadku emitentów ze złożoną historią finansową lub informacji, które należy podać w przypadku znaczącej zmiany brutto);
- 6) zmiany w zakresie konieczności zatwierdzania uniwersalnych dokumentów rejestracyjnych – obecnie należy zatwierdzić taki dokument w dwóch kolejnych latach obrotowych, aby móc kolejne uniwersalne dokumenty rejestracyjne składać organowi bez uprzedniego zatwierdzenia. Zmiana zakłada, że możliwość składania dokumentu bez zatwierdzenia pojawi się już po pierwszym roku obrotowym, w którym organ zatwierdził uniwersalny dokument rejestracyjny (art. 9 ust. 2 rozporządzenia prospektowego);
- 7) uchylenie regulacji dotyczących uproszczonego systemu obowiązków informacyjnych dla ofert wtórnych oraz prospektu EU na rzecz odbudowy (art. 14 i 14a rozporządzenia prospektowego);
- 8) wprowadzenie prospektu UE na rzecz kontynuacji – prospekt taki będzie mógł zostać sporządzony w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym przez: (i) emitentów, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym nieprzerwanie od co najmniej 18 miesięcy poprzedzających ofertę publiczną lub dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym nowych papierów wartościowych lub (ii) emitentów, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP nieprzerwanie od co najmniej 18 miesięcy poprzedzających ofertę publiczną nowych papierów wartościowych, lub (iii) emitentów, którzy ubiegają się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych tożsamyh z papierami wartościowymi dopuszczonymi już do obrotu, które są dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP nieprzerwanie od co najmniej 18 miesięcy przed dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu, lub (iv) oferujących papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub na rynku rozwoju MŚP nieprzerwanie od co najmniej 18 miesięcy poprzedzających ofertę publiczną papierów wartościowych. Prospekt taki będzie uproszczony w stosunku do „pełnego” prospektu – musi on bowiem zawierać wszystkie informacje niezbędne inwestorom do zrozumienia perspektyw i wyników finansowych emitenta, ewentualnych znaczących zmian w sytuacji biznesowej i finansowej w ostatnim roku obrotowym, natury papierów warto-

ściowych, w tym praw i ograniczeń z nimi związanych, przesłanek oferty oraz jej wpływu na emitenta i jego strukturę kapitałową. Jeżeli oferta publiczna lub zamiar dopuszczenia do obrotu dotyczy akcji, to prospekt taki nie może przekroczyć 50 stron A4 (z wyłączeniem podsumowania, informacji włączonych przez odniesienie oraz dodatkowych informacji dla emitentów o złożonej historii finansowej lub informacji, które należy podać w przypadku znaczącej zmiany brutto) (art. 14b rozporządzenia prospektowego);

- 9) uchylenie regulacji dotyczących prospektu UE na rzecz rozwoju i wprowadzenie dokumentu emisyjnego UE na rzecz rozwoju (art. 15 i 15a rozporządzenia prospektowego);
- 10) wydłużenie terminu na wycofanie zgody na nabycie lub subskrypcję papierów wartościowych z 2 do 3 dni roboczych (art. 17 ust. 1 lit a i art. 23 ust. 2 rozporządzenia prospektowego);
- 11) wprowadzenie nowych tekstów załączników do rozporządzenia.

2. Rozporządzenie 2020/1503

Od dnia 10.11.2021 r. zastosowanie znajdują przepisy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z 7.10.2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz.Urz. UE 347, s. 1, ze zm.), tj. rozporządzenia w sprawie crowdfundingu. Rozporządzenie to wprowadza wymogi wobec dostawców finansowania społecznościowego i prowadzonych przez nich platform crowdfundingowych. Crowdfunding jest metodą finansowania społecznościowego, dokonywanego przez sponsorów czy też donatorów na rzecz konkretnego podmiotu, a nawet projektu, za pośrednictwem brokerów rynku social lending¹¹. Definicję crowdfundingu zawiera art. 2 ust. 1 lit. 1 rozporządzenia 2020/1503, zgodnie z którym „usługa finansowania społecznościowego» oznacza kojarzenie inwestorów zainteresowanych finansowaniem przedsięwzięć gospodarczych z właścicielami projektów z wykorzystaniem platformy finansowania społecznościowego, obejmujące którekolwiek z poniższych działań: (i) ułatwianie udzielania pożyczek; (ii) subemisję bez gwarancji przejęcia emisji, o której mowa w sekcji A pkt 7 załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE, w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego, wystawionych przez właścicieli projektów lub spółkę celową, oraz przyjmowanie i przekazywanie zleceń klientów, o którym mowa w pkt 1 tej sekcji, w odniesieniu do tych zbywalnych papierów wartościowych i instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego”.

¹¹ E. Jasiuk, R. Wośiek, *Crowdfunding jako źródło finansowania przedsiębiorstw w Polsce – problemy ekonomiczne i prawne*, „Ius Novum” 2022/1, s. 29.

Jednocześnie rozporządzenie 2020/1053 wskazuje w motywie 1 preambuły, że crowdfunding jest „w coraz większym stopniu uznawaną formą alternatywnego finansowania dla przedsiębiorstw typu startup oraz małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) i zazwyczaj opiera się na niewielkich inwestycjach”. Cel finansowania społecznościowego jest zatem analogiczny jak w przypadku oferty publicznej – pozyskanie przez podmiot środków na prowadzenie działalności lub realizację inwestycji. Różnica zasadza się na medium, za pośrednictwem którego pozyskiwane są środki – oferta publiczna to bowiem komunikat skierowany w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków. Z kolei w przypadku pozyskiwania finansowania poprzez crowdfunding odbywa się to za pośrednictwem platformy prowadzonej przez dostawców usług finansowania społecznościowego.

W warunkach polskich rozwiązania zapewniające skuteczne stosowanie przepisów rozporządzenia 2020/1503 zostały ujęte w ustawie z 7.07.2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. z 2024 r. poz. 984).

Zważywszy na atrakcyjność finansowania społecznościowego, podobieństwo do „klasycznych” ofert publicznych oraz świadczenie usług kojarzenia inwestorów przez wyspecjalizowany podmiot, tj. dostawcę finansowania społecznościowego, ustawodawca europejski ustanowił istotny próg 5 mln EUR. Zgodnie z art. 1 ust. 4 lit. k rozporządzenia prospektowego nie znajduje ono zastosowania do oferty publicznej papierów wartościowych pochodzącej od dostawcy usług finansowania społecznościowego posiadającego zezwolenie na podstawie rozporządzenia 2020/1503, pod warunkiem że nie przekracza ona progu 5 mln EUR. Proóg ten oblicza się z uwzględnieniem ofert przeprowadzonych przez podmiot w ostatnich 12 miesiącach, tj. z uwzględnieniem łącznej wartości ofert zbywalnych papierów wartościowych oraz instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego (czyli za pośrednictwem platform crowdfundingowych) oraz ofert korzystających z następujących wyłączeń prospektowych – do 1 mln EUR w ciągu 12 miesięcy, ewentualnie wyłączenia krajowego o podwyższonym progu (zgodnie z art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego do 8 mln EUR).

Powyższe znalazło odzwierciedlenie w prawie krajowym – zgodnie z art. 37c ust. 1 u.o.p. oferta publiczna papierów wartościowych dokonywana za pośrednictwem dostawcy usług finansowania społecznościowego wymaga udostępnienia do publicznej wiadomości arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych. Jednocześnie zgodnie z art. 37b ust. 1 u.o.p. (w brzmieniu obowiązującym dopiero od 10.11.2023 r.) udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu, pod warunkiem udostępnienia memorandum informacyjnego, nie wymaga oferta publiczna papierów wartościowych, w wyniku której zakładane wpływy brutto (wraz z wpływami w okresie poprzednich 12 miesięcy) wynoszą nie mniej niż 1 mln EUR i nie więcej niż 5 mln EUR. Zmiana poprzedniego progu, który wynosił 2,5 mln EUR, na 5 mln EUR rozwiewa wątpliwości interpretacyjne, pojawiające

się dotychczas, jak należy podchodzić do ofert publicznych przeprowadzanych za pośrednictwem dostawców usług finansowania społecznościowego, jeżeli wpływy mieszczą się w przedziale od 2,5 mln EUR do 5 mln EUR. Zgodnie bowiem z art. 37d u.o.p. do kwoty wpływów wliczało się zarówno przeprowadzone oferty publiczne na podstawie wskazanych powyżej wyłączeń prospektowych, jak i wpływy uzyskane w ramach crowdfundingu.

3. Dokumenty ofertowe według nowych zasad

Rozporządzenie prospektowe przewiduje jeden rodzaj dokumentu ofertowego, tj. prospekt. Ustawa o ofercie publicznej wprowadza dwa kolejne – memorandum informacyjne oraz dokument zawierający informacje o ofercie, wskazany w art. 37a u.o.p.

W tym pierwszym przypadku podstawą do nałożenia obowiązków innych aniżeli sporządzenie prospektu jest art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego. Przepis ten przewiduje kompetencje państw członkowskich do zastosowania wyłączeń spod obowiązku prospektowego dla ofert publicznych o łącznej wartości do 8 mln EUR, do których nie znajduje zastosowania procedura powiadamiania przez organ macierzysty państwa członkowskiego organu przyjmującego innego państwa członkowskiego¹². Tym samym dla memorandum informacyjnego ustanowiono progi na poziomie od 1 mln EUR do mniej niż 5 mln EUR. Jednocześnie oznacza to, że każda oferta publiczna w Polsce o łącznej wartości co najmniej 5 mln EUR wymaga sporządzenia prospektu.

Z kolei dokument informacyjny stosuje się do ofert publicznych o łącznej wartości od 100 000 EUR do mniej niż 1 mln EUR. Konieczność sporządzania takiego dokumentu wynika ze skorzystania przez ustawodawcę z kompetencji przyznanej mu przez art. 1 ust. 3 rozporządzenia prospektowego, które stanowi, że: „Bez uszczerbku dla akapitu drugiego niniejszego ustępu oraz art. 4, niniejsze rozporządzenie nie ma zastosowania do oferty publicznej papierów wartościowych o łącznej wartości w Unii mniejszej niż 1 mln EUR, przy czym ograniczenie to oblicza się za okres 12 miesięcy.

Państwa członkowskie nie rozszerzają obowiązku sporządzania prospektu zgodnie z niniejszym rozporządzeniem na oferty publiczne papierów wartościowych o których mowa w akapicie pierwszym niniejszego ustępu. Państwa członkowskie mogą jednak w tych przypadkach nakładać inne obowiązki informacyjne na poziomie krajowym w zakresie, w jakim takie obowiązki nie stanowią nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia”. Wyjaśnienie dla tego znajdujemy w motywie 12 preambuły do rozporządzenia prospektowego, zgodnie z którym „W przypadku ofert publicznych papierów wartościowych o łącznej wartości w Unii niższej niż 1 mln EUR koszt sporządzenia prospektu

¹² Por. również M. Śliwa-Wajda [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, t. 2, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, art. 37b u.o.p., nb 2.

zgodnie z niniejszym rozporządzeniem prawdopodobnie może być nieproporcjonalny w stosunku do przewidywanych wpływów z oferty. Obowiązek sporządzenia prospektu zgodnie z niniejszym rozporządzeniem nie powinien zatem mieć zastosowania do ofert o tak małej wartości”.

Oba powyższe rodzaje dokumentów zostały zgłoszone ESMA, który udostępnia informacje na temat obowiązków w zakresie dokumentów ofertowych w różnych krajach¹³.

Sporządzenie powyższych dokumentów jest związane z ofertą publiczną, zatem w pierwszej kolejności należałoby skupić na tym podstawowym pojęciu rynku kapitałowego.

3.1. Oferta publiczna

Definicję oferty publicznej zawiera art. 2 lit. d rozporządzenia prospektowego. Zgodnie ze wskazanym przepisem ofertą publiczną papierów wartościowych (ang. *offer of securities to the public*) jest „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 podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych”. Definicję tę stosuje się również do plasowania papierów wartościowych przez pośredników finansowych.

Rozporządzenie prospektowe nie precyzuje pojęcia komunikatu. Może to zatem być każda informacja opublikowana w dowolny sposób – zarówno w internecie, w telewizji, w gazecie, przekazana za pośrednictwem poczty mailowej. Również forma komunikatu jest dowolna – nie musi być to oficjalne obwieszczenie czy dokument pisany, może to być nawet filmik czy post w internecie¹⁴. Istotna jest jedynie treść, pozwalająca na podjęcie decyzji o inwestycji.

Informacja o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia musi być zatem wystarczająco precyzyjna, aby dla stosunkowo typowego, racjonalnie postępującego inwestora mogła stanowić dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o ich nabyciu. Tym samym nie jest ofertą publiczną informacja o przyszłej subskrypcji lub sprzedaży akcji spółki, z której nie wynika, ile akcji będzie oferowanych i jaka będzie ich cena albo jak parametry te zostaną ustalone. Nie stanowią oferty publicznej ogólne informacje na temat planowanego podwyższenia kapitału zakładowego lub sprzedaży akcji. Inna rzecz,

¹³ ESMA, *National thresholds below which the obligation to publish a prospectus does not apply*, <https://www.esma.europa.eu/document/list-prospectus-thresholds> (dostęp: 16.09.2024 r.).

¹⁴ R. Woźniak [w:] *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 2017/1129...*, red. J. Dybiński, red. serii K. Osajda art. 2, nb 39; KNF, *Oferta publiczna – zagadnienia różne*, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/Oferty_Publiczne_i_Prospekty_Emisyjne/Q&A_dot_ofert_publicznych_i_prospektow/zagadnienia_wstepne (dostęp: 16.09.2024 r.).

że szczegółowe dane składające się na ofertę publiczną nie muszą być wyrażone w sposób jednoznaczny w ramach jednego aktu komunikacji pomiędzy oferującym a inwestorami. Mogą one wynikać z całokształtu komunikacji pomiędzy oferującym a inwestorami albo z szerszego kontekstu informacji przekazywanych przez oferującego. W tym kontekście warto przywołać uchwałę SN z 11.10.2001 r., I KZP 23/01, LEX nr 49125, dotyczącą jeszcze przepisów Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r., zgodnie z którą każde zachowanie, które wywołuje obiektywne przekonanie, iż zostało złożone oświadczenie woli, mogące prowadzić do zawarcia transakcji, której przedmiotem są papiery wartościowe, stanowi proponowanie nabycia papierów wartościowych¹⁵.

Co istotne, definicja oferty publicznej z rozporządzenia prospektowego nie odnosi się ani do liczby osób, ani wartości oferty publicznej. Dotychczas, na gruncie przepisów ustawy o ofercie publicznej, oferta skierowana do mniej niż 150 inwestorów nie była ofertą publiczną. Prawodawca unijny zwolnił emitentów z obowiązku prospektowego w przypadku, gdy oferta skierowana jest do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych w ramach jednego państwa członkowskiego, innych niż inwestorzy kwalifikowani (art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia prospektowego), podobnie jak w przypadku ofert kierowanych wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych (art. 1 ust. 4 lit. a rozporządzenia prospektowego) czy też ofert o całkowitej wartości mniejszej niż 1 mln EUR (art. 1 ust. 3 rozporządzenia prospektowego). Zwolnienia tego nie można jednak traktować jako wyłączenia spod pojęcia oferty publicznej¹⁶, chociaż w finalnym rozrachunku efekt jest ten sam, tj. brak konieczności sporządzania prospektu.

Powyższe potwierdza również sam ustawodawca w uzasadnieniu do nowelizacji ustawy o ofercie publicznej, wskazując, że każda oferta dotycząca nabycia lub subskrybowania papierów wartościowych, kierowana do więcej niż jednej osoby, będzie miała charakter publiczny¹⁷. Również KNF w swoich pytaniach i odpowiedziach dotyczących ofert publicznych i prospektów wskazuje, że komunikat o podmiocie prowadzącym ofertę wraz z informacją na temat przedmiotu oferty, skierowany do co najmniej dwóch osób uważa się za ofertę publiczną¹⁸.

¹⁵ Ze stosowania pojęcia „proponowania nabycia papierów wartościowych” ustawodawca zrezygnował w ramach nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z 2013 r. Uzasadnieniem dla powyższej zmiany była przede wszystkim potrzeba dostosowania nomenklatury ustawowej do prawa unijnego. Prawodawca unijny również nie posługiwał się pojęciem publicznego proponowania, w szczególności nie występowało ono w dyrektywie prospektowej.

¹⁶ Por. I. Pieczyńska-Czerny [w:] *Prawo rynku...*, t. 2, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, art. 2 rozporządzenia prospektowego, nb 4.

¹⁷ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, VIII kadencja, druk sejm. nr 3755.

¹⁸ KNF, *Oferta publiczna – zagadnienia różne*.

3.2. Adresaci oferty publicznej

Oferta publiczna może być skierowana do dowolnego kręgu osób – w pewnych sytuacjach, w zależności od liczby i rodzaju osób, może nie być wymagane sporządzenie prospektu w związku z prowadzoną ofertą.

W pierwszej kolejności nie ma obowiązku sporządzania prospektu, jeżeli oferta publiczna skierowana jest wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych – tj. klientów profesjonalnych na gruncie MiFID II. Są to przede wszystkim firmy inwestycyjne, banki, fundusze inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń.

Następnie należy wskazać, że zgodnie z rozporządzeniem prospektowym nie ma konieczności sporządzania prospektu, jeżeli oferta skierowana jest do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych.

Istotne są tutaj dwa aspekty – rozporządzenie wprost wskazuje, że chodzi tutaj o podmioty inne niż inwestorzy kwalifikowani. W rezultacie oferta skierowana do kilkuset inwestorów kwalifikowanych oraz kilku, kilkunastu innych podmiotów nie będzie wymagała sporządzenia prospektu. Potwierdza to motyw 20 rozporządzenia prospektowego, zgodnie z którym można łączyć wyłączenia od obowiązku publikacji prospektu „Na przykład, gdy oferta jest skierowana jednocześnie do inwestorów kwalifikowanych, inwestorów niekwalifikowanych zobowiązujących się do zainwestowania co najmniej 100 000 EUR każdy, pracowników emitenta, a ponadto ograniczonej liczby inwestorów niekwalifikowanych nie przekraczającej liczby określonej w niniejszym rozporządzeniu, oferta taka powinna być wyłączona z obowiązku publikacji prospektu”.

Poza tym, zgodnie z rozporządzeniem prospektowym, przy ustalaniu liczby osób, do których została skierowana oferta, bierze się pod uwagę wyłącznie daną jedną ofertę publiczną. W przeciwieństwie do kwestii związanych z wpływami z oferty, ustawodawca unijny nie odniósł się w tym zakresie do obliczania liczby osób, do których oferta została skierowana w ostatnich 12 miesiącach. W tym zakresie specyficzny wyłom poczynił ustawodawca polski, wprowadzając obowiązki związane z tzw. ofertą kroczącą. Znowelizowany art. 3 ust. 1a u.o.p. stanowi, że jeżeli liczba osób, do których skierowano ofertę w ciągu ostatnich 12 miesięcy, przekracza 149, to wymagane jest opublikowanie memorandum informacyjnego. Zgodnie z uzasadnieniem do projektu ustawy ma to przeciwdziałać przeprowadzaniu małych ofert publicznych, tj. skierowanych do mniej niż 150 osób, w krótkich odstępach czasu, co w praktyce prowadziło do przeprowadzania ofert publicznych wobec nieograniczonego (albo ograniczonego w niewielkim zakresie)

grona adresatów¹⁹. Założenie – co pokazuje praktyka – słuszne w swej idei, nie znajduje jednak oparcia w przepisach rozporządzenia prospektowego, co było podnoszone m.in. przez GPW i IZFiA na etapie legislacyjnym. Pewnym uzasadnieniem może być fakt, że w takich okolicznościach ustawodawca postanowił, że wymagane jest „wyłącznie” sporządzenie memorandum informacyjnego, czyli w języku rozporządzenia prospektowego byłyby to inne obowiązki informacyjne nałożone na poziomie krajowym. Należy jednak zaznaczyć, że rozporządzenie dopuszcza takowe wyłącznie w odniesieniu do wskazanych tam progów wpływów, a nie w odniesieniu do liczby podmiotów, do których skierowana jest oferta. Niemniej jednak takie memorandum informacyjne zdecydowanie należy uznać za okrojoną wersję prospektu – wymogi w zakresie formy i treści memorandum informacyjnego określa rozporządzenie Ministra Finansów z 12.05.2020 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne (Dz.U. poz. 1053).

Jednocześnie należy wskazać, że w przypadku skierowania oferty nabycia papierów wartościowych do mniej niż 150 podmiotów, niezależnie od wartości wpływów z takiej oferty i rodzaju papierów wartościowych, nie będzie wymagane sporządzenie prospektu.

Rozporządzenie przewiduje również inne wyłączenia, dzięki którym przeprowadzenie oferty publicznej papierów wartościowych może nie wymagać sporządzenia prospektu, niezależnie od liczby osób, do których zostanie ona skierowana. Wyłączenia te mają jednak charakter mieszany – tzn. są związane przede wszystkim z rodzajem emitowanych papierów wartościowych.

3.3. Wpływy z oferty

Obowiązek prospektowy ustala się na podstawie wskazanej już powyżej liczby osób, do których oferta publiczna została skierowana, ale także z uwzględnieniem wartości oferty czy też wpływów. Pojęcie to nie zostało jednak zdefiniowane w rozporządzeniu prospektowym. Wyjaśnienie znajduje się za to na poziomie legislacji krajowej.

Zgodnie z art. 4a ust. 2 u.o.p. wartości podane w rozporządzeniu prospektowym oraz rozporządzeniach delegowanych oblicza się według ceny emisyjnej, ceny sprzedaży lub wartości nominalnej papierów wartościowych z dnia jej ustalenia, chyba że w rozporządzeniu wyraźnie wskazano inny sposób liczenia. Jest to jednak jedynie zasada podstawowa, która ulega dalszym modyfikacjom w przypadku zliczania wpływów z kilku ofert.

¹⁹ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, VIII kadencja, druk sejm. nr 3755.

W pierwszej kolejności należy jednak wskazać omawiane progi kwotowe. Rozporządzenie prospektowe wprowadza dwa poziomy:

- 1) prospekt nie jest wymagany dla ofert poniżej 1 mln EUR (wartość obliczana za okres 12 miesięcy) – mogą jednak zostać nałożone dodatkowe obowiązki na poziomie krajowym;
- 2) prospekt jest zawsze wymagany dla ofert publicznych o wartości 8 mln EUR i wyższej (wartość obliczana za okres 12 miesięcy).

W zakresie pomiędzy 1 mln EUR a 8 mln EUR to państwa członkowskie ustalają, od jakiej kwoty wpływów wymagane jest sporządzenie prospektu, z uwzględnieniem wymogów wskazanych w art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego. W Polsce próg ten wynosi 5 mln EUR. Dla niższych wartości ofert publicznych istnieje obowiązek sporządzenia innych dokumentów informacyjnych aniżeli prospekt.

Najprostsza kalkulacja wartości oferty opiera się na przemnożeniu liczby oferowanych papierów wartościowych przez cenę emisyjną albo cenę sprzedaży danego papieru wartościowego. Ustawa o ofercie publicznej posługuje się terminem „zakładane wpływy brutto z ofert publicznych” – w rezultacie nie jest istotne, jakie wpływy zostaną faktycznie osiągnięte, a to, jakie mogłyby zostać osiągnięte, gdyby objęto lub sprzedano wszystkie papiery wartościowe w ramach danej oferty publicznej. To jednak pozwala obliczyć wartość oferty tylko w przypadku pojedynczej oferty niezłożonego papieru wartościowego. Tymczasem progi ustalane są zawsze na podstawie 12-miesięcznego okresu.

W rezultacie osiągnięcie progu 5 mln EUR na przestrzeni czasu jest obliczane na podstawie art. 37d u.o.p., zgodnie z którym wpływy obejmują:

- 1) zakładane wpływy brutto z ofert publicznych papierów wartościowych przeprowadzonych na podstawie art. 1 ust. 3 lub art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego, tzn. opierając się na wyłączeniu dla ofert w przedziale 100 000 EUR – 1 mln EUR (wynikające z rozporządzenia prospektowego) oraz wyłączenia krajowe dla ofert poniżej 8 mln EUR (na podstawie uprawnienia z rozporządzenia prospektowego). Co istotne, odniesienie do art. 1 ust. 3 oraz art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego prowadzi do wniosku, że chodzi tylko o wyłączenia na bazie kwotowej, a nie związane z rodzajem papierów wartościowych czy też liczbą inwestorów;
- 2) zakładane wpływy brutto z ofert zbywalnych papierów wartościowych przeprowadzonych za pośrednictwem dostawców usług finansowania społecznościowego oraz kwot pozyskanych w drodze pożyczek zaciągniętych w ramach usług finansowania społecznościowego, o których mowa w art. 2 ust. 1 lit. a rozporządzenia 2020/1503 – w tym zakresie chodzi o oferty przeprowadzane na podstawie rozporządzenia w sprawie crowdfundingu, tj. do wartości 5 mln EUR; oraz
- 3) w przypadku emitentów z siedzibą w państwie członkowskim innym niż Rzeczpospolita Polska – także wpływy z instrumentów dopuszczonych na potrzeby finansowania społecznościowego w rozumieniu art. 2 ust. 1 lit. n rozporządzenia

2020/1503 – tj. z udziałów spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, które nie podlegają ograniczeniom uniemożliwiającym ich zbycie.

Powyższą regulację należy uzupełnić o budzące wątpliwości sformułowanie zawarte w art. 37a ust. 1 i art. 37b ust. 2 u.o.p., mianowicie „wpływami, które emitent lub oferujący zamierzał uzyskać z tytułu ofert publicznych takich papierów wartościowych”. Sformułowanie „takich papierów wartościowych” może przywołać na myśl co najmniej dwie wykładnie – ofert takich samych papierów wartościowych albo ofert publicznych papierów wartościowych tego samego rodzaju. W pierwszym przypadku oznaczałoby to, że odrębne progi są ustalane dla akcji, obligacji, warrantów, praw do akcji. W drugim przypadku pod uwagę byłaby brana wartość warrantów subskrypcyjnych, praw do akcji i akcji wydanych na ich podstawie (jako papierów wartościowych tego samego rodzaju), osobno byłyby liczone progi dla obligacji, kolejne dla certyfikatów inwestycyjnych itd.

Za drugą ze wskazanych wykładni opowiada się KNF, który w ramach pytań i odpowiedzi wskazał, że: „Sformułowanie «takich papierów wartościowych» odnosi się do papierów tego samego rodzaju, wprowadzając rozróżnienie na papiery udziałowe (akcje/warranty subskrypcyjne) i nieudziałowe (obligacje). Uwaga! Dokonując zliczenia ofert publicznych przeprowadzonych w okresie poprzednich 12 miesięcy, należy dokonać osobnego zliczenia dla ofert papierów wartościowych każdego rodzaju»²⁰.

Ta odpowiedź znajduje – w pewnym zakresie – uzasadnienie w art. 4a ust. 4 u.o.p., który wskazuje, że dla ofert publicznych papierów wartościowych inkorporujących prawo do nabycia lub objęcia akcji przez zakładane wpływy rozumie się wpływy z tytułu oferty tych papierów oraz akcji, do nabycia lub objęcia których one uprawniają. Ustawodawca ograniczył jednak zastosowanie tego przepisu dla ofert o wartości wpływów poniżej 2,5 mln EUR. Próg ten nie uległ zmianie również po aktualizacji wartości, powyżej której wymagane jest sporządzenie prospektu z 2,5 mln EUR do 5 mln EUR. *A contrario* zatem dla ofert, dla których zakładane wpływy wynoszą co najmniej 2,5 mln EUR, powyższa reguła nie powinna znajdować zastosowania, co prowadzi do pierwszej z zaproponowanych wykładni. Jednocześnie literalna wykładnia art. 4a ust. 4 u.o.p. prowadziłaby do wniosku, że w przypadku emisji obligacji zamiennych na akcje należy zastosować jeden limit dla papierów wartościowych udziałowych i nieudziałowych, bez rozróżnienia na rodzaje papierów wartościowych.

Warto w tym zakresie odnieść się również do odpowiedzi ESMA, które stoją w kontrze do powyższego sposobu obliczania wartości wpływów. Zgodnie z odpowiedzią na pytanie Q15.7 ESMA wskazała, że dla obliczania wartości wpływów dla ofert poniżej 1 mln

²⁰ KNF, Q&A dotyczące ofert publicznych i prospektów. Oferty publiczne o wartości poniżej 5 000 000 euro, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/Oferty_Publiczne_i_Prospекty_Emisyjne/Q&A_dot_ofert_publicznych_i_prospektow/Oferty_publiczne_o_wartosci_ponizej_5000000_euro (dostęp: 6.10.2023 r.).

EUR brana jest pod uwagę tylko wartość warrantów (albo innych instrumentów uprawniających do objęcia/nabycia innego papieru wartościowego), nie zaś wartość papieru wartościowego, który zostanie objęty/nabyty²¹.

Kwestia komplikuje się jeszcze bardziej w obliczu przepisów rozporządzenia prospektowego. Zgodnie z motywem 13 preambuły: „Państwa członkowskie powinny w szczególności dysponować swobodą uznania w zakresie ustanawiania w swoim prawie krajowym progu w przedziale od 1 mln EUR do 8 mln EUR, wyrażonego jako łączna wartość oferty w Unii w okresie 12 miesięcy, poniżej którego wyłączenie powinno mieć zastosowanie z uwzględnieniem poziomu krajowej ochrony inwestorów, jaki państwa członkowskie uznają za stosowny”. Zgodnie z art. 1 ust. 3 rozporządzenia prospektowego „Bez uszczerbku dla akapitu drugiego niniejszego ustępu oraz art. 4, niniejsze rozporządzenie nie ma zastosowania do oferty publicznej papierów wartościowych o łącznej wartości w Unii mniejszej niż 1 mln EUR, przy czym ograniczenie to oblicza się za okres 12 miesięcy”. Również art. 3 ust. 2 lit. a rozporządzenia prospektowego odnosi się do wartości jednej oferty, a nie ofert papierów wartościowych. Tym samym przepisy rozporządzenia prospektowego można byłoby czytać jako odnoszące się do każdej oferty z osobna, a nie do łącznej wartości wszystkich ofert przeprowadzonych w okresie 12 miesięcy. Jak wskazuje się w doktrynie, w tej sytuacji powstaje wątpliwość, czy oferty papierów wartościowych w ramach różnych typów papierów wartościowych, w szczególności o charakterze udziałowym i o charakterze nieudziałowym, korzystają z odrębnego limitu. Wykształcona przez państwa członkowskie praktyka jest w tym zakresie zróżnicowana²².

Kolejnym wyzwaniem przy obliczaniu wartości zakładanych wpływów z oferty jest okres 12 miesięcy. Na potrzeby przepisów krajowych – art. 37a i 37b u.o.p. – sumuje się bowiem zakładane wpływy z ofert publicznych dokonanych w okresie poprzednich 12 miesięcy. Określenie jednak, kiedy oferta się zaczyna, a kiedy kończy, a tym samym w jakim okresie jest dokonywana, może nastręczać pewnych trudności. Na pewno za początek oferty publicznej należałoby uznać pierwszy komunikat pozwalający podmiotom na podjęcie decyzji inwestycyjnej – czy to poprzez publiczne ogłoszenie oferty, czy też – w przypadku oferty skierowanej do ograniczonego kręgu – przedstawienie pierwszej propozycji. *De facto* momentem zakończenia oferty mógłby być ostatni dzień przyjmowania zapisów na dane papiery wartościowe. Tym samym taka oferta publiczna może być bardzo rozciągnięta w czasie. Przepis nie stanowi, że cały czas trwania oferty publicznej powinien mieścić się w tym 12-miesięcznym okresie. W rezultacie dla obliczania zakładanych wpływów z oferty istotny jest nawet ostatni dzień okresu subskrypcji lub sprzedaży – jeżeli przypada na początku tego 12-miesięcznego okresu, to zakładana wartość wpły-

²¹ ESMA, *Questions and Answers on the Prospectus Regulation*, ESMA/2019/ESMA31-62-1258, Version 12.

²² I. Pieczyńska-Czerny [w:] *Prawo rynku...*, t. 2, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, art. 3 rozporządzenia prospektowego, nb 1.

wów z całej oferty będzie brana pod uwagę przy obliczaniu łącznej wartości na potrzeby ustalenia właściwych dokumentów ofertowych.

Ostatnią kwestią jest przeliczenie wartości oferty – rozporządzenie prospektowe oraz ustawa o ofercie publicznej posługują się euro, natomiast oferty przeprowadzane na terytorium Polski będą najczęściej w polskich złotych. W tym zakresie zastosowanie znajduje art. 4a ust. 1 u.o.p., zgodnie z którym w takiej sytuacji stosuje się średni kurs euro ogłoszony przez NBP w dniu ustalenia ceny emisyjnej, ceny sprzedaży lub wartości nominalnej papierów wartościowych.

3.4. Podstawowe reguły ustalenia rodzaju dokumentu ofertowego

Jak już wskazano powyżej, są dwa podstawowe kryteria, które powinny zostać wzięte pod uwagę przy ustaleniu, czy należy sporządzić dokument ofertowy i jaki – jest to liczba osób, do których oferta została skierowana, oraz łączna kwota zakładanych wpływów z oferty.

Połączenie dwóch powyższych zmiennych prowadzi do zaprezentowanej w poniższej tabeli reguły, od której jednak rozporządzenie prospektowe oraz ustawa o ofercie publicznej przewidują liczne wyjątki.

		mniej niż 100 tys. EUR wpływów	100 tys. EUR – mniej niż 1 mln EUR wpływów	1 mln EUR – mniej niż 5 mln EUR wpływów	co najmniej 5 mln EUR wpływów
Oferta skierowana do	maksymalnie 149 osób	brak obowiązku sporządzania dokumentu	brak obowiązku sporządzania dokumentu	brak obowiązku sporządzania dokumentu	brak obowiązku sporządzania dokumentu
	co najmniej 150 osób	brak obowiązku sporządzania dokumentu	udostępnienie do publicznej wiadomości dokumentu zawierającego informacje o ofercie (art. 37a u.o.p.)	memorandum informacyjne (art. 37b u.o.p.)	prospekt (art. 3 ust. 1 rozporządzenia prospektowego)

W rezultacie nawet oferty publiczne o wysokiej wartości (3 mln EUR, 5 mln EUR, 10 mln EUR) nie wymagają sporządzenia memorandum informacyjnego ani prospektu, jeżeli zostaną skierowane do mniej niż 150 osób w okresie 12 miesięcy (zob. wyjątek z art. 3 ust. 1a u.o.p.). Brak obowiązków w zakresie sporządzania dokumentów ofertowych na gruncie ustawy o ofercie publicznej nie oznacza, że na emitencie nie ciąży żadne obowiązki – pozostają jeszcze dokumenty wskazane w poszczególnych ustawach, np. propozycja nabycia obligacji, oferta objęcia akcji.

3.4.1. Prospekt

Definicję prospektu można wyprowadzić z art. 6 ust. 1 rozporządzenia prospektowego, zgodnie z którym jest to dokument zawierający informacje niezbędne dla inwestora w celu dokonania przemyślanej oceny: aktywów i pasywów, zysków i strat, sytuacji finansowej oraz perspektyw emitenta i każdego podmiotu zabezpieczającego; praw związanych z danymi papierami wartościowymi; przesłanek oferty oraz jej wpływu na emitenta. Prospekt może zostać sporządzony jako dokument jednolity albo zestaw dokumentów składający się z dokumentu rejestracyjnego, ofertowego i podsumowującego.

W przypadku prospektu w formie jednolitego dokumentu całość podlega zatwierdzeniu przez stosowny organ – w warunkach polskich KNF. Prospekt taki jest sporządzany zgodnie z załącznikiem I do rozporządzenia prospektowego, przepisami rozporządzenia prospektowego, w szczególności z jego art. 7, 13, 16 i 19, oraz rozporządzeniami delegowanymi – na chwilę obecną są to: 1) rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2020/1273 z 4.06.2020 r. w sprawie zmiany i sprostowania rozporządzenia delegowanego (UE) 2019/980 uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do formatu, treści, weryfikacji i zatwierdzania prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 300, s. 6), 2) rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2020/1272 z 4.06.2020 r. w sprawie zmiany i sprostowania rozporządzenia delegowanego (UE) 2019/979 uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kluczowych informacji finansowych w podsumowaniu prospektu, publikacji i klasyfikacji prospektów, reklam papierów wartościowych, suplementów do prospektu i portalu zgłoszeniowego (Dz.Urz. UE L 300, s. 1) oraz 3) rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/979 z 14.03.2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kluczowych informacji finansowych w podsumowaniu prospektu, publikacji i klasyfikacji prospektów, reklam papierów wartościowych, suplementów do prospektu i portalu zgłoszeniowego oraz uchylające rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 382/2014 i rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/301 (Dz.Urz. UE L 166, s. 1, ze zm.). Dodatkowo ESMA opublikowała wytyczne dotyczące czynników ryzyka przewidzianych rozporządzeniem w sprawie prospektu²³. Szczegółowy tryb zatwierdzania prospektu oraz dokumenty niezbędne do złożenia KNF – poza samym prospektem – regulują przepisy art. 27, 31, 32, 33 i 35a u.o.p.

²³ ESMA, *Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation*, ESMA31-62-1293, <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-risk-factors-under-prospectus-regulation> (dostęp: 17.09.2024 r.).

Z kolei prospekt w formie zestawu dokumentów polega na sporządzeniu w pierwszej kolejności dokumentu rejestracyjnego, który podlega zatwierdzeniu przez właściwy organ. Osobnemu zatwierdzeniu podlegają dokument ofertowy i podsumowanie. Wszystkie trzy dokumenty mogą również zostać złożone razem do zatwierdzenia. Jednocześnie dokument rejestracyjny podlega zmianie (suplementacji), jeżeli od dnia jego zatwierdzenia doszło do wystąpienia nowego znaczącego czynnika albo zidentyfikowano istotny błąd. Taki suplement również podlega zatwierdzeniu (art. 10 rozporządzenia prospektowego). Zaletą tej formy prospektu jest możliwość przeprowadzenia kilku ofert publicznych na podstawie jednego dokumentu rejestracyjnego (aktualizowanego stosownie do przepisów) oraz sporządzanego każdorazowo podsumowania wraz z dokumentem rejestracyjnym. Poza wskazanymi powyżej przepisami rozporządzenia prospektowego, rozporządzeniami delegowanymi i wytycznymi ESMA, treść prospektu składającego się z zestawu dokumentów regulują załączniki II i III do rozporządzenia prospektowego. Kwestię zatwierdzenia dokumentu rejestracyjnego, ofertowego i podsumowującego regulują art. 29 i 30 u.o.p. oraz odpowiednio stosowane art. 27, 31 i 33 u.o.p.

Rozporządzenie prospektowe wyróżnia również prospekt podstawowy (art. 8 rozporządzenia prospektowego) oraz uniwersalny dokument rejestracyjny (art. 9 rozporządzenia prospektowego). Prospekt podstawowy może być sporządzony dla papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym – zgodnie z wyborem emitenta. Z kolei uniwersalny dokument rejestracyjny może być sporządzony tylko przez emitenta, którego papiery wartościowe są już dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym albo MTF. Dokument taki zawiera informacje na temat organizacji przedsiębiorstwa, działalności emitenta, jego sytuacji finansowej, wyników finansowych i perspektyw, struktury zarządzania i akcjonariatu. Dokument jest sporządzany w każdym roku obrotowym – w pierwszych dwóch latach obrotowych dokument taki podlega zatwierdzeniu przez właściwy organ, w kolejnych jest on jedynie składany do organu. Przerwa w sporządzeniu i złożeniu właściwemu organowi uniwersalnego dokumentu rejestracyjnego powoduje konieczność wznowienia procedury zatwierdzeń. Taki uniwersalny dokument rejestracyjny może być później wykorzystywany do sporządzenia prospektu w formie zestawu dokumentów, a emitent dokonujący częstych emisji korzysta ze skróconych terminów na zatwierdzenie przez organ pozostałych dokumentów niezbędnych do przeprowadzenia oferty publicznej lub dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu.

Powyższe dokumenty zachowują 12-miesięczny okres ważności (art. 12 rozporządzenia prospektowego), co oznacza, że w tym czasie można na ich podstawie przeprowadzić ofertę publiczną albo starać się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu. W przypadku prospektu w formie dokumentu jednolitego czas liczy się od zatwierdzenia prospektu przez organ, w przypadku prospektu w formie zestawu dokumentów – od zatwierdzenia dokumentu ofertowego. Dokument rejestracyjny można wykorzystać ja-

ko część składową prospektu w ciągu 12 miesięcy po jego zatwierdzeniu – co oznacza, że nie musi on być ważny podczas całego okresu trwania oferty publicznej. Z kolei uniwersalny dokument rejestracyjny zachowuje ważność na potrzeby wykorzystania go jako części składowej prospektu przez okres 12 miesięcy po jego zatwierdzeniu lub złożeniu.

Poza sytuacjami, kiedy ustawa o ofercie publicznej przewiduje obowiązek sporządzenia memorandum informacyjnego albo udostępnienia do publicznej wiadomości dokumentu zawierającego informacje o ofercie, rozporządzenie prospektowe przewiduje szereg wyjątków, w których opublikowanie i – jak wydaje się logiczne – sporządzenie prospektu nie jest wymagane. Można do nich zaliczyć w szczególności poniższe kategorie:

- 1) wyłączenia osobowe, omówione powyżej – poniżej 150 osób, oferta skierowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych (art. 1 ust. 4 lit. a i b rozporządzenia prospektowego);
- 2) wyłączenia związane z wartością nabywanych papierów wartościowych – o jednostkowym nominale co najmniej 100 000 EUR, oferty, w których każdy inwestor nabywa papiery wartościowe o łącznej wartości co najmniej 100 000 EUR (art. 1 ust. 4 lit. c i d rozporządzenia prospektowego);
- 3) oferty skierowane do dotychczasowych akcjonariuszy lub osób powiązanych z emitentem – w celu zastąpienia już wyemitowanych akcji, w ramach wypłaty dywidendy, akcje pracownicze (art. 1 ust. 4 lit. e, h oraz i rozporządzenia prospektowego);
- 4) oferty związane z działaniami restrukturyzacyjnymi – przejęciem i wymianą papierów wartościowych, podziałem lub połączeniem (art. 1 ust. 4 lit. f i g rozporządzenia prospektowego).

W ostatnim przypadku wymagane jest jednak opublikowanie informacji opisującej transakcję i jej wpływ na emitenta. W warunkach polskich jest to memorandum informacyjne na podstawie art. 38 u.o.p.

3.4.2. Memorandum informacyjne

Ustawa o ofercie publicznej wyróżnia trzy rodzaje memorandumów informacyjnych, różniących się okolicznościami, w których ich sporządzenie jest obligatoryjne.

Pierwszym rodzajem jest memorandum, o którym mowa w art. 37b u.o.p. – sporządzane w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych, w wyniku której zakładane łączne wpływy netto wynoszą co najmniej 1 mln EUR i mniej niż 5 mln EUR (w okresie poprzednich 12 miesięcy). Podstawą do nałożenia takiego obowiązku na emitentów i podmioty oferujące papiery wartościowe jest art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego. Memorandum takie podlega jedynie zgłoszeniu do KNF nie później niż na 7 dni roboczych przed dniem udostępnienia memorandum do publicznej wiadomości.

Drugim rodzajem jest memorandum, o którym mowa w art. 3 ust. 1a oraz art. 38b u.o.p., a zatem sporządzane w związku z przekroczeniem liczby 149 adresatów w ciągu 12 miesięcy, biorąc pod uwagę wszystkie oferty publiczne kierowane do mniej niż 150 osób (a zatem korzystające z wyjątku przewidzianego w rozporządzeniu prospektowym). Na początku obowiązywania tej regulacji memorandum takie podlegało zatwierdzeniu przez KNF (art. 38b ust. 2 u.o.p.). Zostało to jednak zniesione ustawą z 16.08.2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. poz. 1723), która weszła w życie 29.09.2023 r. Jak wskazano w uzasadnieniu do tej ustawy: „Jednocześnie zważyć należy, iż przepisy Rozporządzenia 2017/1129 nie zawierają dalej idących wymogów, które winny być spełnione, aby oferta publiczna kierowana do mniej niż 150 adresatów niebędących inwestorami kwalifikowanymi podlegała zwolnieniu spod obowiązku prospektowego, a w szczególności nie wprowadzają ograniczeń w zakresie liczby takich ofert publicznych, dokonywanych w ciągu roku kalendarzowego i nie przewidują konieczności zatwierdzania przez organ nadzoru jakichkolwiek dokumentów informacyjnych dotyczących takich ofert. W konsekwencji przepis art. 3 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej w obecnym brzmieniu, przewidujący wymóg zatwierdzenia rzeczzonego memorandum przez KNF, stanowi zbyt restrykcyjną regulację względem prawa UE²⁴. Nie wycofano się zatem z tego pomysłu, mimo iż – jak przyznał sam ustawodawca – nie znajduje on oparcia w przepisach rozporządzenia prospektowego, a jedynie złagodzone tryb. Niemniej jednak memorandum takie dalej podlega obowiązkowemu opublikowaniu i zgłoszeniu do KNF.

Treść i zakres informacji wymaganych dla powyższych dwóch rodzajów memorandum reguluje rozporządzenie w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne.

Sporządzenie memorandum informacyjnego jest wymagane również w sytuacjach, kiedy rozporządzenie prospektowe przewiduje brak obowiązku sporządzenia prospektu pod warunkiem przekazania dokumentu zawierającego wskazane w rozporządzeniu informacje. Ustawodawca polski poszedł krok dalej i nakazał w takich okolicznościach sporządzenie memorandum informacyjnego, do którego stosuje się odpowiednio niektóre przepisy art. 37b u.o.p. Dotyczy to następujących sytuacji:

- 1) przejęcia przez ofertę wymiany (art. 1 ust. 4 lit. f rozporządzenia prospektowego);
- 2) połączenia lub podziału (art. 1 ust. 4 lit. g rozporządzenia prospektowego) – przy czym memorandum powinno zostać przekazane osobom, do których skierowana jest oferta publiczna związana z połączeniem lub podziałem;
- 3) wypłaty dywidendy w formie akcji tej samej klasy co akcje, od których płacone są takie dywidendy (art. 1 ust. 4 lit. h rozporządzenia prospektowego);

²⁴ IX kadencja, druk sejm. nr 3381.

- 4) oferowania lub przydzielania papierów wartościowych obecnym lub byłym dyrektorom lub pracownikom przez ich pracodawcę lub przez przedsiębiorstwo powiązane (art. 1 ust. 4 lit. i rozporządzenia prospektowego).

Rozwiązanie takie było na początku obowiązywania przepisów problematyczne – szczątkowa regulacja powodowała, że poszczególne memoranda informacyjne dotyczące wymiany, połączenia i podziału różniły się między sobą znacząco zawartością oraz szczegółowością informacji. Kwestie te zostały uszczegółowione w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2021/528 z 16.12.2020 r. (Dz.Urz. UE L 106 z 2021 r., s. 32), które uregulowało minimalny zakres informacji, które powinny zostać zawarte w dokumencie w celu skorzystania z wyłączenia od obowiązku sporządzania prospektu²⁵.

Poza wskazanymi powyżej i wprost uregulowanymi przypadkami do memorandum informacyjnego powinny znajdować zastosowanie te same wyłączenia rodzajowe, wskazane w art. 1 ust. 2 i 4 rozporządzenia prospektowego, co w przypadku prospektu.

3.4.3. Informacja o ofercie

Ustawa o ofercie publicznej przewiduje jeszcze trzeci rodzaj dokumentu informacyjnego – informację o ofercie sporządzoną w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych, w wyniku której zakładane łączne wpływy netto wynoszą co najmniej 100 tys. EUR i mniej niż 1 mln EUR (w okresie poprzednich 12 miesięcy). Treść, terminy i sposób udostępnienia tego typu informacji zawiera art. 37a u.o.p.

3.5. Dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu

Dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym wymaga uprzedniej publikacji prospektu (art. 3 ust. 3 rozporządzenia prospektowego). Stosowne wyjątki zostały przewidziane w art. 1 ust. 5 rozporządzenia prospektowego, jednak nie odnoszą się one do wartości papierów wartościowych podlegających dopuszczeniu. Niemniej jednak są one podobne do wyjątków przewidzianych dla ofert publicznych, uregulowanych w art. 1 ust. 4 rozporządzenia prospektowego, z zastrzeżeniem, że papiery wartościowe danego emitenta muszą być już uprzednio dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym²⁶. Zatem wyjątki te dotyczą m.in. dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych wynikających z zamiany lub wymiany innych papierów wartościowych, akcji wyemitowanych w celu zastąpienia akcji tej samej klasy dopuszczonych już do obrotu na tym samym rynku regulowanym, papierów wartościowych oferowanych w związku z przejęciem, połączeniem, podziałem, oferowanym nieodpłatnie lub

²⁵ Szczegółowo na temat oferty publicznej akcji łączeniowych, w szczególności obowiązków prospektowych – M. Grześków, *Połączenie odwrotne (downstream merger)*, Warszawa 2023, s. 283–310.

²⁶ Por. I. Pieczyńska-Czerny [w:] *Prawo rynku...*, t. 2, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, art. 2 rozporządzenia prospektowego, nb 18.

w ramach dywidendy obecnym akcjonariuszom, a także akcji pracowniczych. Także w tych przypadkach, kiedy rozporządzenie prospektowe wymaga sporządzenia stosownej informacji, polski ustawodawca przyjął, że właściwą formą będzie memorandum informacyjne (art. 38, 38a, 39 u.o.p.).

Istotnym wyjątkiem są wnioski o dopuszczenie „małej” liczby papierów wartościowych – emitenci mogą bezprospektowo dopuścić papiery wartościowe w liczbie nieprzekraczającej 20% liczby papierów wartościowych dopuszczonych już do obrotu na danym rynku regulowanym, pod warunkiem że dopuszczane papiery wartościowe są tożsame. Limit 20% oblicza się dla okresu 12-miesięcznego. Analogiczne wyłączenie przewidziano dla akcji wynikających z zamiany lub wymiany innych papierów wartościowych lub z wykonania prawa przenoszonego przez inne papiery wartościowe – warunkiem jest również tożsamość powstałych papierów wartościowych z już dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym w liczbie mniejszej niż 20% akcji dopuszczonych już do obrotu (obliczanych w perspektywie 12-miesięcznej).

II. Komentarz do art. 3

1. Ustawa o ofercie nie definiuje pojęcia oferty publicznej; zostało to uczynione na poziomie unijnym w art. 2 lit. d rozporządzenia prospektowego. Kwestia ta została omówiona we „Wprowadzeniu do zagadnień związanych z ofertą publiczną”.

1. Oferta publiczna a nabywanie akcji własnych

2. Należy zgodzić się z poglądem wyrażonym przez A. Chłopeckiego²⁷, który na gruncie art. 3 u.o.p. w poprzednio obowiązującym brzmieniu stwierdził, że „proponowanie nabycia papierów wartościowych» oznaczało jedynie propozycję skierowaną do określonych adresatów, aby ci nabyli określone papiery wartościowe”²⁸. Zakresem pojęcia oferty publicznej (a dawniej na gruncie ustawodawstwa krajowego pojęcia publicznego proponowania) nie jest zatem objęta propozycja, aby jej adresaci zbyli należące do nich papiery wartościowe na rzecz proponującego, gdyż w tym przypadku mielibyśmy do czynienia z propozycją zbycia papierów wartościowych, a nie ich nabycia. Jeśli zatem niepubliczna spółka akcyjna o stosunkowo rozproszonym akcjonariacie w rezultacie podjętej decyzji o nabywaniu akcji własnych w celu umorzenia skieruje do swoich akcjonariuszy propozycję zbycia na jej rzecz wyemitowanych przez nią akcji, to propozycja ta nie będzie stanowić „oferty publicznej” w rozumieniu art. 2 lit. d rozporządzenia prospektowego. W konsekwencji tego rodzaju program nabywania akcji własnych przez spółkę nie będzie podlegał obowiązkowi prospektowemu.

²⁷ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 820.

²⁸ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 820.

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

3. Należy przyjąć, że oferta publiczna w rozumieniu art. 2 lit. d rozporządzenia prospektowego nie musi stanowić oferty w rozumieniu art. 66 § 1 k.c. Informacje o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiące dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów, mogą określać istotne warunki umowy subskrypcyjnej (w przypadku emisji nowych akcji), ewentualnie umowy sprzedaży akcji (w przypadku sprzedaży wcześniej wyemitowanych akcji), jednak art. 2 lit. d rozporządzenia prospektowego ani żaden inny jego przepis nie przesądza, że oferta publiczna powinna zawierać oświadczenie woli emitenta dotyczące zawarcia umowy na warunkach tam określonych²⁹. Oferta publiczna może być bowiem jedynie zaproszeniem do składania ofert – *invitatio ad offerendum*³⁰. Ofertą publiczną może być każde udostępnianie informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, które jest wystarczająco precyzyjne, aby mogło stanowić podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Nie jest ofertą publiczną historyczna informacja o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia w odniesieniu do transakcji, która już miała miejsce. Obowiązek prospektowy ma bowiem za zadanie chronić inwestorów, którzy dopiero będą nabywali określone papiery wartościowe.
4. Charakter prawny określonej oferty publicznej należy badać, mając na uwadze jej szczegółową treść, a zwłaszcza zawarte w prospekcie warunki oferty. Należy mieć także na uwadze, że w analizowanym przypadku znajdzie zastosowanie art. 71 k.c., zgodnie z którym ogłoszenia i inne informacje skierowane do ogółu lub do poszczególnych osób poczytuje się w razie wątpliwości nie za ofertę, lecz za zaproszenie do zawarcia umowy. Reasumując, należy uznać, że pojęcie oferty publicznej jest swoistym terminem technicznym, używanym dla zdefiniowanego przez prawo rynku kapitałowego sposobu udostępniania informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia.

3. Oferta krocząca

5. Artykuł 3 ust. 1a i 1b u.o.p. odnoszą się do tzw. oferty kroczącej. W przypadku dokonania kilku ofert publicznych korzystających z wyłączenia w zakresie liczby osób, do których te oferty są kierowane, a zatem niepodlegających obowiązkowi prospektowemu, które jednak łącznie są skierowane w ciągu 12 miesięcy do co najmniej 150 podmiotów, konieczne jest sporządzenie memorandum informacyjnego. Takie memorandum przekazywane jest do KNF – nie podlega jednak ono zatwierdzeniu przez KNF. Oferta krocząca

²⁹ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 822.

³⁰ W. Groß, *Kapitalmarktrecht: Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierverkaufsprospekt und zum Verkaufsprospektgesetz*, München 2006, s. 273; por. także A. Chłopecki, *Glosa do postanowienia SN z 8.09.1995 r., III CZP 102/95*, „Glosa” 2008/2, s. 17.

została omówiona szerzej we „Wprowadzeniu do zagadnień związanych z ofertą publiczną”.

6. Ta specyficzna polska instytucja, stanowiąca wyłom od regulacji unijnych, doznaje jednak pewnego ograniczenia. Komentowany przepis przewiduje, że takie memorandum informacyjne nie musi zostać sporządzone, jeżeli jest związane z ofertą kierowaną do posiadaczy tego samego rodzaju papierów wartościowych tego samego emitenta albo w ramach tzw. rolowania obligacji. Wyłączenie to ma wymiar nader praktyczny – w przeciwnym razie spółki mające szerokie grono akcjonariuszy lub dokonujące częstych podwyższeń kapitału zakładowego, nawet w ramach subskrypcji prywatnej lub zamkniętej, mogłyby być zobowiązane do przygotowania i opublikowania memorandum informacyjnego. Z kolei rolowanie obligacji zmierza wyłącznie do pewnej zmiany parametrów zaciągniętego już przez spółkę długu – terminu zapadalności, odsetek, natomiast nie powoduje pozyskania środków od kolejnych osób. W świetle uzasadnienia ustawodawcy, który wskazał, że celem wprowadzenia art. 3 ust. 1a u.o.p. jest uniknięcie obchodzenia przepisów dotyczących ofert publicznych i oferowania papierów wartościowych bez prospektu praktycznie nieograniczonemu kręgowi osób, powyższe wyłączenia należy uznać za jak najbardziej uzasadnione i pożądane. W przeciwnym razie art. 3 ust. 1a u.o.p. nakładałby dodatkowe ciężary i zobowiązania na podmioty, które nie generują tak ryzykownych sytuacji.

4. Papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania

7. Artykuł 3 ust. 2 u.o.p. stanowi, że przedmiotem oferty publicznej dokonywanej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej nie mogą być papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego inne niż fundusze zagraniczne, unijne AFI, alternatywne spółki inwestycyjne oraz fundusze inwestycyjne zamknięte. Jest to poniekąd powtórzenie, a zarazem doprecyzowanie art. 1 ust. 2 lit. a rozporządzenia prospektowego, zgodnie z którym rozporządzenie prospektowe nie ma zastosowania do jednostek uczestnictwa emitowanych przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania inne niż typu zamkniętego. Przepis ten w wersji podstawowej i ograniczonej tylko do wyłączenia dla funduszy zagranicznych został dodany nowelizacją ustawy o ofercie publicznej z 2008 r. Zgodnie z uzasadnieniem nowelizacji celem tego przepisu było „zharmonizowanie przepisów ustawy o ofercie (...) z przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych (...)”³¹. Rozszerzono go natomiast wraz z nowelizacją ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2016 r., która wprowadziła do polskiego porządku prawnego pojęcia unijnego AFI oraz alternatywnej spółki inwestycyjnej.

³¹ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw, VI kadencja, druk sejm. nr 63, s. 3.

8. W pierwszej kolejności należy wskazać, że podział występujący w art. 3 ust. 4 u.f.i. na fundusze inwestycyjne otwarte oraz alternatywne fundusze inwestycyjne (specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty albo fundusz inwestycyjny zamknięty) nie jest tożsamy z podziałem przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania na typ otwarty i zamknięty. Rozporządzenie prospektowe w art. 2 lit. p doprecyzowuje, że przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania inne niż typu zamkniętego oznacza fundusze wspólnego inwestowania i przedsiębiorstwa inwestycyjne o obu poniższych cechach: (i) pozyskują kapitał od wielu inwestorów z myślą o inwestowaniu go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną z korzyścią dla tych inwestorów; (ii) ich jednostki są na wniosek posiadacza odkupywane lub umarzane, bezpośrednio lub pośrednio, z ich aktywów.
9. Po drugie, papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego zarówno na gruncie krajowym, jak i europejskim poddane zostały odrębnym regulacjom przystosowanym do ich specyfiki. Tym samym również na gruncie rozporządzenia prospektowego podmioty te nie mają prawa do dobrowolnego sporządzenia prospektu – art. 4 ust. 1 rozporządzenia prospektowego przewiduje jedynie tę możliwość dla podmiotów objętych wyłączeniem z art. 1 ust. 3 rozporządzenia prospektowego albo które mogą skorzystać z wyłączeń wskazanych w art. 1 ust. 4, art. 1 ust. 5 lub art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego.

Art. 4. [Definicje]

Ilekróć w ustawie jest mowa o:

- 1) rynku regulowanym – rozumie się przez to rynek regulowany w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2023 r. poz. 646, 825, 1723 i 1941), zwanej dalej „ustawą o obrocie instrumentami finansowymi”;
- 2) alternatywnym systemie obrotu – rozumie się przez to alternatywny system obrotu w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 2a) systemie obrotu instrumentami finansowymi – rozumie się przez to system obrotu instrumentami finansowymi w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 3) obrocie pierwotnym – rozumie się przez to dokonywanie oferty publicznej, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, przez:
 - a) emitenta lub
 - b) gwaranta emisji – w przypadku gdy w umowie o gwarancję emisji zawartej przez emitenta gwarant emisji zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości albo części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej

- oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty;
- 4) obrocie wtórnym – rozumie się przez to obrót wtórny w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 4a) ofercie publicznej – rozumie się przez to ofertę publiczną papierów wartościowych w rozumieniu art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129;
- 5) pierwszej ofercie publicznej – rozumie się przez to dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych;
- 6) emitencie – rozumie się przez to emitenta w rozumieniu art. 2 lit. h rozporządzenia 2017/1129 oraz fundusz portfelowy, o którym mowa w art. 179 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych;
- 7) (uchylony)
- 7a) oferującym – rozumie się przez to oferującego w rozumieniu art. 2 lit. i rozporządzenia 2017/1129;
- 8) instrumentach finansowych – rozumie się przez to instrumenty finansowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 9) papierach wartościowych – rozumie się przez to papiery wartościowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, z wyłączeniem instrumentów rynku pieniężnego o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy;
- 10) papierach wartościowych o charakterze nieudziałowym – rozumie się przez to papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym w rozumieniu art. 2 lit. c rozporządzenia 2017/1129;
- 11) kwitach depozytowych – rozumie się przez to kwity depozytowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 12–13) (uchylone)
- 13a) umowie o gwarancję emisji – rozumie się przez to umowę między emitentem lub oferującym a gwarantem emisji, w której gwarant emisji zobowiązuje się do zapewnienia dojścia do skutku emisji lub sprzedaży papierów wartościowych w drodze oferty publicznej;
- 14) podmiocie dominującym – rozumie się przez to podmiot w sytuacji, gdy:
 - a) posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub
 - b) jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu, lub
 - c) więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje

- kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności;
- 15) podmiocie zależnym – rozumie się przez to podmiot, w stosunku do którego inny podmiot jest podmiotem dominującym, przy czym wszystkie podmioty zależne od tego podmiotu zależnego uważa się również za podmioty zależne od tego podmiotu dominującego;
 - 16) grupie kapitałowej – rozumie się przez to podmiot dominujący wraz z podmiotami od niego zależnymi;
 - 17) ogólnej liczbie głosów – rozumie się przez to sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki;
 - 18) depozycie papierów wartościowych – rozumie się przez to depozyt papierów wartościowych w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
 - 19) rachunku papierów wartościowych – rozumie się przez to rachunek papierów wartościowych w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
 - 20) spółce publicznej – rozumie się przez to spółkę, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;
 - 21) państwie członkowskim – rozumie się przez to państwo, które jest członkiem Unii Europejskiej lub stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym;
 - 22) firmie inwestycyjnej – rozumie się przez to firmę inwestycyjną w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
 - 22a) Krajowym Depozycie – rozumie się przez to Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
 - 23) Komisji – rozumie się przez to Komisję Nadzoru Finansowego, o której mowa w ustawie z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2024 r. poz. 135);
 - 24) Przewodniczącym Komisji – rozumie się przez to Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego, o którym mowa w ustawie z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym;
 - 25) (uchylony)
 - 25a) rozporządzeniu 596/2014 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 1, z późn. zm.);
 - 25b) (uchylony)

- 25c) rozporządzeniu 575/2013 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 1, z późn. zm.);
- 25d) rozporządzeniu 600/2014 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 84, z późn. zm.);
- 25e) rozporządzeniu 2017/1129 – rozumie się przez to 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 (Dz. Urz. UE L 168 z 30.06.2017, s. 12);
- 25f) rozporządzeniu 2020/1503 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L 347 z 20.10.2020, s. 1);
- 26) instytucji kredytowej – rozumie się przez to instytucję kredytową w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia 575/2013;
- 27) pośrednim nabyciu akcji – rozumie się przez to uzyskanie statusu podmiotu dominującego w podmiocie posiadającym akcje spółki publicznej lub w innym podmiocie będącym wobec tego podmiotu podmiotem dominującym albo nabycie lub objęcie akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny;
- 28) dniu roboczym – rozumie się przez to każdy dzień od poniedziałku do piątku, z wyłączeniem dni ustawowo wolnych od pracy;
- 29) uczestniku rynku uprawnień do emisji – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 20 rozporządzenia 596/2014;
- 30) zorganizowanej platformie obrotu – rozumie się przez to zorganizowaną platformę obrotu w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 31) informacji poufnej – rozumie się przez to informację poufną w rozumieniu art. 7 rozporządzenia 596/2014;
- 32) reklamie – rozumie się przez to reklamę w rozumieniu art. 2 lit. k rozporządzenia 2017/1129;
- 33) wzywającym – rozumie się przez to podmiot ogłaszający wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej;

- 34) **podmiocie pośredniczącym** – rozumie się przez to podmiot prowadzący działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, za pośrednictwem którego wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej jest ogłaszane i przeprowadzane;
- 35) **dostawcy usług finansowania społecznościowego** – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 2 ust. 1 lit. e rozporządzenia 2020/1503;
- 36) **arkuszu kluczowych informacji inwestycyjnych** – rozumie się przez to arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych, o którym mowa w art. 23 rozporządzenia 2020/1503, sporządzany w przypadku oferty publicznej zbywalnych papierów wartościowych dokonywanej za pośrednictwem dostawcy usług finansowania społecznościowego.

1. Rynek regulowany

1. Rynek regulowany oraz alternatywne systemy obrotu są mechanizmami dokonywania wtórnego obrotu instrumentami finansowymi. Oba te mechanizmy ustawodawca określa mianem obrotu zorganizowanego (art. 3 pkt 9 u.o.i.f.). Należy przez to rozumieć, że tego typu obrót wtórny poddany jest mniej lub bardziej rozbudowanym regulacjom kształtującym instytucjonalno-prawne ramy zawierania i wykonywania umów dotyczących instrumentów finansowych. Rynek regulowany poddany jest bardzo rozbudowanym regulacjom ustawowym, które w ramach wspólnego rynku europejskiego zostały znacznie zharmonizowane, a tym samym swoboda podmiotów organizujących ten rynek w kształtowaniu reguł jego funkcjonowania została znacznie ograniczona.
2. Zgodnie z art. 14 u.o.i.f. rynkiem regulowanym jest wielostronny, zorganizowany system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Rynek regulowany charakteryzuje się następującymi cechami:
 - 1) działa w sposób stały, co zapewnia odpowiedni poziom koncentracji popytu i podaży;
 - 2) zapewnia inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych (dążenie do łagodzenia negatywnych efektów asymetrii informacyjnej);
 - 3) zapewnia inwestorom jednakowe warunki nabywania i zbywania instrumentów finansowych (powszechność i brak uznaniowości);
 - 4) dotyczy wyłącznie instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku, a zatem poddanych odpowiednim procedurom uregulowanym w szczególności w ustawie o ofercie publicznej;
 - 5) podlega nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (organem nadzoru jest w Polsce KNF);

- 6) jest uznany przez państwo członkowskie za spełniający powyższe warunki i wskazany EUNGiPW jako rynek regulowany³².

2. Alternatywny system obrotu

3. Alternatywny system obrotu (ASO) zdefiniowany został przez ustawodawcę w art. 3 pkt 2 u.o.i.f. jako organizowany poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego (w przeciwieństwie do OTF). Alternatywne systemy obrotu nie są rynkiem regulowanym, dlatego też podmiotom organizującym te rynki pozostawiono znaczną swobodę kształtowania obowiązujących na tych rynkach reguł obrotu instrumentami finansowymi³³.

3. System obrotu instrumentami finansowymi

4. System obrotu instrumentami finansowymi został zdefiniowany przez ustawodawcę w art. 3 pkt 9a u.o.i.f. Obejmuje on rynek regulowany, ASO oraz OTF.

4. Obrót pierwotny

5. Obrót pierwotny zdefiniowany został przez ustawodawcę jako dokonywanie oferty publicznej, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, przez emitenta lub gwaranta emisji (wcześniej subemitenta usługowego)³⁴ oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty.
6. Należy przyjąć, że obrotem pierwotnym jest wyłącznie dokonywanie scharakteryzowanej powyżej oferty publicznej papierów wartościowych oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty. Sama oferta papierów wartościowych nowej emisji, po której nie następuje zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych, nie stanowi obrotu pierwotnego w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej. Samo zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych nowej emisji nie stanowi obrotu pierwotnego, jeżeli nie nastąpiło na podstawie wcześniejszej oferty publicznej tych papierów wartościowych. Przy czym w przeciwieństwie do poprzedniego stanu prawnego, wobec zmiany definicji oferty publicznej i objęcia tym pojęciem komunikatu o podmiocie prowadzącym ofertę wraz z informacją na temat przedmiotu oferty, skierowa-

³² T. Sójka, T. Jaranowski, M. Stańczyk [w:] *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2022, art. 14, nb 4.

³³ Zob. szerzej M. Pachucki, *Alternatywny system obrotu – nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi*, PPH 2008/1, s. 18 i n.; zob. szerzej T. Sójka, K. Dziennik, M. Godlewski, T. Jaranowski, W. Kapica, A. Rycerski, M. Saczywko, M. Stańczyk, J. Stranz [w:] *Obrót instrumentami...*, red. T. Sójka, art. 3, nb 6–9.

³⁴ Szerzej na temat gwaranta emisji zob. komentarz do art. 14a.

nego do co najmniej dwóch podmiotów (a nie 150 jak dotychczas), oferta publiczna obejmuje większy zakres zdarzeń³⁵.

7. Przedmiotem tej oferty publicznej – aby można ją było zakwalifikować jako obrót pierwotny – są papiery wartościowe nowej emisji. Pojęcie emisji papierów wartościowych jest dość wieloznaczne, jednak można przyjąć, że oznacza ono po prostu kreację określonego papieru wartościowego³⁶, na skutek czego określona osoba nabywa prawo majątkowe inkorporowane w papierze wartościowym wraz z nośnikiem tego prawa (zapisem na rachunku papierów wartościowych).

5. Obrót wtórny

8. W zakresie pojęcia obrotu wtórnego komentowany przepis odsyła do odpowiedniej definicji zawartej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z art. 3 pkt 7 wspomnianej ustawy przez pojęcie obrotu wtórnego rozumie się:
 - 1) dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent lub gwarant emisji, o którym mowa w art. 14a ust. 1 lub 2 u.o.p., lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu;
 - 2) proponowanie w dowolnej formie i w dowolny sposób, przez podmiot inny niż wystawca, nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu, jeżeli propozycja skierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata.
9. W świetle omawianego przepisu do obrotu wtórnego papierami wartościowymi można zaliczyć dwa typy zdarzeń. Po pierwsze, **dokonywanie oferty publicznej** papierów wartościowych przez podmiot inny niż emitent lub gwarant emisji. Chodzi tutaj więc o sytuację dokonywania oferty publicznej już wcześniej wyemitowanych papierów wartościowych (papierów wartościowych „starej” emisji). Przykładem takiego zdarzenia może być więc oferta publiczna sprzedaży akcji spółki dokonywana przez dotychczasowego akcjonariusza tej spółki. Po drugie, będzie to **nabywanie papierów** wartościowych od podmiotu innego niż emitent lub gwarant emisji, czego przykładem mogą być umowy sprzedaży papierów wartościowych w obrocie giełdowym zawierane przez inwestorów. Ponadto z przepisu tego wynika, że nabywanie papierów wartościowych w tym przypadku nie musi wiązać się z ich publicznym oferowaniem. W typowym przypadku samo złożenie zlecenia sprzedaży papierów wartościowych na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu nie jest ofertą publiczną tych papierów, gdyż podmiot zlecający sprzedaż z reguły nie udostępnia jednocześnie informacji „na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi pod-

³⁵ Zob. „Wprowadzenie do zagadnień związanych z ofertą publiczną” oraz komentarz do art. 3.

³⁶ Tak M. Dyl [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 764.

jęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych” (art. 2 lit. d rozporządzenia prospektowego)³⁷.

6. Oferta publiczna

10. W zakresie pojęcia oferty publicznej – zob. „Wprowadzenie do zagadnień związanych z ofertą publiczną” oraz komentarz do art. 3.

7. Pierwsza oferta publiczna

11. Pierwszą ofertę publiczną komentowany przepis definiuje jako dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną, dotyczącą określonych papierów wartościowych. Pojęcie to stanowi nawiązanie do funkcjonującego w żargonie rynku kapitałowego pojęcia *Initial Public Offering* (IPO). Ustawa nie rozróżnia, czy mają to być papiery wartościowe nowej emisji, czy też papiery wartościowe wcześniej wyemitowane. Dla określenia zakresu tego pojęcia istotne jest to, że jest to pierwsza oferta publiczna dotycząca określonych papierów wartościowych.

8. Emitent

12. Przez pojęcie emitenta należy rozumieć podmiot emitujący lub zamierzający emitować papiery wartościowe, a także fundusz inwestycyjny zamknięty utworzony jako fundusz portfelowy, dokonujący emisji certyfikatów inwestycyjnych w sposób ciągły. W literaturze przedmiotu pojęcie emisji papierów wartościowych definiuje się jako „ogół czynności, które przedsięwzięte są przez dany podmiot i zostają nakierowane na skuteczne wykreowanie papierów wartościowych”³⁸. Mimo że definicja z rozporządzenia prospektowego nie wskazuje, że emitentem jest tylko podmiot dokonujący czynności związanych z emisją danych papierów wartościowych we własnym imieniu – odmiennie aniżeli to było do momentu, kiedy ustawa o ofercie publicznej autonomicznie definiowała emitenta – takie założenie należy przyjąć. W przeciwnym razie emitentem mogłyby być również podmioty współuczestniczące w procesie emisji papierów wartościowych – np. jako pośrednicy.

9. Oferujący

13. Zgodnie z definicją z rozporządzenia prospektowego oferującym jest podmiot prawny lub osoba fizyczna, która publicznie oferuje papiery wartościowe. Mimo iż nie wynika

³⁷ T. Sójka, K. Dziennik, M. Godlewski, T. Jaranowski, W. Kapica, A. Rycerski, M. Saczywko, M. Stańczyk, J. Stranz [w:] *Obrót instrumentami...*, red. T. Sójka, art. 3, nb 26.

³⁸ Zamiast wielu zob. M. Michalski [w:] *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, red. L. Sobolewski, Warszawa 1999, s. 167.

to wprost z definicji, to oferującym może być emitent lub posiadacz papierów wartościowych³⁹. Tym samym pojęcie oferującego zastąpiło pojęcie sprzedającego⁴⁰.

10. Instrumenty finansowe

14. W zakresie pojęcia instrumentów finansowych ustawa o ofercie publicznej odsyła do odpowiedniej definicji zawartej w art. 2 ust. 1 u.o.i.f.⁴¹

11. Papiery wartościowe

15. W zakresie pojęcia papierów wartościowych ustawa o ofercie publicznej odsyła do odpowiedniej definicji zawartej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z art. 3 pkt 1 u.o.i.f. przez pojęcie papierów wartościowych należy rozumieć:

- 1) akcje, prawa poboru w rozumieniu przepisów Kodeksu spółek handlowych, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne, bankowe prawa pochodne w rozumieniu przepisów Prawa bankowego i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego;
- 2) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych powyżej, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego, odnoszące się do papierów wartościowych określonych powyżej, walut, stóp procentowych, stóp zwrotu, towarów oraz innych wskaźników lub mierników (prawa pochodne)⁴².

16. Z powyższego ustawodawca wyłączył jednak instrumenty rynku pieniężnego o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy.

12. Papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym

17. Definicja papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym odsyła do rozporządzenia prospektowego, zgodnie z którym są to papiery wartościowe niebędące papierami wartościowymi udziałowymi. Definicja ta ma zatem charakter negatywny. Jednocześnie udziałowe papiery wartościowe zostały zdefiniowane w art. 2 lit. b rozporządzenia pros-

³⁹ I. Pieczyńska-Czerny [w:] *Prawo rynku...*, t. 2, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, art. 2 rozporządzenia prospektowego, nb 10.

⁴⁰ Wskazuje na to także ustawodawca w uzasadnieniu rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, VIII kadencja, druk sejm. nr 3755, s. 6.

⁴¹ Z uwagi na złożoność definicji instrumentów finansowych zob. T. Sójka, M. Godlewski [w:] *Obrót instrumentami...*, red. T. Sójka, art. 2.

⁴² T. Sójka, K. Dziennik, M. Godlewski, T. Jaranowski, W. Kapica, A. Rycerski, M. Saczywko, M. Stańczyk, J. Stranz [w:] *Obrót instrumentami...*, red. T. Sójka, art. 3, nb 1–5.

pektowego jako akcje i inne zbywalne papiery wartościowe równoważne akcjom w spółkach, jak również wszelkie inne rodzaje zbywalnych papierów wartościowych dających prawo nabywania którychkolwiek z tych pierwszych papierów wartościowych w wyniku zamiany tych drugich papierów wartościowych lub wykonania praw przez nie przenoszonych, pod warunkiem że te drugie papiery wartościowe emitowane są przez emitenta akcji bazowych lub przez jednostkę należącą do grupy wspomnianego emitenta.

13. Kwity depozytowe

18. Zgodnie z art. 3 pkt 30 u.o.i.f. przez pojęcie kwitu depozytowego rozumie się papier wartościowy wyemitowany przez instytucję finansową z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego lub innego państwa należącego do OECD:

- 1) poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w związku z papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej albo papierami wartościowymi wyemitowanymi poza tym terytorium albo
- 2) na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w związku z papierami wartościowymi wyemitowanymi poza tym terytorium

– w którym inkorporowane jest prawo do zamiany tego papieru wartościowego na określone papiery wartościowe we wskazanej w warunkach emisji proporcji, przejście na właściciela tego papieru wartościowego praw majątkowych stanowiących pożytki z papierów wartościowych lub ich równowartości oraz – w przypadku akcji – możliwość wydania przez właściciela tego papieru wartościowego jego emitentowi wiążącej dyspozycji co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu⁴³.

14. Umowa o gwarancję emisji

19. Artykuł 4 pkt 13a u.o.p. wprowadza definicję umowy o gwarancję emisji, zgodnie z którą jest to umowa, w której gwarant emisji zobowiązuje się do zapewnienia dojścia do skutku emisji lub sprzedaży papierów wartościowych w drodze oferty publicznej. Rozwinięcie tego pojęcia zawiera art. 14a u.o.p., który reguluje dwa rodzaje gwarancji emisji – umowę z art. 14a ust. 1 lub 2 u.o.p., która ma charakter skonkretyzowany, oraz umowę z art. 14a ust. 5 u.o.p. o emisji, tj. – jak to określa ustawodawca – umowę o gwarancję emisji inną niż określona w art. 14a ust. 1 i 2 u.o.p., dla której działania gwaranta nie zostały doprecyzowane względem definicji z art. 4 pkt 13a u.o.p.⁴⁴

15. Podmiot dominujący i zależny

20. Relacja dominacji i zależności pomiędzy podmiotami prawa sprowadza się do wywierania na różne sposoby wpływu przez podmiot dominujący na działania podmiotu za-

⁴³ Zob. szerzej T. Sójka, K. Dziennik, M. Godlewski, T. Jaranowski, W. Kapica, A. Rycerski, M. Saczywko, M. Stańczyk, J. Stranz [w:] *Obrót instrumentami...*, red. T. Sójka, art. 3, nb 64.

⁴⁴ Szerzej por. komentarz do art. 14a.

leżnego. W efekcie ten drugi podmiot realizuje – przynajmniej w pewnym zakresie – interesy podmiotu dominującego, ewentualnie całej grupy podmiotów, dlatego też wiele przepisów nakładających określone obowiązki na podmioty prawa byłoby w praktyce nieskutecznych, gdyby nie uwzględniały one faktu funkcjonowania w obrocie relacji dominacji i zależności. Na gruncie ustawy o ofercie publicznej dotyczy to m.in. przepisów o nabywaniu znacznych pakietów akcji.

21. W systemie prawa polskiego występuje wiele przepisów definiujących podmioty dominujące oraz zależne – por. art. 4 § 1 pkt 4 k.s.h. oraz art. 3 ust. 1 pkt 37 i 39 u.r. Należy zatem przyjąć, że każda z tych definicji została sformułowana wyłącznie na potrzeby aktu prawnego, w którym została zamieszczona⁴⁵. Z oczywistych przyczyn definicje te wykazują jednak daleko idące podobieństwa, co pozwala na ostrożne korzystanie z poglądów doktryny, wypracowanych na gruncie każdej z tych definicji – np. zawartej w art. 4 § 1 pkt 4 k.s.h.
22. Definicja podmiotu zależnego na gruncie ustawy o ofercie publicznej przewiduje trzy różne przesłanki uzyskania statusu podmiotu dominującego. Dla uznania, że dany podmiot stał się podmiotem dominującym wystarczy ziszczenie się jednej z tych przesłanek. W świetle komentowanego przepisu podmiotem dominującym może być zarówno osoba fizyczna, osoba prawna, jak i jednostka organizacyjna, której przysługuje podmiotowość prawna (np. osobowa spółka handlowa – art. 8 § 1 k.s.h.).
23. Pierwszą z przesłanek uzyskania statusu podmiotu dominującego jest posiadanie bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większości głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami⁴⁶. Przepis nie precyzuje, o które organy chodzi, dlatego należy przyjąć, że chodzi tutaj o każdy rodzaj organów podmiotu zależnego – a więc zarówno „właścicielskich” (walne zgromadzenie), jak i zarządczych oraz kontrolnych (rada nadzorcza). Nie wydaje się trafny pogląd wyrażony przez M. Romanowskiego, na gruncie podobnie brzmiącej definicji w Prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi, który uznał, że „należy pominąć komisję rewizyjną, która w praktyce nie występuje”⁴⁷. Podzielając opinię co do faktycznego niewystępowania komisji rewizyjnych w praktyce funkcjonowania spółek z o.o., należy na płaszczyźnie normatywnej opowiedzieć się za istnieniem stosunku dominacji w stosunku do spółki z o.o., w której podmiot dominujący posiada większość głosów w ramach komisji rewizyjnej. Jakkolwiek przepis posługuje się liczbą mnogą, wskazując na „organy innego podmiotu”, należy przyjąć, że dla powstania stosunku dominacji wystarczy

⁴⁵ A. Szumański [w:] S. Sołtyński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. 1, *Przepisy ogólne. Spółki osobowe. Komentarz do art. 1–150*, Warszawa 2012, s. 91 i n.

⁴⁶ Por. propozycja nowelizacji art. 4 pkt 14 lit. a u.o.p. w projekcie nowelizacji tej ustawy z 2014 r. Zob. szerzej uzasadnienie projektu nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z 2014 r., <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228343/katalog/228388#228388> (dostęp: 2.12.2024 r.), s. 6.

⁴⁷ M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 152.

większość głosów w jednym z organów innego podmiotu – np. na walnym zgromadzeniu⁴⁸. W praktyce oczywiście chodzi tutaj przede wszystkim o sytuację, gdy określonemu podmiotowi przysługuje większość głosów na walnym zgromadzeniu spółki akcyjnej. Jednak w świetle językowej wykładni tego przepisu podmiotem dominującym będzie także osoba fizyczna piastująca funkcję jednoosobowego zarządu określonej spółki publicznej – niewątpliwie bowiem przysługuje jej większość głosów w organie zarządczym tej spółki.

24. Podmiot dominujący może posiadać większość głosów w organach podmiotu zależnego zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio. W tym pierwszym przypadku chodzi o sytuację, gdy podmiotowi dominującemu przysługują prawa głosu w organach innego podmiotu. Natomiast przez „posiadanie pośrednio przez inne podmioty większości głosów w organach innego podmiotu” należy rozumieć sytuację, w której wprawdzie prawa głosu formalnie przysługują innemu podmiotowi niż podmiot „podejrzany” o pozostawanie w stosunku dominacji, lecz w istocie rzeczy podmiot „podejrzany” może wpływać na sposób wykonywania prawa głosu w organach podmiotu zależnego. Najprostszym przykładem takiej relacji jest więc wykonywanie prawa głosu na walnym zgromadzeniu spółki zależnej za pośrednictwem innego podmiotu zależnego, ewentualnie wykonywanie prawa głosu przez pośrednika działającego w imieniu własnym, lecz na rachunek podmiotu dominującego.
25. W świetle komentowanego przepisu można „posiadać pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu” także „na podstawie porozumień z innymi osobami”. Ustawa nie przewiduje żadnego wymogu co do formy takich postanowień⁴⁹. W doktrynie dominuje pogląd, który przez pojęcie porozumień na potrzeby definicji spółki dominującej nakazuje ujmować wyłącznie takie porozumienia, „w których celem jest osiągnięcie stosunku dominacji nad określoną spółką, a więc możliwości wywierania w sposób stały decydującego wpływu na jej działalność (...)”⁵⁰. Pogląd ten nakazuje wyłączyć z zakresu tego pojęcia „incydentalne porozumienia między akcjonariuszami co do sposobu głosowania w określony sposób, czy głosowania po dokonaniu konsultacji z bankiem, czy inwestorami finansującymi przedsięwzięcie”⁵¹. Należy podzielić zaprezentowaną powyżej opinię. Dla ustalenia istnienia stosunku dominacji na gruncie ustawy o ofercie publicznej należy badać treść porozumień pod tym względem, czy określony podmiot posiada pośrednio większość głosów w organach innego podmiotu. Niewątpliwie pośrednie posiadanie większości głosów w organach innego podmiotu to stan rzeczy zdecydowanie dalej idący niż możliwość udzielania zgody na gło-

⁴⁸ Tak trafnie M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 152.

⁴⁹ A. Szumański [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek...*, t. 1, s. 93.

⁵⁰ W. Popiołek [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. 2, *Komentarz, orzecznictwo do artykułów 301–633*, red. J.A. Strzępka, Warszawa 2005, s. 126.

⁵¹ W. Popiołek [w:] *Kodeks spółek...*, t. 2, red. J.A. Strzępka; M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 21–22; zob. także A. Szumański [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek...*, t. 1, s. 94.

sowanie przez akcjonariuszy w określony sposób na walnym zgromadzeniu, w przedmiocie pewnych incydentalnych kwestii (np. wypłaty dywidendy).

26. Drugą z przesłanek uzyskania statusu podmiotu dominującego jest sytuacja, w której podmiot ten jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu (art. 4 pkt 14 lit. b u.o.p.). Zakres zastosowania tej przesłanki częściowo krzyżuje się z przesłanką, o której mowa w art. 4 pkt 14 lit. a u.o.p., dotyczącą posiadania większości głosów w organach innego podmiotu, gdyż posiadanie większości głosów na walnym zgromadzeniu spółki akcyjnej z reguły gwarantuje możliwość powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych tej spółki. Celem omawianego przepisu jest więc objęcie zakresem zastosowania definicji podmiotu dominującego sytuacji, w której podmiotowi dominującemu przysługuje kompetencja do powoływania lub odwoływania członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu nie tylko na podstawie posiadania większości głosów w organie uprawnionym do powoływania lub odwoływania członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu (walne zgromadzenie akcjonariuszy). Chodzi tutaj więc m.in. o sytuację, gdy podmiot dominujący wprawdzie nie ma wymaganej większości głosów na walnym zgromadzeniu, ale dysponuje także kompetencją do powoływania lub odwoływania członków organów nadzorczych lub zarządczych, wykorzystując szczególne ku temu uprawnienia wynikające ze statutu – np. prawa osobiście przyznane akcjonariuszowi (art. 354 k.s.h.).
27. Trzecią przesłanką uzyskania statusu podmiotu dominującego jest określony rodzaj „unii personalnej”, jeśli chodzi o kierownicze stanowiska podmiotu dominującego (lub innego podmiotu zależnego) oraz zarządu spółki zależnej. W świetle komentowanego przepisu polega ona na tym, że więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności. Ustawodawca przyjmuje, że skoro osoby ze ścisłego kierownictwa jednego podmiotu obsadzają ponad połowę mandatów w zarządzie drugiego podmiotu – niezależnie od podstaw prawnych takiego ukształtowania składu zarządu – to ten pierwszy podmiot może wywierać istotny wpływ na działania tego drugiego podmiotu i przez to należy go uznać za dominujący. Jak się wydaje, komentowany przepis znajduje także zastosowanie w odniesieniu do podmiotów o zarządzie jednoosobowym, których jedynym członkiem zarządu jest osoba pełniąca funkcje kierownicze w pierwszym podmiocie. Ten pierwszy podmiot winien zostać uznany za dominujący wobec tego drugiego. Wprawdzie brzmienie omawianego przepisu wydaje się wskazywać, że dotyczy on raczej zarządów wieloosobowych – „więcej niż połowa członków” – to jednak wyłączenie z jego zakresu zastosowania zarządów jednoosobowych otwierałoby drogę do bardzo prostego obchodzenia tej regulacji, czyniąc ją w praktyce dysfunkcjonalną.

28. Definicję podmiotu zależnego ustawa konstruuje na podstawie zreferowanej wyżej definicji podmiotu dominującego. Otóż podmiotem zależnym jest podmiot, w stosunku do którego inny podmiot jest podmiotem dominującym, przy czym obojętne jest, czy opisana wyżej relacja zależności pomiędzy tymi dwoma podmiotami jest bezpośrednia, czy też jest „zapośredniczona” przez inne podmioty zależne. Zgodnie z komentowanym przepisem wszystkie podmioty zależne od podmiotu zależnego wyższego szczebla uważa się również za podmioty zależne od podmiotu dominującego.

16. Grupa kapitałowa

29. Bazując na definicji podmiotu dominującego oraz zależnego, ustawodawca buduje z kolei pojęcie grupy kapitałowej – przez które należy rozumieć podmiot dominujący wraz z podmiotami od niego zależnymi.

17. Ogólna liczba głosów

30. Pojęcie ogólnej liczby głosów w spółce ma ważne znaczenie dla interpretacji wielu przepisów ustawy o ofercie publicznej, a w szczególności przepisów dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji. Pojęcie to może budzić wątpliwości z uwagi na to, że w niektórych przypadkach wykonywanie prawa głosu z określonych akcji jest zawieszone. Na przykład zgodnie z art. 364 § 2 k.s.h. spółka nie może wykonywać prawa głosu z własnych akcji; podobnie art. 89 u.o.p. przewiduje zakaz wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza z posiadanych akcji jako sankcję za naruszenie przepisów o nabywaniu znacznych pakietów akcji. Może więc powstać pytanie, czy dla obliczania ogólnej liczby głosów na gruncie ustawy o ofercie publicznej należy brać pod uwagę także te głosy, których nie można wykonywać. W świetle komentowanego przepisu przez ogólną liczbę głosów należy rozumieć sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki. Chodzi tu więc o wszystkie akcje wyemitowane przez spółkę, niezależnie od tego, czy w konkretnej sytuacji określony akcjonariusz może wykonywać te prawa, czy też nie. Nie dotyczy to jednak akcji niemych, gdyż w skład praw podmiotowych inkorporowanych w tych papierach wartościowych prawo głosu nie wchodzi (art. 353 § 3–5 k.s.h.).

18. Depozyt papierów wartościowych

31. Przez depozyt papierów wartościowych należy rozumieć, zgodnie z art. 3 pkt 21 u.o.i.f., system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych. System ten składa się zasadniczo z trzech części: rachunków papierów wartościowych, rachunków zbiorczych i kont depozytowych prowadzonych przez podmioty upoważnione do tego przepisami ustawy. Jest to znaczenie przedmiotowe depozytu papierów wartościowych⁵². Instytucją

⁵² R. Biskup, *Wtórny obrót papierami wartościowymi. Zagadnienia prawne*, Bydgoszcz–Lublin 2003, s. 146.

prowadzącą depozyt papierów wartościowych jako całość jest zasadniczo KDPW⁵³, którego zadaniami są także m.in. nadzorowanie zgodności wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych, obsługa zobowiązań emitentów wobec uprawnionych z tych papierów wartościowych oraz dokonywanie rozrachunku transakcji dotyczących zdematerializowanych papierów wartościowych (art. 48 ust. 1 i 2 u.o.i.f.)⁵⁴. Zatem w znaczeniu podmiotowym depozyt do tychczas był rozumiany jako KDPW. Na chwilę obecną należałoby rozszerzyć to rozumienie również o centralny depozyt papierów wartościowych. W doktrynie wyróżnia się ponadto ujęcie podmiotowe *sensu stricto* – czyli spółka KDPW – oraz *sensu largo* – KDPW oraz uczestnicy systemu depozytowego⁵⁵. Należy jednak zaznaczyć, że na gruncie komentowanej definicji depozyt papierów wartościowych może być prowadzony wyłącznie przez KDPW i spółki, którym KDPW przekazał wykonywanie czynności z zakresu prowadzenie depozytu, co oznacza, że system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych prowadzony przez jakikolwiek inny podmiot nie będzie objęty zakresem pojęcia depozytu papierów wartościowych.

19. Rachunek papierów wartościowych

32. Dematerializacja papierów wartościowych wiąże się m.in. z zastąpieniem dokumentu jako nośnika praw majątkowych, inkorporowanych w papierze wartościowym przez zapisy na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez podmioty organizujące obrót zdematerializowanymi papierami wartościowymi. Rachunek papierów wartościowych jest szczególnym rejestrem, który stanowi wyłączny i jedyny sposób identyfikacji osób uprawnionych do wykonywania praw i dysponowania zdematerializowanymi papierami wartościowymi⁵⁶. W praktyce rejestr ten prowadzony jest w postaci elektronicznej.
33. Zgodnie z art. 4 ust. 1 u.o.i.f. rachunkami papierów wartościowych są rachunki, na których zapisywane są zdematerializowane papiery wartościowe. Rachunki papierów wartościowych prowadzone są wyłącznie przez podmioty uprawnione. Listę tych podmiotów określa szerzej art. 4 ust. 1 u.o.i.f.
34. Zgodnie z art. 4 ust. 2 u.o.i.f. od chwili zarejestrowania papierów wartościowych na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych

⁵³ Dla uproszczenia pojęcie to obejmować będzie także spółkę, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. powierzył wykonywanie zadań z art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f.

⁵⁴ Zob. szerzej O. Skibiński, T. Sójka [w:] *Obrót instrumentami...*, red. T. Sójka, art. 45a, nb 1 i 2.

⁵⁵ Por. L. Sobolewski, *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Zagadnienia prawne*, Warszawa 1996, s. 10.

⁵⁶ A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 887; S. Sołtysiński, T. Sójka [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. 3, *Spółka akcyjna. Komentarz do art. 301–490*, Warszawa 2013, s. 321; por. także J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 268 i n.

w depozycie papierów wartościowych, za rachunki papierów wartościowych uważa się również zapisy dotyczące tych papierów dokonywane w związku z ich subskrypcją lub sprzedażą w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej przez:

- 1) podmioty prowadzące działalność maklerską lub
- 2) banki powiernicze,

o ile identyfikują one osoby, którym przysługują prawa z papierów wartościowych.

35. Przez pojęcie rachunku papierów wartościowych rozumie się także rachunki, na których są zapisywane niebędące papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego (art. 4 ust. 3 u.o.i.f.).

20. Spółka publiczna

36. W świetle art. 4 pkt 20 u.o.p. spółka publiczna to spółka, w której **co najmniej jedna akcja jest** dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Tym samym w definicji spółki publicznej zrezygnowano z odwoływania się do dematerializacji akcji, co jest skutkiem wprowadzenia obowiązkowej dematerializacji akcji zgodnie z art. 328 § 1 k.s.h. Niemniej jednak zgodnie z art. 5 ust. 1 u.o.i.f. papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do ASO nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych (dematerializacja). W rezultacie pojęcie spółki publicznej pozostaje powiązane z pojęciem dematerializacji⁵⁷. Prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku (art. 7 ust. 1 u.o.i.f.)⁵⁸.
38. Spółka publiczna jest więc podtypem tych spółek handlowych, które emitują akcje. Za-tem obok publicznej spółki akcyjnej można teoretycznie wyróżnić także publiczne spółki komandytowo-akcyjne. Jak dotąd – w praktyce polskiego rynku kapitałowego – status spółek publicznych uzyskiwały wyłącznie spółki akcyjne⁵⁹.

⁵⁷ Szczegółowo na temat pojęcia dematerializacji zob. M. Michalski [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, t. 1, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2023, art. 5 u.o.i.f.

⁵⁸ Na temat dematerializacji papierów wartościowych zob. szerzej: A. Chłopecki [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, red. A. Szumański, s. 874 i n.; zob. także M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 20 i n.; F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001, s. 32 i n.; L. Sobolewski [w:] *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Warszawa 2004, s. 959; M. Romanowski, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje prawa papierów wartościowych*, PIP 1999/10, s. 39 i n.; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 8 i n.

⁵⁹ Por. A. Szumański [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek...*, t. 1, s. 105; M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, PPH 2008/1, s. 4 i n.

21. Firma inwestycyjna

39. W zakresie pojęcia firmy inwestycyjnej ustawa o ofercie publicznej odsyła do odpowiedniej definicji zawartej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z art. 3 pkt 33 u.o.i.f. przez pojęcie firmy inwestycyjnej należy rozumieć: dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczną firmę inwestycyjną prowadzącą działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczną osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie, prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską. Ponadto przez pojęcie zagranicznej firmy inwestycyjnej rozumie się osobę prawną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej z siedzibą na terytorium innego państwa członkowskiego, a w przypadku gdy przepisy danego państwa nie wymagają ustanowienia siedziby – z centralą na terytorium innego państwa członkowskiego albo osobę fizyczną z miejscem zamieszkania na terytorium innego państwa członkowskiego, prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru działalność maklerską na terytorium innego państwa członkowskiego, jak również zagraniczną instytucję kredytową (art. 3 pkt 32 u.o.i.f.).

22. Instytucja kredytowa

40. Definicja instytucji kredytowej odsyła do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26.06.2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 176, s. 1, ze zm.), które ujmuje to pojęcie szerzej niż poprzednia, autonomiczna definicja zawarta w ustawie o ofercie publicznej, która wskazywała, że instytucją kredytową jest podmiot prowadzący we własnym imieniu i na własny rachunek, na podstawie zezwolenia właściwych władz nadzorczych, działalność polegającą na przyjmowaniu depozytów lub innych środków powierzonych pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym i udzielaniu kredytów lub na wydawaniu pieniądza elektronicznego. Należy zwrócić uwagę, że w chwili obecnej jest ona zbliżona do definicji zawartej w Prawie bankowym, które również odnosi się do rozporządzenia CRR. Niemniej jednak Prawo bankowe jako dodatkowy warunek wskazuje, że w celu zakwalifikowania podmiotu jako instytucję kredytową jego siedziba powinna znajdować się w innym państwie członkowskim niż Polska.

23. Pośrednie nabycie akcji

41. Do art. 4 pkt 27 odwołują się przepisy art. 73 u.o.p. dotyczące obowiązku ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji. Przez pośrednie nabycie akcji należy rozumieć dwie sytuacje. Po pierwsze, pośrednim nabyciem akcji jest uzyskanie statusu podmiotu dominującego w spółce kapitałowej lub innej osobie prawnej posiadającej akcje spółki pub-

licznej lub w innej spółce kapitałowej, lub osobie prawnej będącej wobec niej podmiotem dominującym. Opisane zdarzenie w istocie rzeczy składa się z dwóch przypadków. Pierwszy polega na tym, że podmiot X uzyskuje status podmiotu dominującego w spółce kapitałowej lub innej osobie prawnej (np. spółdzielni) posiadającej akcje spółki publicznej, przy czym ta spółka kapitałowa lub inna osoba prawna nie muszą wcale być podmiotem dominującym wobec spółki publicznej – wystarczy, jeśli tylko posiadają akcje spółki publicznej. Uzyskanie statusu podmiotu dominującego zdefiniowane zostało w art. 4 pkt 14 u.o.p. Drugi przypadek sprowadza się do uzyskania statusu podmiotu dominującego nad osobą prawną będącą wobec niej podmiotem dominującym. Wydaje się, że wyrażenie „wobec niej” odnosi się do tej opisanej w pierwszym przypadku spółki kapitałowej lub innej osoby prawnej posiadającej akcje spółki publicznej. Chodzi tutaj więc o wyższy (drugi) poziom pośrednictwa pomiędzy podmiotem nabywającym pośrednio akcje a spółką publiczną. Gdyby wyrażenie „wobec niej” miało odnosić się do spółki publicznej, to ten fragment przepisu stanowiłby *superfluum*, gdyż zdarzenie to objęte zostałoby zakresem zastosowania przypadku pierwszego.

42. Druga sytuacja, stanowiąca pośrednie nabycie akcji, oznacza nabycie lub objęcie akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny. Tym samym podmiot nabywający pośrednio nie nabywa w tym przypadku akcji spółek posiadających akcje spółki publicznej, lecz pozostaje pasywny. Natomiast jego podmioty zależne nabywają akcje spółki publicznej, przy czym bez znaczenia jest, ile jest poziomów podmiotów zależnych pomiędzy nabywcą a spółką publiczną.

24. Dzień roboczy

43. Nowelizacją z 2013 r. ustawodawca wprowadził do ustawy o ofercie publicznej definicję pojęcia dnia roboczego w celu wyeliminowania wątpliwości związanych z obliczaniem terminów. Dzień roboczy to każdy dzień od poniedziałku do piątku, z wyłączeniem dni ustawowo wolnych od pracy w Polsce (ustawa z 18.01.1951 r. o dniach wolnych od pracy, Dz.U. z 2020 r. poz. 1920).

25. Uczestnik rynku uprawnień do emisji

44. Zgodnie z rozporządzeniem MAR uczestnikiem rynku uprawnień do emisji jest dowolna osoba, która zawiera transakcje, w tym składa zlecenia zawarcia transakcji, dotyczące uprawnień do emisji, produktów sprzedawanych na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub powiązanych instrumentów pochodnych, i która nie korzysta ze zwolnienia na podstawie art. 17 ust. 2 akapit drugi rozporządzenia MAR.

26. Zorganizowana platforma obrotu

45. W zakresie zorganizowanej platformy obrotu ustawa o ofercie odsyła do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Niemniej jednak definicja zorganizowanej platformy obrotu została wykreślona z ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w kwietniu 2018 r. Obecnie ustawa ta posługuje się pojęciem OTF, którym jest wielostronny system kojarzący w sposób uznaniowy składane przez podmioty trzecie oferty kupna i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji, instrumentów pochodnych lub produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę, niebędący rynkiem regulowanym ani ASO. Zatem zorganizowana platforma obrotu jest – wraz z rynkiem regulowanym i ASO – elementem systemu obrotu instrumentami finansowymi⁶⁰.

27. Informacja poufna

27.1. Wprowadzenie

46. Komentowana jednostka redakcyjna odsyła do definicji informacji poufnej zawartej w art. 7 rozporządzenia 596/2014. Rozporządzenie to stosowane jest, w pełni, bezpośrednio we wszystkich państwach członkowskich od 3.07.2016 r.
47. Definicja informacji poufnej obejmuje cztery kategorie informacji. Do pierwszej, zdecydowanie najczęściej przywoływanej i analizowanej kategorii, należy określona w sposób precyzyjny informacja, która nie została podana do wiadomości publicznej, dotycząca, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów finansowych, a która w przypadku podania jej do wiadomości publicznej miałaby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych (art. 7 ust. 1 lit. a rozporządzenia 596/2014). Aby więc móc zakwalifikować informację do tej kategorii, muszą zostać spełnione cztery kryteria: precyzyjność, niepubliczny charakter, związek z emitentem lub instrumentami finansowymi (bezpośredni lub pośredni) oraz cenotwórczość⁶¹. Do pozostałych trzech kategorii informacji należą: informacja poufna w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych (art. 7 ust. 1 lit. b rozporządzenia 596/2014); informacja poufna w odniesieniu do uprawnień do emisji (art. 7 ust. 1 lit. c rozporządzenia 596/2014); oraz informacja poufna przekazana przez klienta osobie odpowiedzialnej za realizację zleceń dotyczących instrumentów finansowych.

⁶⁰ Zob. szerzej T. Sójka, K. Dziennik, M. Godlewski, T. Jaranowski, W. Kapica, A. Rycerski, M. Saczywko, M. Stańczyk, J. Stranz [w:] *Obrót instrumentami...*, red. T. Sójka, art. 3, nb 35–37.

⁶¹ Określana także testem racjonalnego inwestora, zob. obszerne opracowanie na ten temat: A. Rycerski, *Test racjonalnego inwestora w unijnym prawie rynku kapitałowego*, Warszawa 2022; zob. także: A. Rycerski, *Do we really need a 'perfectly reasonable investor' within MAR?*, CMLJ 2023/4, s. 534–555.

wych i związana z jego zleceniami będącymi w trakcie realizacji (art. 7 ust. 1 lit. d rozporządzenia 596/2014).

27.2. Precyzyjność

48. W art. 7 ust. 2 rozporządzenia 596/2014 prawodawca zdefiniował kryterium precyzyjności. Zgodnie z tym przepisem informacje uznaje się za określone w sposób precyzyjny, jeżeli wskazują one na zbiór okoliczności, które istnieją lub można zasadnie oczekiwać, że zaistnieją, lub na zdarzenie, które miało miejsce lub można zasadnie oczekiwać, że będzie miało miejsce, jeżeli informacje te są w wystarczającym stopniu szczegółowe, aby można było wyciągnąć z nich wnioski co do prawdopodobnego wpływu tego szeregu okoliczności lub zdarzenia na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych, powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub sprzedawanych na aukcji produktów opartych na uprawnieniach do emisji. W związku z tym w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, którego celem lub wynikiem jest zaistnienie szczególnych okoliczności lub szczególnego wydarzenia, za informacje określone w sposób precyzyjny można uznać te przyszłe okoliczności lub to przyszłe wydarzenie, ale także etapy pośrednie tego procesu, związane z zaistnieniem lub spowodowaniem tych przyszłych okoliczności lub tego przyszłego wydarzenia.
49. Prawodawca wskazuje, że informacją poufną jest informacja o zdarzeniu lub zbiorze okoliczności. Wystarczy więc zakwalifikowanie określonej informacji do którejkolwiek z tych klas, aby można ją było uznać za informację poufną. Wskazanie jednak na zbiór okoliczności lub zdarzenie przesądza o tym, że informacja poufna powinna być nośnikiem treści dotyczącej faktów rozumianych jako elementy rzeczywistości w jakiś sposób intersubiektywnie weryfikowalne⁶². Powstaje zatem pytanie, czy informacją poufną może być informacja będąca wyłącznie wyrazem stanów emocjonalnych określonych osób, np. członków zarządu emitenta, którzy „wyrażają entuzjastyczne nastawienie do perspektyw dalszego rozwoju spółki”. Choć kwestia ta nie jest przesądzona i jednoznaczna, w literaturze wskazuje się, że własny zamiar wywołania cenotwórczego zdarzenia może generować informację precyzyjną, a w konsekwencji poufną (w przypadku spełnienia pozostałych kryteriów)⁶³. Informacja będąca w dyspozycji jednego podmiotu i jednocześnie całkowicie od niego zależna może bowiem w wystarczającym stopniu potwierdzać prawdopodobieństwo wystąpienia w przyszłości cenotwórczego zdarzenia. Ustalenie tej okoliczności jest jednak trudne, ponieważ wymaga oceny materiału będącego źródłem powstania takiej informacji⁶⁴. Ujmując tę problematykę bardziej szczegółowo, można postawić pytanie, czy informacją poufną może być wiedza o własnym zamiarze

⁶² H.D. Assmann [w:] *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, Hrsg. H.D. Assmann, U. Schneider, Köln 2006, s. 352.

⁶³ A. Rycerski, *Własny zamiar wywołania cenotwórczego zdarzenia w świetle definicji informacji poufnej*, PPH 2018/1, s. 53–58.

⁶⁴ A. Rycerski, *Własny zamiar...*, s. 58.

udzielenia znacznego zamówienia emitentowi na dostarczane przez niego usługi lub towary, które w oczywisty i pozytywny sposób wpłynę na kurs akcji tej spółki. W tym kontekście wskazuje się, że podmiot kreujący to cenotwórcze zdarzenie – w tym przypadku zamawiający – nie może wykorzystywać tej informacji poufnej, nabywając akcje emitenta w celu osiągnięcia korzyści wynikającej ze wzrostu kursu akcji tej spółki po upublicznieniu tej informacji⁶⁵. Przychylając się do powyższej konkluzji, wydaje się jednak, że w tym przypadku informacją poufną nie jest wyłącznie wiedza o przyszłym udzieleniu zamówienia spółce, lecz obiektywny stan przygotowań – np. technicznych lub finansowych – który sprawia, że udzielenie tego zamówienia staje się prawdopodobne.

50. Artykuł 7 ust. 2 rozporządzenia 596/2014 przesądza, że informacja poufna może odnosić się nie tylko do zbioru okoliczności lub zdarzeń, które już miały miejsce, ale także do okoliczności lub zdarzeń przyszłych. Jednakże aby owe zdarzenia przyszłe spełniały kryterium precyzyjności, muszą być takiego rodzaju, by ich wystąpienia można było „zasadnie oczekiwać”. Jak się wydaje, należy przez to rozumieć, że istnieją racjonalne przesłanki wskazujące, że wystąpienie tych zdarzeń jest prawdopodobne⁶⁶.
51. Informacja jest określona w sposób precyzyjny, jeżeli jest na tyle szczegółowa („w wystarczającym stopniu szczegółowa”), aby można było wyciągnąć z niej wnioski co do prawdopodobnego wpływu szeregu okoliczności lub zdarzenia na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów pochodnych, powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub sprzedawanych na aukcji produktów opartych na uprawnieniach do emisji (art. 7 ust. 2 zdanie pierwsze rozporządzenia 596/2014). Powyższa definicja wskazuje, że nie sposób interpretować kryterium precyzyjności w oderwaniu od zagadnienia cenotwórczego charakteru tej informacji. W literaturze trafnie podnosi się, że ocena precyzyjności określonej informacji jest niejako wstępem do oceny jej cenotwórczego charakteru. W przypadku kryterium precyzyjności pytanie brzmi, czy informacja ta jest na tyle precyzyjna, że może wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych⁶⁷, natomiast na dalszym etapie sprawdzania jej cenotwórczego charakteru należy zastanowić się, jaki jest ten wpływ i czy można przyjąć, że będzie to wpływ istotny. Jednak nawet sama weryfikacja, czy określona informacja umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na cenę lub wartość instrumentów finansowych, wymaga zastosowania operacji intelektualnej podobnej do samego szacowania cenotwórczego charakteru określonej informacji.

⁶⁵ H.D. Assmann [w:] *Wertpapierhandelsgesetz...*, Hrsg. H.D. Assmann, U. Schneider, s. 458 i n.; zob. też motyw 31 rozporządzenia 596/2014.

⁶⁶ Tak też M. Glicz, *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, PPH 2005/10, s. 53.

⁶⁷ Por. A. Rycerski, *Test...*, s. 145 i n.

52. Zawilych problemów dostarcza ocena pośrednich etapów zdarzeń rozciągniętych w czasie⁶⁸. Dotyczy to przede wszystkim tych zdarzeń, których końcowy efekt w przypadku „dopełnienia się” tego stanu faktycznego ponad wszelką wątpliwość ma charakter cenotwórczy. Odnosi się to m.in. do procesów zawierania znaczących umów, a w szczególności fuzji i przejęć, które z natury rzeczy są rozciągnięte w czasie i dzielą się na poszczególne etapy, z którymi wiąże się różne prawdopodobieństwo sfinalizowania transakcji. Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej w wyroku z 28.06.2012 r., C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG⁶⁹, wskazał jednoznacznie, że określony etap zdarzenia rozciągniętego w czasie może (ale nie musi) stanowić „informację poufną”. Teza ta nie jest bynajmniej odkrywczą, a ponadto mieści się w ramach poglądów reprezentowanych przez dominujący nurt doktryny w tym zakresie, niemniej jednak została potwierdzona przez prawodawcę w art. 7 ust. 2 zdanie drugie rozporządzenia 596/2014, zgodnie z którym „(...) w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, którego celem lub wynikiem jest zaistnienie szczególnych okoliczności lub szczególnego wydarzenia, za informacje określone w sposób precyzyjny można uznać te przyszłe okoliczności lub to przyszłe wydarzenie, ale także etapy pośrednie tego procesu, związane z zaistnieniem lub spowodowaniem tych przyszłych okoliczności lub tego przyszłego wydarzenia”.
53. Doniosłość wyroku z 28.06.2012 r., C-19/11, Geltl, przejawia się również w tym, że TSUE podjął się próby interpretacji wymogu, aby informacja wskazywała na okoliczności lub zdarzenia, których wystąpienia „można zasadnie oczekiwać” (wtenczas wyrażonego w art. 1 ust. 1 dyrektywy Komisji 2003/124/WE z 23.12.2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku, Dz.Urz. UE L 339, s. 70, ze sprost.). W tym zakresie zaistniały bowiem rozbieżności, nie tylko w odniesieniu do transpozycji art. 1 ust. 1 dyrektywy wykonawczej 2003/124/WE do porządków prawnych państw członkowskich, ale również – co bardzo znamienne – na poziomie poszczególnych wersji językowych tego przepisu. Jedynie tytułem przykładu można wspomnieć, że angielska wersja dyrektywy wskazywała na „circumstances which (...) may reasonably be expected”, a niemiecka wersja dyrektywy posługiwała się frazą „eine Reihe von Umständen (...) bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden”. Trybunał stanął na stanowisku, że analizowane wyrażenie „odnosi się do przyszłych okoliczności lub zdarzeń, co do których, na podstawie całościowej oceny wszystkich istniejących w danym momencie czynników, można realistycznie prognozować, że zaistnieją” (tłum. własne)⁷⁰. Trybunał wskazał ponadto, kiedy można realistycznie prognozować zaistnienie przyszłych zda-

⁶⁸ Zob. szerzej na ten temat T. Sójka, *Etap zdarzenia rozciągniętego w czasie jako informacja poufna w prawie rynku kapitałowego*, PUG 2014/1, s. 11 i n.

⁶⁹ EU:C:2012:397.

⁷⁰ Wyrok TSUE z 28.06.2012 r., C-19/11, Geltl, pkt 5. Zob. także P. Schaumburg-Müller, E. Werlauff, *Disclosure of Price-sensitive Information: What Effects Do „intermediate Steps” Have on the Statutory Disclosure Date?*, „European Company Law” 2013/10(1), s. 8.

rzeń lub okoliczności – mianowicie wtedy, gdy ich zaistnienie nie jest nieprawdopodobne⁷¹. Jednocześnie jednak nie jest konieczne wykazanie wysokiego prawdopodobieństwa ich zaistnienia⁷². Dominujący nurt doktryny słusznie interpretuje stanowisko Trybunału jako konieczność wykazania, że zaistnienie przyszłych zdarzeń lub okoliczności jest bardziej prawdopodobne niż nieprawdopodobne⁷³. W istocie rzeczy oznacza to, że prawdopodobieństwo wystąpienia określonego zdarzenia lub okoliczności powinno być większe niż 50%⁷⁴. W praktyce ocena prawdopodobieństwa wystąpienia przyszłego zdarzenia jest jednak niezwykle trudna. Jak się wydaje, przy jej dokonywaniu należy również brać pod uwagę odległość czasową wystąpienia danego zdarzenia. Inna może być bowiem ocena prawdopodobieństwa zaistnienia zdarzenia mającego mieć miejsce w niedalekiej przyszłości, a inna zdarzenia mającego wystąpić w ciągu najbliższych miesięcy czy lat⁷⁵. Spore trudności ujawniają się także przy kwalifikacji informacji dotyczących postępowań sądowych, ponieważ przesądzenie o kierunku przyszłego rozstrzygnięcia sądu jest praktycznie niemożliwe⁷⁶.

27.3. Niepubliczny charakter informacji

54. Dyskusyjnym zagadnieniem jest także kwestia, jak należy rozumieć pojęcie informacji, która „nie została podana do wiadomości publicznej”. O niepublicznym charakterze informacji decyduje obiektywna okoliczność, że przedmiotowa informacja nie została przekazana do publicznej wiadomości⁷⁷. Powstaje jednak pytanie, w jakim stopniu określona informacja powinna zostać nagłośniona społecznie, aby można było uznać, w świetle założeń funkcjonalnych przypisywanych regulacjom dotyczącym informacji poufnych, że w tym przypadku nie muszą już one znajdować zastosowania. Problem polega więc na tym, jak na gruncie omawianego przepisu należy rozumieć kryterium przekazania do publicznej wiadomości, które sprawia, że określona informacja nie ma charakteru informacji poufnej. Czy chodzi o takie jej rozpowszechnienie, aby każdy przeciętny człowiek – a więc także jedynie potencjalny inwestor – mógł się z łatwością z nią zapoznać? W tym przypadku za przekazane do publicznej wiadomości można by

⁷¹ Wyrok TSUE z 28.06.2012 r., C-19/11, *Geltl*, pkt 47.

⁷² Wyrok TSUE z 28.06.2012 r., C-19/11, *Geltl*, pkt 46.

⁷³ H. Krause, M. Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler – A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, CMLJ 2013/8, s. 288; L. Klöhn, *Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH*, „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht” 2012/39, s. 1889; C. Di Noia, M. Gargantini, *Issuers at the Midstream: Disclosure of the Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, „European Company and Financial Law Review” 2012/4, s. 496.

⁷⁴ H. Krause, M. Brellochs, *Insider trading...*, s. 288; tak też Ch. Pawlik [w:] *Kölner Kommentar zum WpHG*, Hrsg. H. Hirte, T.M.J. Möllers, Köln - Berlin - München 2007, s. 372; M. Ventoruzzo, Ch. Picciau [w:] *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, eds. M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford 2022, s. 276–277.

⁷⁵ A. Rycerski, *Własny zamiar...*, s. 58.

⁷⁶ Zob. A. Rycerski, *Cenotwórczość i precyzyjność informacji o sporze sądowym – rozważania na gruncie art. 7 rozporządzenia MAR*, PPH 2019/4, s. 11–17.

⁷⁷ H.D. Assmann [w:] *Wertpapierhandelsgesetz...*, Hrsg. H.D. Assmann, U. Schneider, s. 361, s. 361; Ch. Pawlik [w:] *Kölner Kommentar...*, s. 367.

uznać wyłącznie takie informacje, które zostały przekazane i odpowiednio nagłośnione za pomocą popularnych środków masowego przekazu. Tak rygorystyczna interpretacja pojęcia przekazania do publicznej wiadomości istotnie rozszerzałaby zbiór informacji, które mogą zostać uznane za informacje poufne.

55. Wydaje się jednak, że informację należy uznać za przekazaną do publicznej wiadomości także wtedy, gdy możliwość zapoznania się z nią miał nieograniczony krąg profesjonalnych inwestorów, analityków czy też dziennikarzy. Przykładem takiego sposobu upublicznienia informacji jest podanie tej informacji przez profesjonalne serwisy informacyjne, np. Bloomberg, Reuters, lub na łamach ogólnodostępnej gazety, lub na stronie internetowej poświęconej giełdzie. W literaturze niemieckiej, której dominujący nurt preferuje wskazaną wyżej interpretację, podkreśla się, że chodzi tu o przekazanie informacji publiczności branżowej – *die Bereichsöffentlichkeit*⁷⁸. Za taką interpretacją przemawiają także funkcjonalne reguły wykładni. Przyjmuje się bowiem, że w następstwie takiego przekazania danej wiadomości efektywny informacyjnie rynek akcji uwzględni ją w wycenie akcji spółki. Z chwilą przekazania informacji do nieograniczonego kręgu profesjonalnych uczestników rynku cele regulacji dotyczących informacji poufnej można uznać za zrealizowane, gdyż osoby, które mają dostęp do tej informacji, nie mogą dzięki niej uzyskiwać korzyści w handlu papierami wartościowymi na rynku kapitałowym, a wycena tych papierów pełniej odzwierciedla ich rzeczywistą wartość.
56. Pewne wątpliwości może budzić sytuacja, gdy określona informacja poufna została ujawniona na stronie internetowej. Powstaje wówczas pytanie, czy można taką informację uznać za przekazaną do publicznej wiadomości. Wydaje się, że odpowiedź zależy od stopnia popularności danej strony internetowej. Nie wydaje się, aby traciła walor informacji poufnej informacja przekazywana w blogu prowadzonym przez określonego inwestora albo na forum dyskusyjnym inwestorów, które wprawdzie są publicznie dostępne, ale mało znane. Natomiast ujawnienie takiej informacji przez podmiot prowadzący popularny internetowy serwis informacyjny powoduje, że informacja ta nie może być od tego momentu traktowana jako informacja poufna. Wprawdzie uzyskanie takiej informacji wymaga pewnej aktywności ze strony potencjalnych inwestorów, jednak profesjonalni uczestnicy rynku z reguły wykazują tego rodzaju aktywność w celu uzyskiwania informacji istotnych dla rynku papierów wartościowych. W stosunkowo niewielkim odstępie czasu od ujawnienia takiej informacji na stronie internetowej rynek akcji uwzględni jej treść w wycenie przedmiotowych papierów wartościowych. Insiderzy nie będą zatem wykorzystywać tej informacji na rynku kapitałowym kosztem pozostałych uczestników obrotu.
57. Nie wydaje się, aby można było uznać, że informacja została przekazana do publicznej wiadomości, jeśli dostęp do niej uzyskał wyłącznie zamknięty krąg osób, np. wybrani

⁷⁸ H.D. Assmann [w:] *Wertpapierhandelsgesetz...*, s. 361; Ch. Pawlik [w:] *Kölner Kommentar...*, s. 367 i n.